

**BANQUE DES  
RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX**

**ONZIÈME RAPPORT ANNUEL**

**1<sup>ER</sup> AVRIL 1940 — 31 MARS 1941**

**BÂLE**  
**9 JUIN 1941**

## TABLE DES MATIÈRES.

	Pages
I. Introduction . . . . .	5
II. Cours des changes, commerce extérieur et mouvement des prix . .	31
III. Or: Production et mouvements . . . . .	110
IV. Mouvements internationaux des capitaux . . . . .	121
V. Finances publiques, marchés de l'argent, des capitaux et des valeurs	137
VI. Faits affectant les banques centrales . . . . .	218
VII. Opérations courantes de la Banque:	
1. Activité du Département bancaire . . . . .	228
2. Fonctions de mandataire (Trustee) et d'agent financier exercées par la Banque . . . . .	234
3. Bénéfices nets et répartition . . . . .	234
4. Modifications dans la composition du Conseil d'Administration .	235
VIII. Conclusion . . . . .	236

## ANNEXES

I. Bilan au 31 mars 1941.

II. Compte de profits et pertes et compte d'affectation du bénéfice net pour l'exercice social ayant pris fin le 31 mars 1941.

# ONZIÈME RAPPORT ANNUEL

A L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DE LA  
BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

Bâle, le 9 juin 1941.

Messieurs,

J'ai l'honneur de soumettre à votre approbation le Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif au onzième exercice social, couvrant la période du 1<sup>er</sup> avril 1940 au 31 mars 1941. Les résultats de cet exercice sont indiqués en détail au chapitre VII. Après défalcation d'une provision pour charges imprévues, les bénéfices nets s'élèvent à 5.293.909,12 francs suisses or. 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 264.695,46 francs suisses or, il reste 5.029.213,66 francs suisses or disponibles pour le paiement d'un dividende correspondant à environ 4% du capital souscrit. La somme de 2.470.786,34 francs suisses or a été prélevée sur le Fonds de réserve de dividendes pour permettre la distribution d'un dividende annuel de 6%. Le total du bilan est passé de 469,9 millions de francs suisses or à 495,8 millions de francs suisses or, le 31 mars 1941; cette augmentation provient de dépôts plus élevés des banques centrales.

Des conditions raisonnables ont été accordées à la Banque des Règlements Internationaux pour lui faciliter l'exercice de son activité, qui a pu ainsi se poursuivre malgré les difficultés de la situation internationale. La Banque a observé scrupuleusement les principes de stricte neutralité qu'elle s'est elle-même fixés à l'automne de 1939, et elle a limité ses activités uniquement aux opérations qui n'étaient en aucun cas susceptibles de procurer un avantage économique ou financier à l'une des nations belligérantes au détriment d'une autre.

Pendant la période examinée dans le dernier Rapport annuel de la Banque, c'est-à-dire jusqu'au 31 mars 1940, les opérations de guerre en Europe étaient restées circonscrites à certaines régions relativement peu étendues, et, à la fin de cette période, les pays neutres ou non belligérants représentaient encore

50% de la population européenne (U. R. S. S. non comprise). Le volume du commerce entre la plupart des pays d'Europe et les marchés d'outre-mer restait important et bien que la vie économique et financière fût de plus en plus affectée par la guerre, la situation ne différait pas alors radicalement de ce qu'elle était avant l'automne de 1939.

Les événements survenus au printemps et en été de 1940 et l'âpreté grandissante de la lutte durant l'hiver élargirent le théâtre des hostilités au point qu'à la fin de mars 1941 les peuples d'Europe qui n'avaient pas été directement impliqués dans la guerre représentaient moins de 15% du total de la population de ce continent. Les pertes en vies humaines et les destructions matérielles n'avaient pas été très étendues par rapport à l'ensemble de la population et des richesses, mais les bouleversements survenus dans l'organisation économique du temps de paix, dont le moindre n'a pas été le changement radical des courants commerciaux, ont posé une série de problèmes nouveaux et difficiles. Dans les régions les plus exposées, ces bouleversements ont profondément affecté les conditions de la vie quotidienne. Presque tous les pays de l'Europe continentale ont vu leurs relations commerciales avec les marchés d'outre-mer réduites au minimum; et, en conséquence, le continent s'est trouvé former un groupe économique de plus de 300 millions d'âmes pratiquement limité à ses propres ressources.

Le Royaume-Uni, de son côté, tributaire aux trois quarts, pour sa seule nourriture, d'importations étrangères, coupé maintenant de ses fournisseurs européens, a vu croître de ce fait l'importance de son trafic maritime avec les autres continents et s'est trouvé contraint de le réserver à l'importation des denrées et produits d'importance vitale. Les pays de l'Amérique Latine ont été sensiblement affectés par l'importante réduction de leurs envois à destination de l'Europe: l'excédent de leurs stocks s'est accumulé et la diminution de leurs revenus extérieurs a été à l'origine de difficultés de change dont la gravité a été toutefois atténuée grâce aux prêts que leur ont notamment consentis des organismes gouvernementaux des Etats-Unis. L'Argentine, le Brésil et le Mexique ont, en outre, bénéficié de l'afflux de capitaux en quête d'un refuge ou d'un placement. Aux Etats-Unis, l'augmentation rapide des dépenses d'armement a porté la production intérieure à un niveau qui n'avait encore jamais été atteint, et l'augmentation des ventes à l'Empire britannique et à l'Amérique Latine a compensé, du moins pour l'industrie, les pertes que lui a causées la fermeture d'autres marchés étrangers. En ce qui concerne l'agriculture, les excédents de la production ont pu être stockés, soit que le gouvernement ait procédé lui-même à leur achat, soit qu'il ait consenti aux producteurs des prêts à des conditions avantageuses. En Extrême-Orient, les exportations du Japon

à destination des pays du bloc-yan ont augmenté à une cadence si rapide qu'elles ont dépassé en 1940 les autres exportations, si bien que le gouvernement s'est vu dans la nécessité d'établir le contrôle du commerce d'exportation afin d'en assurer une distribution plus conforme aux besoins du pays en devises étrangères. Presque partout dans le monde, les divers pays ont été de plus en plus dans l'obligation de se suffire à eux-mêmes et d'exploiter au maximum leurs propres ressources; l'extrême autarcie qui en est résultée a même été plus complète que les gouvernements ne l'avaient désiré. Les déclarations faites dans presque tous les pays par les milieux autorisés donnent à entendre que, dans une large mesure, ils considèrent que l'état de choses actuel est temporaire et qu'un renversement se produira dès que la paix sera rétablie et que les relations commerciales pourront être reprises, quelles que puissent être par ailleurs les divergences d'opinion quant aux moyens les plus propres à assurer une reprise économique durable.

Comme il n'est pas possible à l'heure actuelle de parler d'« économie mondiale », il s'ensuit que, pour passer en revue l'évolution de ce que fut réellement la situation durant l'année écoulée, il faut examiner séparément la situation particulière de divers groupes de pays. On constate néanmoins un grand nombre de caractères communs aux différents groupes, et certains des problèmes économiques et financiers aujourd'hui les plus pressants, ceux que pose par exemple l'existence d'énormes déficits budgétaires à combler, sont dans une large mesure partout les mêmes. On remarque la même ressemblance dans les solutions adoptées, un grand nombre de mesures d'ordre pratique s'imposant d'elles-mêmes par la force des circonstances, quelles que soient, par ailleurs, les préférences ou les idéologies.

En dehors de la rupture des relations commerciales résultant du blocus et du contre-blocus, l'accroissement des dépenses d'armement est le fait essentiel qui commande l'évolution commerciale et financière, avant tout bien entendu dans les pays belligérants, mais aussi dans les autres pays. Cet accroissement exprime en termes budgétaires l'ampleur de l'effort national qui a été détourné de son activité normale pour être consacré aux armements (mobilisation des hommes pour le service actif, fabrication d'armes et de munitions, transport de troupes et de matériel, etc.). Les dépenses publiques, tant nationales que locales, dépassent déjà par rapport au revenu national la proportion accusée les deux dernières années de la guerre de 1914—1918. Etant donnés les changements de prix et de salaires intervenus depuis l'été de 1939, il est plus difficile que jamais de calculer l'importance du revenu national. Mais il semble à peu près certain qu'en Allemagne, en Italie et en Grande-Bretagne

le total des dépenses publiques se montera en 1941 à 70% ou plus du revenu national net\* ; et même dans quelques pays neutres, en Suède par exemple, les dépenses publiques absorbent jusqu'à 40% du revenu national. L'Etat est devenu le principal client de l'industrie et du commerce et le principal emprunteur sur les marchés de l'argent et des capitaux, sinon même l'emprunteur exclusif. Cette prépondérance de l'Etat influence de maintes manières le caractère des mesures prises en matière économique et financière, car l'Etat n'a pas devant les changements de taux d'intérêt, les modifications de prix, etc. les mêmes réactions que celles que l'on peut attendre de la masse des entreprises privées et des particuliers. Néanmoins, il reste encore dans toutes les économies un «secteur libre», dont les réactions agissent plus ou moins sur le marché selon son importance relative.

La concentration d'une aussi grande partie de l'effort national sur les armements pose deux problèmes qui ont entre eux des rapports très étroits: Comment, d'une part, mettre à la disposition de l'Etat les ressources financières nécessaires pour faire face aux dépenses accrues en ébranlant le moins possible le système monétaire? Comment, d'autre part, adapter de la manière la plus efficace la production et le commerce extérieur à un effort de guerre maximum tout en maintenant un approvisionnement suffisant pour la consommation générale et les autres besoins essentiels? Du point de vue financier, c'est une question d'impôt et d'emprunt; du point de vue économique, c'est une question d'affectation appropriée des ressources en hommes et en matières premières qui peuvent être trouvées dans le pays et à l'étranger. L'objectif principal d'un pays belligérant est évidemment de développer ses forces pour remporter la victoire. Mais il ne doit en même temps jamais perdre de vue que le maintien de l'ordre économique et financier est un facteur important de sa capacité de résistance à la tension exceptionnelle qui lui est imposée. Le souvenir des expériences de la dernière guerre et de la période d'après-guerre (que ces expériences fassent ou non l'objet d'une analyse systématique) joue un rôle considérable dans la politique actuelle et dans les réactions quotidiennes du public

---

\* Les pourcentages élevés qui figurent dans le texte représentent la proportion des dépenses publiques totales par rapport au revenu national net. Mais il est fait appel à d'autres ressources que celles qui font partie du revenu national net: à l'intérieur, des capitaux jusqu'alors investis et des fonds de roulement sont libérés; à l'extérieur, on peut se procurer des ressources par la vente d'or et de valeurs mobilières étrangères, par la mobilisation d'investissements à l'étranger, par l'imposition à d'autres pays de contributions pour frais d'occupation, etc. Le fait que les dépenses publiques représentent plus de 70% du revenu national ne signifie pas que la part de la consommation privée soit inférieure à 30%. On a calculé qu'en Grande-Bretagne les dépenses totales du gouvernement central et des gouvernements locaux ont représenté pendant le dernier trimestre de 1940 67% du revenu national net, et la consommation 63%, soit au total 130%. 30% au minimum ont donc été couverts par des «désinvestissements», en premier lieu, semble-t-il, par l'utilisation d'actifs en dollars.

devant les événements. On redoute une nouvelle hausse verticale des prix qui pourrait provoquer une inflation désordonnée, comme en ont connu un certain nombre de pays d'Europe à la suite de la dernière guerre, ou être suivie d'une déflation ruineuse, source de lourdes pertes pour les entreprises et d'une crise générale de chômage dont les conséquences, du point de vue social, ne seraient pas moins dangereuses. On a compris qu'il faut faire preuve aujourd'hui de plus de prévoyance si l'on veut éviter la répétition de calamités semblables, et c'est cet état d'esprit qui explique, au moins en partie, les lourds impôts dont sont frappés de si nombreux pays, le contrôle des prix de vente et des prix de revient, le rationnement des articles essentiels et, d'une manière générale, la mise en œuvre plus rapide dans tous les domaines d'une véritable économie de guerre. Il faut dire, toutefois, que si telle est la note prédominante, on trouve dans certains milieux lourdement endettés, surtout dans les milieux agricoles, des gens qui sont enclins, sinon à souhaiter ouvertement, du moins à accepter sans répugnance un mouvement d'inflation qui ferait monter les prix de leurs produits et contribuerait par là à alléger le poids de leurs dettes, ces dettes étant elles-mêmes dans certains cas un vestige des excès spéculatifs constatés pendant et après la dernière guerre.

En ce qui concerne la couverture de l'augmentation des dépenses publiques, tout le monde, sauf peut-être dans certains milieux à tendance inflationniste, est d'accord pour estimer qu'il faut couvrir par l'impôt la plus grande partie possible des dépenses. C'est en effet le mode de financement qui comporte le moindre danger d'inflation et qui permettra de résoudre au mieux les difficiles problèmes que posera, après la guerre, l'existence de lourdes dettes improductives. Toutefois, aucun pays n'a pu ou n'a voulu imposer des charges fiscales suffisantes pour couvrir plus qu'une partie des dépenses toujours croissantes de la période d'exception actuelle. Sans sous-estimer la résistance tant politique que psychologique que rencontre l'établissement de nouveaux impôts à taux élevé et, par suite, la tentation à laquelle sont exposés les hommes d'État intéressés de s'engager dans la voie où ils se heurtent à la moindre résistance, il faut observer qu'en période de tension financière, l'État doit puiser à toutes les sources. L'emprunt est le meilleur moyen d'attirer à la fois l'épargne proprement dite et les capitaux flottants résultant du fait qu'une partie des fonds normalement placés sous forme de capitaux fixes (construction, outillage, etc.) et des fonds de roulement (marchandises en cours de fabrication ou en stock) devient alors disponible. Il est de fait que des deux pays dans lesquels les augmentations d'impôt ont été les plus efficaces — l'Allemagne et la Grande-Bretagne — la première couvre un peu plus et la seconde un peu moins de 40 % des dépenses totales, militaires et autres, au moyen des

recettes ordinaires, le surplus étant couvert par les emprunts à long et à court terme et par l'utilisation de ressources extérieures. D'après les derniers chiffres publiés (dont l'exactitude ne peut être en tous cas qu'approximative), le rendement des impôts tant centraux que locaux atteint en Allemagne 35 % du revenu national net; en Grande-Bretagne 30 %; aux Etats-Unis et en Suède 22 %; en Suisse 20 %; enfin, en Italie 25 % pour les impôts de l'Etat seulement. Des efforts beaucoup plus grands que pendant la guerre de 1914—1918 ont été faits pour relever le rendement des impôts. Sur les revenus importants, le contribuable paie souvent de 70 à 80 % et les revenus des capitaux sont souvent assujettis à des taux plus élevés encore. Dans des cas exceptionnels, lorsque les impôts atteignent un niveau si élevé que le contribuable ne peut s'en acquitter sur son revenu courant et doit avoir recours à ses réserves, il peut même arriver que l'impôt devienne lui-même un facteur d'inflation. Les bénéficiaires de guerre sont d'une manière générale soumis à des taux très lourds, le principe — généralement appliqué d'ailleurs d'une manière plus stricte aux entreprises industrielles qu'aux autres professions — étant que nul ne doit profiter de la guerre. Il suffira d'un coup d'œil jeté sur la distribution des revenus particuliers dans une société moderne, telle qu'elle ressort des tableaux suivants, pour comprendre que les revenus provenant de l'intérêt des capitaux et des dividendes des entreprises ne peuvent supporter à eux seuls toute la charge résultant de l'accroissement des dépenses publiques.

Allemagne: Répartition des revenus particuliers<sup>1)</sup> (en pourcentage).

En % du revenu total	Agriculture et forêts <sup>2)</sup>	Commerce, artisanat et professions libérales	Traitements et salaires	Intérêts et dividendes	Loyers de maisons d'habita- tion, etc.	Pensions de retraite, etc. <sup>3)</sup>
1913	13,1	21,1	47,5	13,1	2,0	3,2
1929	7,5	16,0	58,5	4,4	1,2	12,4
1937	8,4	17,9	57,7	4,2	1,4	10,4

<sup>1)</sup> Non compris les revenus des collectivités publiques, les revenus non distribués des sociétés, la contribution des patrons aux assurances sociales, etc.

<sup>2)</sup> Revenus des agriculteurs, y compris la valeur locative de leurs propres habitations.

<sup>3)</sup> Pensions de retraite des fonctionnaires, pensions de vieillesse, pensions de guerre, secours de chômage et autres allocations au titre des assurances sociales.

Etats-Unis: Répartition des revenus de la production privée  
(en pourcentage).

En % du revenu total	Traitements et salaires	Revenu des entreprises <sup>*)</sup>	Dividendes	Intérêts	Loyers nets et droits d'auteur
1913	61,1	24,5	7,6	4,2	2,6
1929	66,7	19,0	8,4	3,8	2,1
1937	68,0	20,2	7,8	2,2	1,7

<sup>\*)</sup> Y compris les revenus des agriculteurs, des petits commerçants indépendants, des artisans, etc.



Étant donné que les traitements et salaires constituent la part de beaucoup la plus importante et relativement constante du revenu national, la réduction des dépenses privées, contrepartie nécessaire de l'accroissement des dépenses publiques, ne peut pas ne pas affecter la situation des salariés de toutes catégories. Un des faits caractéristiques de ces dernières années est l'introduction de taxes sur le chiffre d'affaires dans les pays qui autrefois s'opposaient à cette forme d'imposition à cause des répercussions qu'elle peut avoir sur le volume des affaires et de la charge qu'elle fait peser sur la masse des consommateurs. Actuellement, ces objections ont perdu de leur valeur et ces inconvénients peuvent même être considérés, dans une certaine mesure, comme des avantages positifs : la réduction des achats du public est maintenant un phénomène souhaitable et, pour ce qui est de la justice fiscale, il convient de noter que les dépenses de première nécessité, l'achat par exemple de certaines catégories de denrées alimentaires, les petits loyers, etc., sont en général exemptées de la taxe ; d'ailleurs, si l'on considère le système fiscal dans son ensemble, on constate que la part contributive des classes aisées augmente du fait de la progression rapide des impôts directs. En Allemagne, la taxe sur le chiffre d'affaires, introduite pendant la guerre 1914—1918, est maintenant de 2%, et comme cet impôt s'applique en principe aux différents stades de la fabrication, il atteint probablement, en moyenne, 6% du prix de vente au consommateur. Un mode de perception semblable est en vigueur en Italie où le taux est fixé à 2%, mais où la charge réelle atteint probablement 5% du prix de vente au consommateur des marchandises soumises à la taxe, et aux Pays-Bas où le taux est également fixé à 2%. La France applique une taxe variant de 2 à 10%, perçue une seule fois. En Grande-Bretagne également, la taxe est perçue en une fois et le taux en est fixé à 16<sup>2</sup>/<sub>3</sub>% pour les marchandises courantes (dont un grand nombre sont toutefois exemptées) et à 33<sup>1</sup>/<sub>3</sub>% pour les articles de luxe, la taxe étant calculée sur les prix de détail. Le même système de perception unique est en vigueur en Suède où le taux de l'impôt est fixé à 5%, en Finlande où il varie de 4 à 11%, au Danemark où

**Taxe sur le chiffre d'affaires et revenu national.**

Pays	Unité monétaire	Rendement de la taxe sur le chiffre d'affaires	Revenu national	Rendement par rapport au revenu national
		millions	millions	%
Allemagne . . . . .	RM	3.500	100.000	3,5
Grande-Bretagne . . .	£	70	5.600	1,3
Italie . . . . .	Lire	4.500	125.000	3,6
Suède . . . . .	Cour.	200	11.000	1,8
Suisse . . . . .	Franc	35	8.200	0,4

il est de 11%, mais plus élevé pour les articles de luxe. La Suisse a décidé d'appliquer une taxe de 2% perçue en une seule fois. Le rendement de la taxe sur le chiffre d'affaires est en général très élevé et on peut considérer qu'il sert en partie à compenser la diminution de rendement des droits de douane, provoquée presque partout par la réduction du commerce extérieur.

Lorsque l'Etat emprunte pour faire face à des dépenses que l'impôt ne suffit pas à couvrir, il peut utiliser, sans pour cela recourir à des méthodes inflationnistes, les ressources suivantes:

1) Il peut drainer l'épargne volontaire qui ne comprend pas seulement les montants économisés par les particuliers sur leurs revenus courants, mais encore les réserves faites par les sociétés industrielles et commerciales, et les personnes morales de droit public et autres qui accroissent leurs capitaux au moyen de prélèvements sur leurs recettes courantes. L'importance des réserves faites par les sociétés ressort du fait que, d'après les calculs de Colin Clark, près des trois quarts des 305 millions de livres sterling d'argent frais placés en Grande-Bretagne en 1935 provenaient des bénéfices non distribués de sociétés. L'importance de l'épargne est très variable suivant les pays; elle atteint par exemple, en temps normal, le taux élevé de 15 à 18% du revenu national en Suisse, tandis qu'elle n'atteint probablement que 7% en Hongrie et même un taux plus faible encore dans certains pays de l'Amérique Latine. Il va de soi que dans l'intérêt général, l'épargne volontaire doit être plus considérable en temps de guerre: c'est pour l'intensifier que les gouvernements rationnent la consommation, fixent un maximum aux dividendes, font appel au patriotisme et mettent en œuvre d'autres formes de propagande. L'élément de contrainte, sociale ou autre, qu'impliquent ces mesures a généralement contribué à porter le volume de l'épargne très au-dessus des niveaux du temps de paix. On a introduit dans le budget anglais de 1941—1942 un système d'«épargne forcée»: les «abattements à la base» (antérieurement défalqués du revenu servant de base au calcul de l'impôt) ont été réduits, mais le montant de la majoration fiscale qui en résulte sera, après la guerre, porté au crédit du contribuable dans une caisse d'épargne postale.

2) Il existe encore une autre source à laquelle l'Etat peut puiser, partiellement au moins, par le moyen de l'emprunt: ce sont les montants régulièrement mis en réserve par les entreprises de tous ordres, soit pour amortir la dépréciation des capitaux investis, soit du fait de la réduction des stocks. On peut se faire une idée de l'importance des sommes ainsi mises en réserve d'après l'évaluation suivante de la formation de nouveaux capitaux en Suède au cours de 1938 (chiffres bruts et chiffres nets).

Suède: Formation de nouveaux capitaux en 1938.

En millions de couronnes suédoises	Accroissement au cours de l'année	Dépréciation	Accroissement net
Constructions . . . . .	1.417	290	1.127
Moyens de transport . . .	314	111	203
Outillage et inventaire . .	889	533	356
Total . . . . .	2.620	934	1.686

En Suède, le revenu national net a été en 1938 d'environ 11 milliards de couronnes suédoises; l'administration publique en a absorbé environ 1 milliard, la consommation privée environ 8,3 milliards et l'accroissement net des bâtiments et autres capitaux investis presque 1,7 milliard, tandis que les amortissements pour dépréciation de ces mêmes capitaux (amortissements qui viennent en supplément du revenu national net) se sont élevés à plus de 900 millions, comme il ressort du tableau ci-dessus. Il va de soi que le montant des provisions d'amortissement ne peut pas être mis dans sa totalité à la disposition du Trésor; un grand nombre d'entreprises (même parmi celles qui ne sont pas des industries de guerre) doivent entretenir ou même accroître leurs installations et leurs stocks. Il est néanmoins probable qu'un grand nombre d'entre elles remettront à plus tard leurs dépenses d'entretien et même de réparation; on a des raisons de croire que dans un grand nombre d'entreprises les amortissements ont, depuis la guerre, dépassé les limites normales, en prévision de pertes exceptionnelles ou d'achats plus considérables d'outillage nouveau et pour constituer des réserves cachées en vue de charges éventuelles.

En ce qui concerne les fonds de roulement, il est difficile de calculer par des statistiques les variations des stocks de marchandises, mais il est notoire que ces stocks ont été réduits dans de nombreux pays d'Europe depuis le début de la guerre, faute surtout de moyens de les reconstituer; de cette manière également se créent des liquidités qui peuvent être placées en fonds d'Etat. Après la guerre, les propriétaires des sommes ainsi détournées de leur emploi antérieur chercheront en général à reconstituer leurs actifs investis ou de roulement. A l'heure actuelle, ils peuvent donc rechercher surtout les placements offrant de sérieuses garanties de liquidité, et les gouvernements s'efforcent naturellement de leur offrir des placements conformes à leurs désirs.

3) En troisième lieu, le Trésor peut avoir recours aux avoirs étrangers, qu'ils soient déjà disponibles sous la forme de réserves monétaires, ou que l'Etat les obtienne en mobilisant les valeurs mobilières étrangères que ses

nationaux ont en portefeuille et leurs investissements directs à l'étranger, ou bien encore en se faisant ouvrir des crédits à l'étranger. Dans un certain nombre de pays, les gouvernements ont directement emprunté à la banque centrale pour se procurer l'or ou les devises étrangères dont ils avaient besoin pour payer leurs achats à l'étranger; ce mode d'emprunt n'implique pas une véritable inflation puisqu'il n'accroît pas le volume du pouvoir d'achat sur le marché national.

En dehors des crédits étrangers et de l'aide provenant de l'extérieur sous d'autres formes, les gouvernements ne peuvent utiliser les ressources de l'étranger que dans la mesure où le leur permettent leurs réserves d'or et de devises étrangères et les placements étrangers réalisables qu'ils peuvent acquérir. Leurs emprunts sur le marché national ne sont pas aussi strictement limités. On dit parfois qu'en temps de guerre aucun gouvernement n'a jamais été arrêté par les difficultés financières. Cela signifie que les gouvernements ont toujours la ressource de s'adresser à leurs propres banques pour obtenir d'elles les avances nécessaires à la couverture de leurs dépenses. On dit souvent, en effet, que la « création de crédit » par la banque centrale et les banques privées constitue une ressource financière spéciale qui s'ajoute à l'épargne volontaire et aux montants retirés des capitaux investis et des fonds de roulement. Comme ce sont les banques privées qui dans la plupart des pays, belligérants ou non, souscrivent la majeure partie des emprunts d'Etat, il est important d'examiner, au moins brièvement, la nature de ce mode de financement.

Lorsque le gouvernement emprunte les fonds dont il a besoin auprès des particuliers ainsi que des établissements tels que les caisses d'épargne et les compagnies d'assurances, les souscripteurs de ces emprunts mettent à la disposition du gouvernement leur pouvoir d'achat représenté par des billets ou par des dépôts en banque. Au fur et à mesure que le gouvernement dépensera les sommes empruntées par lui, les billets et les dépôts en banque qui lui ont été prêtés seront remis à la disposition du public, mais en dernière analyse cet emprunt contracté par l'Etat n'aura pas pour effet d'accroître le montant des billets en circulation, pas plus que le volume des dépôts en banque. Si, au contraire, le gouvernement emprunte directement aux banques privées, le volume des dépôts du public dans ces banques aura tendance à s'accroître dès que l'Etat paiera ses achats avec les fonds empruntés et dans la mesure de ses paiements. Il est probable également que le montant des billets en circulation accusera quelque augmentation, l'emprunt n'ayant pas contribué à réduire le volume des billets et des dépôts qui sont déjà entre les mains du public. S'il est



de cette activité. L'accroissement des disponibilités du public représente dans ce cas une forme d'épargne proprement dite, qui ne tient en rien de l'inflation. Au début d'une guerre, lorsqu'on demande à la nation de concentrer tous ses efforts sur l'augmentation de la production, une telle expansion peut se produire. Le Professeur A. C. Pigou admet\* que d'août 1939 à août 1940 l'expansion monétaire «justifiée» a été en Grande-Bretagne de 5 à 10 %. Toutefois, l'expérience acquise lors des guerres précédentes permet de prévoir que, à mesure que la guerre se prolongera, que les hommes seront mobilisés en plus grand nombre et que de nouvelles entraves seront mises au commerce extérieur, le volume de la production aura tendance à diminuer plutôt qu'à s'accroître; à partir de ce moment, il n'y aura plus de place pour une expansion saine de la circulation justifiée par l'accroissement de l'activité économique.

L'exemple que nous venons de donner n'exclut pas d'autres possibilités d'accroître la circulation au moyen d'emprunts contractés auprès des banques privées, sans qu'il y ait pour cela inflation. Ces banques constituent non seulement un des éléments du système monétaire, en ce sens qu'elles fournissent la base même du moyen de paiement que représente le chèque, mais elles remplissent encore les fonctions de caisses d'épargne et permettent, à ce titre, de canaliser une partie des sommes économisées par le public pour les prêter à l'industrie et au commerce ou encore à l'État. Un exemple fera peut-être mieux comprendre ce processus. Supposons qu'un particulier qui touche son traitement sous forme de billets économise un billet de 100 francs et le verse à son compte d'épargne auprès d'une banque privée: les engagements (dépôts) et les actifs (espèces sous la forme de billets) de la banque sont immédiatement accrus. Si maintenant la banque en question prête 100 francs à l'État, en d'autres termes si elle reçoit en échange de son billet un titre d'État, il ne fait aucun doute que ce prêt représente la contrepartie de l'épargne proprement dite confiée à la banque. Si, au contraire, la personne en question reçoit son traitement sous la forme d'un virement à son compte en banque et que son épargne résulte simplement du fait qu'elle s'est abstenue de prélever sur son compte la somme économisée, cette épargne n'entraîne pas un accroissement immédiat des engagements et des actifs des banques. Le seul moyen pour les banques de tirer parti de l'épargne qui leur a été confiée du fait de l'abstention de leurs clients est d'ouvrir un crédit sous la forme d'avances ou d'achat de valeurs mobilières; ces deux opérations, en tant qu'elles impliquent une augmentation nette du chiffre d'affaires des banques, ont pour effet de provoquer une augmentation des dépôts, sinon immédiatement, du moins au moment où les facilités de crédit seront utilisées.

---

\* Dans un article paru dans le numéro de décembre 1940 de l'«Economic Journal».

Ainsi, les dépôts ne se trouvent pas augmentés au moment où la somme est épargnée, mais au moment où elle est employée à la suite des placements faits par les banques. La différence technique qui existe entre les deux cas, selon que le paiement est fait ou non en billets, n'affecte en aucune façon la nature même de l'origine des fonds, le prêt consenti par la banque et le placement fait par elle représentant dans les deux cas la contrepartie de l'épargne qui lui a été confiée. L'action des banques est nécessaire pour entretenir un courant régulier de pouvoir d'achat et l'accroissement des dépôts ne constitue donc pas dans ce cas un phénomène d'inflation.

Il est probable qu'en temps normal le montant des dépôts d'épargne proprement dite, dans les banques anglaises par exemple, est relativement stable, mais il se peut qu'en temps de guerre le public modifie considérablement ses habitudes. Dans certains pays continentaux, l'Allemagne par exemple, le rôle des banques dans l'absorption de l'épargne est pratiquement très important. Il est évident que lorsque l'économie est soumise à un régime de contrôle très étendu, la contrainte a une certaine part dans la manière dont l'épargne est confiée aux banques. Quand un gouvernement paie ses achats avec des fonds qu'il a empruntés aux banques, le pouvoir d'achat supplémentaire ainsi mis par lui en circulation incite normalement le public à faire de plus grandes dépenses, ce qui aurait pour conséquence d'abord de réduire les stocks de marchandises existants, puis d'accroître les importations et de provoquer un relèvement des prix. Un système judicieux de rationnement et un contrôle sévère du commerce extérieur et des prix peuvent, dans une large mesure, neutraliser ces effets; l'interdiction pure et simple des achats oblige, dans une certaine mesure, les particuliers à réduire leurs dépenses, donc à faire des économies. Si, d'autre part, toute une série de restrictions (interdiction de construire des maisons d'habitation, etc.) limitent rigoureusement les occasions offertes aux particuliers de faire des placements, ceux qui bénéficient de suppléments de revenus n'ont d'autre ressource que d'acheter des titres d'Etat ou de déposer leur argent dans un établissement de crédit, qui sera en général une banque. Pour qu'un système dans lequel le rationnement devient pour ainsi dire un facteur de politique monétaire puisse être appliqué avec succès, il faut qu'un contrôle rigoureux des salaires, des prix et des placements ait été établi au préalable et que l'activité de la production soit maintenue à un niveau permettant de fournir les quantités de marchandises correspondant au niveau de consommation autorisée.

Il est toujours difficile de déterminer dans quelle mesure ces conditions sont remplies dans un pays donné. Il n'est pas douteux que plus le volume des dépôts disponibles à tout moment sous la forme de pouvoir potentiel d'achat

s'accroît, plus la tension est susceptible de s'accuser entre la demande et l'offre courante de marchandises, et plus grande doit être la confiance dans l'efficacité du contrôle et dans la discipline du public en général. Dans les pays dont le «secteur libre» est encore très étendu et dans lesquels, par conséquent, le système en vigueur ne stérilise pas, plus ou moins automatiquement, le pouvoir d'achat créé par les emprunts que le gouvernement contracte auprès des banques privées, il est probable que l'augmentation incessante du volume des dépôts, qui ne peut être que partiellement neutralisée par l'accroissement des fonds inactifs déposés dans les banques, aura tendance à provoquer une inflation. Dans un rapport spécial fait au Congrès et portant la date du 31 décembre 1940, le Conseil des gouverneurs du Système de Réserve Fédérale, les présidents des banques de Réserve Fédérale et le Conseil Consultatif Fédéral ont, entre autres, recommandé que «le financement des dépenses ordinaires de l'Etat et des besoins extraordinaires du programme de défense nationale soit couvert par des prélèvements sur le volume considérable des dépôts existants plutôt que par l'achat de titres d'Etat par les banques, qui aurait pour effet de créer de nouveaux dépôts».

Qu'arrive-t-il si l'expansion de crédit est de nature à provoquer nettement une tendance à l'inflation? Il va de soi que les banques privées peuvent difficilement déterminer jusqu'à quel point l'épargne leur est confiée dans les conditions indiquées ci-dessus. Si les épargnants transfèrent à un compte d'épargne les fonds de leur compte courant, ceci constitue pour les banques un indice utile, mais nombreux sont ceux qui laissent dormir pendant des années leurs économies dans leur compte courant. En général, on constate une réduction dans les mouvements des comptes de dépôt quand l'épargne augmente, mais, en période de crise, ces indications mêmes peuvent perdre de leur valeur.

Un «impôt» d'une nature spéciale est pour ainsi dire levé sur le public lorsque le volume du pouvoir d'achat actif augmente du fait des emprunts du Trésor auprès des banques privées, donnant lieu à une hausse des prix. Les détenteurs de billets ou d'autres moyens de paiement recevront, au moment où ils les dépenseront, moins de marchandises ou de services qu'ils n'en auraient reçus au moment où ils les ont gagnés. De plus, les salaires et les traitements sont généralement en retard sur la hausse des prix; le changement qui s'opère ainsi dans la répartition des revenus aura, en général, pour effet de gonfler les bénéfices des entreprises industrielles qui sont assujetties à des impôts élevés et provoquera un accroissement considérable de l'épargne, par suite de la non-distribution d'une partie des bénéfices, due parfois à une



limitation légale des dividendes. Pour ces diverses raisons, une certaine tendance à l'inflation peut aider le Trésor à couvrir de lourdes dépenses et faciliter également le transfert de la main-d'œuvre aux entreprises capables de payer des

**Grande-Bretagne :**  
Bénéfices réalisés par 2.260 sociétés.

En millions de £ sterling	Situations en		Différence en %
	1939	1940	
Bénéfice total . . . . .	377	411	+ 9,0
Dépréciation ** . . . . .	161	203	+ 26,4
Bénéfice net . . . . .	216	208	- 3,8
Dividende des actions privilégiées . . . . .	*	47	—
Dividende des actions ordinaires . . . . .	*	126	—
Versement aux réserves libres	*	35	—

Source : The Economist.

\* Le chiffre n'en a pas été publié séparément.

\*\* Quand elle est publiée séparément, intérêts sur les dettes et autres charges (impôts compris).

salaires plus élevés. En Grande-Bretagne, ainsi qu'il ressort du tableau, les bénéfices des sociétés ont augmenté de 9% de 1939 à 1940, mais les bénéfices nets ont diminué de 3,8% en raison surtout de majorations de taxes et d'amortissements plus élevés. Mais si l'augmentation de la circulation monétaire est trop brusque et si la masse des salariés réussit à obtenir un réajustement rapide de ses revenus, le cercle vicieux de la hausse des prix

de revient et des prix de vente ne tarde pas à se produire et, s'il dégénère en inflation incontrôlable, il peut provoquer une désorganisation quasi totale du système économique et financier. Ceux qui ne dépenseront pas immédiatement leurs revenus subiront de ce fait de lourdes pertes, et la volonté d'économiser en sera ébranlée. La partie des dépenses de l'État couvertes par les impôts directs s'amenuisera de plus en plus, ces impôts étant établis sur les revenus d'une époque antérieure calculés en unités monétaires de valeur plus élevée. Ces dangers et d'autres encore sont bien connus, et c'est pourquoi il est important de ne recourir qu'avec la plus grande modération à des procédés de nature inflationniste pour financer les dépenses publiques.

Il ne suffit pas, pour éviter l'inflation en période de lourds déficits budgétaires, que le volume de l'épargne soit adéquat. Il faut encore prendre des mesures pour que cette épargne ne serve qu'à couvrir les besoins de l'État. On peut, à cet effet, contrôler les placements privés; ce contrôle a été institué dans un certain nombre de pays dans lesquels, par exemple, nul ne peut sans autorisation spéciale construire des maisons d'habitation et d'autres édifices, et ces autorisations ne sont accordées que dans des cas exceptionnels. L'industrie du bâtiment joue un rôle particulièrement important dans l'emploi de l'épargne puisqu'elle immobilise une grande partie des capitaux et peut, en temps normal, absorber la moitié ou plus de l'épargne annuelle (voir à ce sujet le tableau concernant la Suède, p. 13). Dans les pays où

n'a pas été mis en œuvre un système de contrôle étendu, la contraction des placements privés peut, dans une certaine mesure, être obtenue presque automatiquement. Depuis le début de la guerre, le coût de la construction a augmenté dans la plupart des pays (en Suisse, par exemple, la hausse jusqu'à la fin de 1940 a été d'environ 20 %); on éprouve certaines difficultés à se procurer les matières premières nécessaires (le fer notamment), et les taux d'intérêt des emprunts hypothécaires se sont souvent raffermis alors même que l'intérêt n'a guère varié pour les crédits consentis à l'Etat. Il en est résulté un ralentissement d'activité dans la construction privée de maisons d'habitation, et ce ralentissement a même été brutal dans certains pays. En Suisse, cette activité a diminué de 50 % entre l'automne de 1938 et l'automne de 1940, et en Suède de plus de 80 %.

Quant à l'emploi que le public fait de ses capitaux liquides, il est très important de veiller à ce que la menace d'une hausse continue des prix des marchandises ne l'amène pas à rechercher les «valeurs réelles» (maisons, actions, etc.) plutôt que les placements exprimés en unités monétaires. Bien que des mesures financières ne puissent à elles seules prévenir une hausse des prix, les gouvernements s'efforcent naturellement de choisir les modes d'emprunt qui offrent les meilleures garanties contre une expansion excessive du pouvoir d'achat représenté par la monnaie. L'emprunt contracté directement auprès de la banque centrale risque d'être particulièrement dangereux puisqu'il accroît non seulement le volume des fonds dont dispose le public, mais augmente également la liquidité du système de crédit tout entier. Si l'emprunt contracté auprès des banques privées accroît le volume des dépôts dont le public est titulaire, les conséquences de cet accroissement peuvent être atténuées, comme nous l'avons vu plus haut, dans la mesure où des fonds d'épargne proprement dite reviennent aux banques. D'autre part, quand l'Etat réussit à vendre ses obligations tant aux particuliers qu'aux institutions (surtout aux compagnies d'assurances, trusts de placements, caisses d'épargne, etc.), non seulement son emprunt n'augmente pas le volume de la monnaie en circulation, mais les fonds dont dispose le public sont «immobilisés» et ne peuvent, par conséquent, être utilisés à d'autres fins. La plupart des gouvernements se sont efforcés de puiser aux diverses sources de l'épargne proprement dite et ont émis, à cet effet, un choix de valeurs mobilières adaptées aux besoins des différentes catégories d'épargnants, au lieu de compter surtout sur l'émission de «gros emprunts», comme ils l'ont fait en 1914—1918. Ils tiennent continuellement à la disposition des gros et des petits prêteurs des catégories spéciales de valeurs mobilières, dont les dates d'échéance, etc. sont également variées.

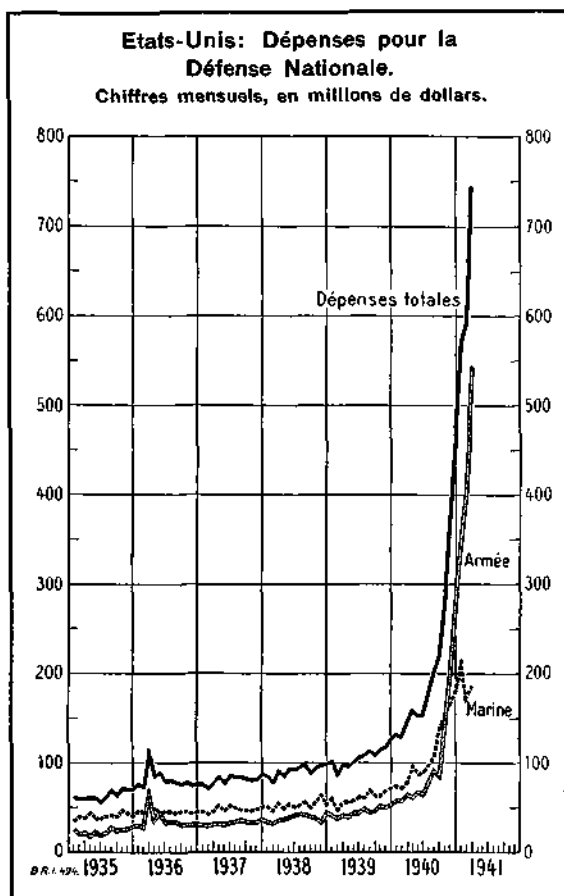
La question du taux d'intérêt qu'il convient d'offrir est beaucoup plus importante lorsqu'il s'agit d'émettre des emprunts à long et à moyen terme

que lorsqu'il s'agit de contracter un emprunt auprès des banques privées. Partout on a cherché à éviter un relèvement des taux d'intérêt pour permettre aux gouvernements d'emprunter au plus bas prix possible et aussi pour ne pas alourdir la charge des dettes anciennes, celle des dettes hypothécaires, par exemple. A une époque où l'on cherche à détourner les capitaux de leurs placements normaux pour les employer à la fabrication d'armements, quand les maisons, les installations industrielles, l'outillage et les stocks ne peuvent plus être entretenus ou remplacés que partiellement, quand les prix des marchandises ont augmenté dans la plupart des pays, tant et si bien qu'il est maintenant plus avantageux de posséder des biens réels que des créances financières — à condition, bien entendu, que la hausse des prix ait un caractère permanent — les taux d'intérêt ont probablement une tendance « naturelle » à se raffermir, comme il est arrivé pendant les périodes antérieures de guerre. Les banques centrales et les banques privées, qui sont en mesure d'accroître le volume des disponibilités liquides, peuvent, temporairement au moins, s'opposer à cette tendance. Mais est-il désirable, à une époque où les marchandises se font de plus en plus rares, de favoriser un accroissement de la liquidité? Pour être à même de répondre à cette question, il faut l'examiner à la lumière de la politique monétaire de chaque pays et du contrôle imposé à chaque économie nationale.

En temps de guerre, la politique financière a pour objet primordial de faciliter le transfert des ressources (en hommes, outillage et matières premières) vers les emplois qui permettent d'obtenir le rendement maximum de toutes les forces de la nation; et c'est parce qu'une mauvaise gestion financière — surtout si elle conduit à une inflation incontrôlable — est susceptible d'affaiblir ce rendement, qu'il faut attacher une grande importance aux questions financières, indépendamment de toutes considérations d'ordre économique et politique. Il faut néanmoins que la mobilisation économique puisse aussi compter sur d'autres forces que celles obtenues par un changement dans la demande monétaire. Dans la crise actuelle, l'organisation directe de la production, de la répartition et de la consommation a été poussée beaucoup plus loin que pendant la guerre de 1914—1918, ainsi que le prouvent les nombreuses mesures concernant le rationnement, la fixation des prix, la réglementation des exportations et des importations, le transfert obligatoire de la main-d'œuvre, le contrôle des placements, l'affectation des matières premières et l'établissement d'un ordre de priorité. Jamais encore dans l'histoire du monde moderne on n'a vu l'Etat pousser son intervention aussi loin qu'aujourd'hui; et il est également juste de dire que jamais encore cette intervention de l'Etat n'a été aussi efficace.

En Allemagne, le régime des interdictions, qui a été inauguré en 1936, a commencé par l'interdiction des hausses de prix et de salaires et a été complété au début de 1940 par une limitation légale des profits. Bien que ces mesures soient appliquées avec une certaine souplesse, elles ont eu pour effet, ainsi que l'a exposé le président de la Reichsbank (qui est en même temps ministre de l'économie nationale) dans le discours qu'il a prononcé à l'assemblée générale de la banque, le 12 mars 1941, que «les prix et les salaires ont cessé d'être un instrument pouvant servir à orienter la production». Au lieu de laisser à la pression économique le temps d'exercer lentement ses effets, les agents de l'Etat interviennent, notamment dans les pays belligérants, pour déterminer l'emploi des ressources productives et, si besoin est, pour concentrer la production dans les entreprises qui ont le plus fort rendement, supprimant ainsi le gaspillage et assurant les meilleurs résultats possibles. Dans un discours qu'il a prononcé le 4 mars 1941 à la Chambre des Communes, le président du «Board of Trade», par exemple, a fait savoir que la politique du gouvernement britannique consistait à «concentrer la production dans un plus petit nombre d'usines travaillant à plein rendement. La production de ces usines devra permettre de faire face aux commandes de l'Etat, à un commerce d'exportation aussi important que possible et aux besoins essentiels de la population, tout en obtenant le consentement des usines qui auront été fermées» (celles-ci reçoivent une compensation des entreprises autorisées à travailler à plein rendement, en vertu d'arrangements syndicaux appropriés).

Il est toutefois difficile d'établir le contrôle absolu de l'économie nationale jusque dans ses dernières ramifications. Il est en fait probable que dans la plupart des pays les variations relatives des prix et des rémunérations continuent à stimuler l'activité et à agir sur le volume de la consommation. En réalité, le contrôle des prix lui-même doit toujours être appliqué avec une certaine souplesse et, dans les pays qui ne sont pas effectivement en guerre, le «secteur libre» garde une importance considérable. Aux Etats-Unis, qui représentent plus de 40 % de la capacité industrielle du monde entier et tiennent une place de premier ordre dans la vie économique mondiale, rares sont encore les mesures de contrôle obligatoire prises sous la pression des circonstances, ce qui ne veut pas dire, bien entendu, que l'accroissement des dépenses d'armement n'affecte pas largement l'économie du pays. Il est certain que des dépenses aussi importantes que les dépenses actuelles ne seront pas sans apporter de profonds changements dans la situation économique des Etats-Unis et qu'elles exigeront une intervention plus grande du gouvernement par l'intermédiaire de la «Commission consultative auprès du Conseil de la Défense Nationale» et



du «Service de direction de la production» et leurs divers organismes annexes, tels que le «Comité des priorités». Mais le gouvernement n'a pas pris de nouvelles mesures de contrainte pour imposer les transferts de main-d'œuvre et de capitaux, ou pour interdire les hausses de salaires comme en ont adoptées tant de pays d'Europe. En mars 1941, le gouvernement a nommé un «Comité de conciliation de la défense nationale» afin de faciliter le règlement des conflits entre la main-d'œuvre et la direction des industries travaillant pour la défense nationale. Ce Comité ne peut intervenir qu'avec le consentement des intéressés. En avril 1941, on a établi en outre un «Service de contrôle des prix et de l'approvisionnement» pour empêcher les hausses de prix, en raison notamment de l'effet que peuvent

avoir sur les prix les fournitures croissantes de matières premières et de marchandises. En ce qui concerne le commerce extérieur, le gouvernement a décrété qu'un certain nombre d'articles de première nécessité ne pourraient plus être exportés sans licence et a pris des mesures favorisant les importations en vue de constituer des stocks de matières d'intérêt militaire ou autre; mais ces mesures n'affectent qu'indirectement l'économie intérieure.

Aux Etats-Unis, comme dans les autres pays, l'augmentation rapide des dépenses affectées à la défense nationale implique une orientation nouvelle des ressources vers une production qui n'accroît pas directement la richesse réelle du pays et ne contribue pas à en relever le niveau de vie, orientation essentiellement différente par conséquent de la recrudescence d'investissements qui caractérise les reprises économiques normales. A mesure qu'un plus grand nombre d'ouvriers trouvent à s'employer, et qu'ils fournissent un plus grand nombre d'heures de travail supplémentaires, les salaires et les bénéfices s'accroissent cependant, et, dans la mesure où cette augmentation des revenus n'est ni absorbée par les impôts, ni compensée par l'épargne, elle provoque une demande

accrue d'articles courants de toutes sortes. Grâce à la production nationale, qui est considérable, et aux importations des pays de l'Amérique Latine, qui disposent de stocks abondants, il semble qu'on ne devrait guère éprouver de difficulté à satisfaire une plus grande demande de denrées alimentaires aux Etats-Unis. Quant aux autres produits, on pourra se les procurer dans la mesure surtout où une meilleure utilisation de la main-d'œuvre et des matières premières permettra aux différentes branches de l'industrie de se développer. Entre l'été de 1939 et le printemps de 1941, le total de la production industrielle aux Etats-Unis a augmenté de 33%, l'augmentation étant de 50% dans la fabrication des produits durables (principalement des armements) et de 17% dans la fabrication des articles périssables (principalement des denrées de consommation). Dans toutes les branches principales de l'industrie, la production a, du fait de cette augmentation, dépassé le maximum atteint pendant l'été de 1929.

Dans un discours prononcé devant le «Conseil consultatif de l'industrie nationale» à New-York, le 28 novembre 1940, le président du Conseil des gouverneurs du Système de Réserve Fédérale a fortement insisté sur la nécessité d'accroître la production et en particulier de résoudre le problème d'«embouteillage» que pose l'insuffisance marquée de main-d'œuvre qualifiée et de certains outillages spéciaux. L'intérêt général exige, a-t-il dit, que patrons et ouvriers évitent les grèves et les lock-outs, qui arrêtent la production, et qu'ils évitent également de poursuivre des politiques de prix et de salaires qui, en donnant à craindre des hausses de prix, favorisent les achats anticipés et la constitution de stocks superflus; on ne saurait, à son avis, exagérer les dangers de cette forme d'inflation que provoquent, du côté patronal comme du côté ouvrier, les manœuvres à base de monopole: le danger immédiat pour l'économie est qu'une hausse indéfinie des prix dans certains secteurs ne rompe l'équilibre nécessaire entre eux et le reste de l'économie pour le plus grand dam notamment de l'agriculture, de la main-d'œuvre non syndiquée aussi bien que des petits rentiers et autres classes à revenu fixe.

Il n'est pas douteux que lorsque les autorités de Washington lancent ces avertissements, elles se souviennent des leçons tirées du «boom» éphémère de 1936-1937, pendant lequel des hausses rapides des salaires et des accroissements injustifiés des stocks ont provoqué dans certains secteurs des hausses des prix de revient et des prix de vente sans rapport avec l'augmentation du revenu national dans son ensemble. Jusqu'à présent, les prix des marchandises ont fait preuve d'une stabilité remarquable, surtout si l'on considère la pression à laquelle ils sont soumis de divers côtés. Une des raisons de cette stabilité réside sans aucun doute dans l'existence de stocks excédentaires pour un certain nombre de matières premières qui, contrairement à ce qui s'est passé pendant

la guerre de 1914—1918, n'ont pas été très demandées à l'étranger. En ce qui concerne les produits agricoles, la diminution des débouchés étrangers pour le coton, le tabac, le blé, la viande et les fruits a nécessairement provoqué une crise. Mais en dehors de l'aide apportée par le gouvernement, les pertes subies par l'agriculture du fait de la réduction de ses exportations seront évidemment compensées dans une certaine mesure par l'augmentation de la demande intérieure de produits laitiers et de basse-cour, de viande, de laine, de fruits et de légumes, et par l'adaptation de la production à cette demande, à mesure que l'exécution du programme de défense nationale augmentera les salaires payés dans tout le pays. Par ailleurs, une reprise marquée dans l'industrie pourra amener les ouvriers à quitter la terre et réduire de ce fait le nombre des personnes qui doivent vivre du travail agricole. Ce transfert de la main-d'œuvre agricole dans l'industrie réduira sans doute l'activité de la production agricole, ce qui apportera une solution au moins partielle au délicat problème de la crise agricole américaine, dans le sens des expériences déjà faites aux Etats-Unis dans des périodes antérieures de leur histoire (ainsi que l'ont montré les économistes attachés au Département de l'agriculture à Washington dans un rapport publié en janvier 1941).

En Europe, la mesure dans laquelle chaque pays peut couvrir ses besoins alimentaires avec sa propre production — question si importante en

**Production agricole des pays européens comparée à leurs besoins alimentaires.\***

En pour-cent de la consommation totale.

Grande-Bretagne . . . . .	25	Italie . . . . .	95
Norvège . . . . .	43	Espagne . . . . .	99
Suisse . . . . .	47	Tchécoslovaquie . . . . .	100
Belgique . . . . .	51	Estonie . . . . .	102
Pays-Bas . . . . .	67	Danemark . . . . .	103
Eire . . . . .	75	Pologne . . . . .	105
Autriche . . . . .	75	Yougoslavie . . . . .	106
Finlande . . . . .	78	Lettonie . . . . .	106
Grèce . . . . .	80	Bulgarie . . . . .	109
Allemagne		Lituanie . . . . .	110
(frontières de 1937) . . . . .	83	Roumanie . . . . .	110
France . . . . .	83	Hongrie . . . . .	121
Suède . . . . .	91	U. R. S. S. . . . .	101
Portugal . . . . .	94		

\* Extrait d'un tableau publié par l'Institut de conjoncture allemand en février 1939. Les évaluations ont porté sur la consommation en calories de chaque pays (généralement en 1937), ainsi que sur la proportion du total couverte par des importations ou donnant lieu à des exportations. Les chiffres inférieurs à 100 indiquent dans quelle mesure ces pays sont tributaires de leurs importations; les chiffres supérieurs à 100 indiquent, au contraire, l'excédent de denrées exportable. On notera que les évaluations sont faites en calories (énergie) et qu'il n'est donc tenu compte de la nécessité ni de denrées de «protection», ni d'un régime varié.

temps de guerre — varie grandement d'une région à l'autre, aussi n'est-il pas possible de traiter de cette question d'une manière générale. Pour la Grande-Bretagne, il s'agit littéralement d'«importer ou de mourir», puisque depuis près de cent ans son économie s'est développée en un sens qui l'a rendue largement tributaire pour son approvisionnement de ses importations de denrées ali-

mentaires en échange desquelles elle exporte ses articles industriels. Elle peut s'efforcer d'augmenter sa propre production, qu'on évalue pour 1939, avant l'ouverture des hostilités, à 25 % de ses besoins; elle peut aussi rationner sa consommation, mais vu la densité actuelle de sa population, elle ne peut arriver à se suffire à elle-même. Le continent européen (non compris la Grande-Bretagne et l'U. R. S. S.), considéré dans son ensemble, se suffisait largement à lui-même avant la guerre de 1939 en ce qui concernait certaines denrées alimentaires importantes, les céréales, la viande et les produits laitiers, mais il est important de noter que les ressources se répartissaient inégalement entre quatre groupes principaux de pays, à savoir: (a) les pays naturellement exportateurs qui se trouvent dans la région danubienne, où la récolte, bien que de faible rendement, produisait au total, notamment en ce qui concerne les céréales, des quantités constamment supérieures à leurs besoins intérieurs; (b) certains pays, comme l'Allemagne, l'Italie, la France et la Suède, qui, soit naturellement, soit par suite d'un effort dirigé, se suffisaient plus ou moins à eux-mêmes; (c) les pays spécialisés dans certaines productions, comme le Danemark et les Pays-Bas, qui, tout en étant exportateurs de denrées alimentaires en temps de paix, ne pouvaient cependant se passer d'importations considérables; enfin (d) les pays comme la Belgique et la Norvège, dont la production agricole ne couvrait qu'une très faible proportion de leur consommation.

Mais, même en temps de paix, il ne pouvait être question d'autarcie pour deux catégories importantes de produits alimentaires. A l'exception des Balkans et de l'Espagne, tous les pays continentaux d'Europe dépendaient plus ou moins de l'importation des denrées alimentaires d'origine animale, et, même quand ils pouvaient normalement s'approvisionner de fourrages à l'étranger, les graisses animales (beurre, lard, etc.) ne couvraient qu'une partie, la moitié peut-être, du total de leurs besoins d'huiles et de graisses. Hormis dans les pays méridionaux qui produisent de l'huile d'olive, la proportion de beaucoup la plus grande des huiles végétales était importée sous la forme de graines de soja et d'arachides, qui étaient ensuite broyées et raffinées.

L'Europe continentale a vu, en 1940, sa situation changer à d'importants égards en ce qui concerne son approvisionnement en vivres. L'U. R. S. S. a annexé environ 10 % de la superficie de l'Europe continentale, constitués en majeure partie de territoires agricoles. (En l'absence de statistiques régulières, il est difficile de dire dans quelle mesure cette perte a pu être compensée par un accroissement des exportations en provenance de la Russie.) La récolte de blé a été déficitaire dans la région danubienne; il en est résulté une énorme diminution des exportations de céréales en provenance de ces pays. La récolte de blé, dans toute l'Europe continentale, est tombée à peut-être 20 % au-dessous



des besoins normaux, les déficits étant irrégulièrement répartis. Enfin, il a fallu réduire le nombre des têtes de bétail, des porcs et des volailles, tantôt parce qu'on ne pouvait importer du fourrage, tantôt à cause de mauvaises récoltes dans certaines régions, tantôt enfin parce qu'il a fallu suppléer au déficit de la récolte de blé en utilisant directement l'orge et le maïs pour la consommation humaine. En conséquence, les exportations des principaux pays spécialisés dans l'industrie des produits laitiers ont diminué pendant les derniers mois de l'année.

La diminution du nombre des animaux vivants ressort des statistiques publiées au Danemark, pays où cette évolution a pris une importance particulière.

Danemark — Têtes d'animaux vivants.

En millions de têtes. Chiffre le plus rapproché de la fin de trimestre	Gros bétail	Porcs	Volailles
Juin 1939 . . . . .	3.271	3.127	32.398
Juin 1940 . . . . .	3.221	3.218	21.868
Mars 1941 . . . . .	2.976	1.825	8.055

Les porcs et les volailles ont été les premiers sacrifiés parce que leur consommation de grains fait directement concurrence à l'alimentation humaine et que ce cheptel pour-

ra être facilement reconstitué dès que la situation redeviendra normale; d'autre part, pour pouvoir continuer d'approvisionner la population en lait, que rien ne peut remplacer dans l'alimentation humaine, et en beurre, dont l'importance relative comme corps gras est encore plus grande que de coutume, il est très important que le nombre des vaches reste aussi élevé que possible. En ce qui concerne la consommation des corps gras, il convient également de mentionner ici les industries comme les fabriques de savon et d'explosifs, dont la demande de corps gras fait directement concurrence à celle de la consommation humaine.

Toute réduction dans la production des produits de laiterie et des œufs se traduit par une pénurie de denrées de « protection » (denrées en général périssables, qui ne peuvent donc être aisément emmagasinées et dont il est, pour cette raison, indispensable d'assurer l'approvisionnement courant), catégorie distincte des denrées qui fournissent l'énergie (calories) nécessaire au maintien de la vie humaine.

Le rationnement plus ou moins strict des vivres dans tous les pays d'Europe n'est pas nécessairement la preuve d'une pénurie immédiate, car on s'efforce partout de conserver des stocks. Une comparaison entre les rations allouées ne donne pas une idée exacte du manque relatif des denrées, car il faut faire entrer en ligne de compte l'importance des produits de substitution

et des denrées non rationnées, ainsi que les coutumes et les besoins, qui varient avec les climats.

La mauvaise récolte de 1940 a été une des causes de la hausse des prix de gros et du coût de la vie que l'on a constatée dans la plupart des pays d'Europe. Même avant la guerre, les prix des produits agricoles étaient dans une large mesure fixés officiellement; aussi les hausses qui ont été autorisées en 1940 étaient-elles destinées tantôt à indemniser les agriculteurs de la perte résultant pour eux du moindre rendement de leur exploitation, tantôt à stimuler la production. Mais les hausses de prix ont eu d'autres causes encore: le coût plus élevé des transports et, dans bien des cas également, les prix plus élevés demandés par les pays exportateurs, ainsi que le coût plus élevé de la production nationale de «produits de substitution» quand il n'a plus été possible d'importer les quantités nécessaires. Le tableau suivant montre la hausse des prix depuis le premier semestre de 1939 jusqu'à décembre 1940 et, lorsque nous disposons de statistiques, celle qui s'est produite durant la première partie de la guerre de 1914—1918.

Hausse des prix de gros.

Pays	Janvier-Juin 1914	Janvier-Juin 1939
	à Décembre 1915	à Décembre 1940
Allemagne . . .	+ 53 0/0	+ 4 0/0
Etats-Unis . . .	+ 9	+ 5
Canada . . . .	+ 9 *	+ 14
Afrique du Sud .	—	+ 16
Hongrie . . . .	—	+ 27
Bulgarie . . . .	—	+ 32
Suède . . . . .	+ 50	+ 46
Grande-Bretagne .	+ 48	+ 52
Suisse . . . . .	+ 25 *	+ 54
Danemark . . . .	+ 49 *	+ 74
Yougoslavie . .	—	+ 86

\* Moyenne annuelle de 1915 par rapport à 1913.

La composition des indices des prix varie grandement suivant les divers pays, aussi faut-il se garder de faire des comparaisons hâtives, et cela d'autant plus qu'à l'heure actuelle le calcul des variations des prix ne reflète qu'imparfaitement les changements survenus dans la qualité des produits. La même réserve s'impose lorsque l'on compare les mouvements des prix en 1939—1940 et ceux qui se

sont produits il y a vingt-cinq ans. L'Allemagne mise à part, on peut dire toutefois que les mouvements des prix qui se sont produits pendant les dix-huit premiers mois de la présente guerre ont approximativement la même ampleur que ceux de 1914—1915. Il a fallu souvent accepter de payer plus cher les produits venus de l'étranger pour assurer l'approvisionnement nécessaire à la consommation courante et à la constitution de stocks de réserve. Les statistiques du commerce extérieur montrent que les importations d'un grand

nombre de pays d'Europe ont atteint des chiffres records durant l'automne et l'hiver de 1939—1940; dans ces pays, la hausse des prix n'a certainement pas été due à une plus grande raréfaction des produits. Les revenus courants de la grande masse des consommateurs n'y avaient probablement que peu augmenté. Il semble, en effet, que l'ajustement des salaires n'ait pas dépassé, dans la plupart des pays, 50 % environ de la hausse du coût de la vie qui fréquemment, de son côté, s'est limitée à 50 % de la hausse des prix de gros. Il est probable qu'au début le public a couvert ses besoins accrus de liquidité, conséquence de la hausse des prix, en effectuant des prélèvements sur ses dépôts en banque (forme d'expansion contre laquelle les autorités monétaires ne possèdent guère de moyens d'action). Ensuite, les dépenses publiques couvertes au moyen d'emprunts à la banque centrale ou aux banques privées, ainsi que l'augmentation des bénéfices des agriculteurs et d'autres catégories de revenus (dont certains ne sont, il est vrai, mis en circulation que lentement) ont constitué, dans de nombreux pays, des facteurs importants d'expansion monétaire supplémentaire. La position dominante que les gouvernements ont acquise sur les marchés de l'argent et des capitaux ne laisse plus aux banques centrales que des moyens d'action très limités pour s'opposer aux tendances à l'inflation. On a souvent, dans le passé, soutenu qu'une bonne politique de crédit exigeait l'intervention des banques centrales pour freiner les fluctuations des prix: il fallait, disait-on, accorder de larges crédits à bon marché en période de baisse et appliquer la politique contraire en période de hausse. Durant la période actuelle de hausse, on semble moins préoccupé de renforcer l'action que pourraient exercer à cet effet les banques centrales que d'y suppléer par un vaste contrôle des prix et des placements. Mais il reste à savoir si, en poursuivant cette politique, il est possible de réduire le niveau des taux d'intérêt et le degré de liquidité au rôle de facteurs négligeables. Il n'est guère douteux, en tous cas, que plus le «secteur libre» tient de place dans une économie nationale, plus il est nécessaire dans la lutte contre l'inflation de se conformer aux règles de crédit les plus traditionnelles.

Pendant les premières années de la guerre de 1914—1918, la correspondance a été remarquable entre les mouvements des prix des marchandises et des cours de change suivant les parités de pouvoir d'achat des diverses monnaies. Au fur et à mesure que les restrictions sont devenues plus sévères, les frais de transport plus élevés et que des arrangements sont intervenus pour l'ouverture de crédits à l'étranger, l'entrée en jeu d'autres facteurs plus influents a rompu cet équilibre. Dans la crise actuelle, le commerce normal a été interrompu beaucoup plus rapidement que lors de la dernière guerre. De plus, des

systèmes de contrôle des devises, comportant la fixation de cours officiels, ont été d'une application si étendue qu'il n'y a plus guère eu de place pour des cotations libres sur le marché. Il est vrai que, pour certaines monnaies, des « cours libres » ont été cotés à côté du cours officiel, mais ces « cours libres » n'ont, d'une manière générale, été appliqués qu'à un nombre limité d'opérations et l'on ne peut, par conséquent, considérer que ces cotations s'appliquent à des échanges importants. Les cours officiels ont varié en 1940 par rapport au reichsmark, notamment dans les pays de l'Europe continentale. Ces changements ont été apportés pour rattacher les monnaies des pays occupés au cours officiel du reichsmark ou pour simplifier les relations de change dans les régions danubienne et balkanique. Pour qu'un clearing multilatéral puisse fonctionner normalement, il est indispensable que les pays qui participent à ce système appliquent des cours et des parités formant un ensemble cohérent. On a de plus en plus insisté, ces derniers temps, sur la nécessité de remplir un certain nombre d'autres conditions, sans l'existence préalable desquelles un clearing multilatéral ne pourrait fonctionner de façon satisfaisante. Un des vice-présidents de la Reichsbank allemande\* a souligné le fait qu'« une politique monétaire saine dans chacun des pays qui participent au clearing doit être à la base du système tout entier; la valeur internationale d'une monnaie étant toujours fonction de sa valeur intérieure, la stabilité des changes est impossible, à la longue, quand une politique monétaire malsaine à l'intérieur est de nature à provoquer une hausse des prix non contrôlée. C'est une règle essentielle que la circulation monétaire et le volume des marchandises doivent toujours rester dans un rapport approprié ».

La nécessité de cet équilibre fondamental et de tout ce que cet équilibre implique en matière économique et budgétaire est aussi impérieuse pour un clearing multilatéral que pour tout autre système de paiements internationaux, si l'on veut qu'il fonctionne normalement. Après 1918, tous les efforts tentés en vue de rétablir un étalon international qui ne soit pas fondamentalement vicié ont échoué; il est certain qu'il faut attribuer à cet échec, dont les causes sont diverses, la crise économique et monétaire qui a éclaté durant la période de 1929 à 1939. Une cruelle expérience a montré qu'on ne peut impunément négliger les principes de l'équilibre monétaire; il faudra se souvenir de cette leçon quand les relations monétaires, maintenant bouleversées par la guerre, seront reprises sur le plan international et redeviendront un facteur de la reconstruction d'après guerre.

\* Dans un article publié dans « Die Staatsbank » du 10 novembre 1940.

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

### 1. COURS DES CHANGES.

La situation des marchés des changes en 1940 a surtout été caractérisée par une nouvelle extension des réglementations officielles, généralement renforcées par une étroite surveillance du commerce extérieur. Des mesures ont été prises pour combler les lacunes des contrôles des changes existants; les marchés fonctionnant encore sur la base de «cours libres» sont devenus de plus en plus étroits à mesure que les paiements à l'étranger (commerciaux ou non commerciaux) étaient contraints de passer par la voie officielle. Les variations dans les cours des changes résultèrent ainsi moins des facteurs agissant sur les marchés que des mesures officielles prises délibérément et souvent à l'occasion de négociations commerciales. Dans les régions danubienne et balkanique, le manque d'uniformité dans les cotations des différentes monnaies, conséquence d'un système compliqué de primes et des dispositions diverses régissant la livraison des devises étrangères, fut éliminé dans une large mesure. Dans les territoires occupés par l'Allemagne, les cours des devises furent établis à un cours fixe plus ou moins voisin des cours officiels antérieurs. En Grande-Bretagne et dans les autres pays de l'Empire britannique, le contrôle des changes a été renforcé et de nouvelles conventions conclues avec certains centres de change étrangers; le résultat en fut que le cours de la livre sterling libre, qui s'était abaissé en mai 1940 à 20 % au-dessous du cours officiel, avait regagné à l'automne le terrain perdu.

Parmi les événements survenus hors d'Europe, il est intéressant de mentionner les mesures d'immobilisation prises aux Etats-Unis pour les avoirs d'un certain nombre de pays d'Europe occupés au cours des opérations de guerre ou dont, pour toute autre raison, le statut politique s'est trouvé modifié. La crainte d'une extension de ces mesures a provoqué des mouvements de capitaux assez considérables: en Suisse, par exemple, des devises pour près de 850 millions de francs suisses ont été vendues à la Banque Nationale par des capitalistes privés entre le milieu de juin 1940 et la fin de mars 1941. Dans les pays de l'Amérique Latine, les difficultés d'exportation continuent à limiter l'approvisionnement normal en devises étrangères et ont nécessité l'application de mesures de contrôle plus strictes. Dans certains cas, en Bolivie, au Pérou et au Venezuela, par exemple, ces difficultés ont été la cause de dépréciations nouvelles. La position de change de l'Argentine, du Brésil et du Mexique a été raffermie par un afflux considérable de capitaux venus de l'étranger, en quête,

les uns d'un refuge, les autres de nouvelles possibilités de placement, tandis qu'un certain nombre de pays de l'Amérique Latine ont reçu l'aide des Etats-Unis sous la forme de crédits que leur ont accordés la Banque d'Exportation et d'Importation ainsi que le Fonds de stabilisation des changes. Enfin, en Extrême-Orient, la persistance des hostilités a soumis les changes à une nouvelle tension: à l'automne de 1940, l'échange des marchandises et le transfert des fonds entre les différents pays du bloc-yan (Japon, Mandchoukouo et Chine septentrionale) ont été soumis à un contrôle rigoureux; en décembre 1940, une nouvelle banque centrale a été établie à Nankin avec droit d'émettre sa propre monnaie qui circule à Changhaï et dans d'autres régions, concurremment avec le yuan de Chungking (monnaie du gouvernement de Chiang Kaï Chek); après avoir subi une dépréciation de 25 %, pendant les quatre premiers mois de 1940, le yuan de Chungking est resté relativement stable jusqu'à la fin de l'année. En ce qui concerne le commerce entre le Japon et les Indes Néerlandaises, un accord est intervenu entre la Yokohama Specie Bank et la Banque de Java. En vertu de cet accord, conclu pour un an à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1941, mais qui peut être dénoncé avec un préavis de trois mois, les deux banques font des avances dans leur monnaie propre pour assurer aux exportateurs de ces deux pays des paiements rapides, tout solde devant être réglé de temps à autre en dollars des Etats-Unis. Dans plusieurs accords de clearing européens, on a également introduit des clauses d'après lesquelles les banques centrales sont tenues de faire des avances pour éviter les délais dans les paiements qui passent par les clearings. Ce sont là des exemples de l'importance grandissante de l'intervention des pouvoirs publics, lorsque les conditions ne permettent pas de recourir aux procédés ordinaires du crédit bancaire.

Le reichsmark doit sa prépondérance actuelle dans la structure monétaire du continent européen à l'importance relative plus grande que le marché allemand a prise pour le commerce de nombreux pays depuis que leurs relations commerciales avec les pays d'outre-mer ont été interrompues. Dans les pays situés à l'intérieur de la barrière allemande, plus de la moitié du commerce extérieur se fait avec l'Allemagne, et presque tous les paiements sont faits par voie de clearings. En vue de faciliter les transactions, des mesures ont été prises à Berlin pour développer le système de clearing dans le sens multilatéral. Les conventions conclues avec les pays danubiens et balkaniques offrent à cet égard un intérêt particulier.

La politique commerciale allemande s'est efforcée, surtout après 1933, d'intensifier ses relations commerciales avec les pays de l'Europe centrale et du sud-est, d'une part parce que ces pays étaient en mesure d'échanger

leurs produits agricoles et autres matières premières contre des articles industriels, et qu'on présumait, d'autre part, que même en cas de guerre, l'Allemagne pourrait maintenir son commerce avec ces pays. Les pays danubiens et balkaniques ne pouvant plus, par suite de la dépression mondiale, vendre que difficilement leurs produits agricoles en Europe occidentale, virent naturellement avec intérêt le marché allemand leur offrir des possibilités d'exportation à des prix relativement rémunérateurs. Leurs accords de clearing avec l'Allemagne se fondèrent au début sur les anciens cours de change. Mais on s'aperçut vite que les exportations à destination de l'Allemagne avaient tendance à excéder les importations et que ces pays se trouvaient disposer de temps à autre de soldes créditeurs qui, parfois, ont provoqué des réactions du cours du reichsmark sur le marché libre. Comme les pays danubiens et balkaniques avaient besoin de «devises» libres pour payer les matières premières qu'ils importaient d'outre-mer (textiles, produits coloniaux, etc.) et pour faire face au service de leurs dettes extérieures, ils laissèrent les devises libres faire prime tant à l'achat qu'à la vente, en vue de stimuler les exportations payables en ces devises. En conséquence, les cours de monnaies telles que le dollar, la livre sterling et le franc suisse ne correspondaient pas aux cours pratiqués pour le reichsmark; toute une variété de cours de clearing, dont les parités ne concordaient pas, étaient ainsi appliqués dans les différents pays danubiens et balkaniques.

Après l'ouverture des hostilités en 1939, une succession d'événements affectèrent la situation des changes. Le commerce avec la plupart des pays à «change libre» devint graduellement plus difficile; les prix des marchandises enregistrèrent une hausse dans les pays danubiens et balkaniques; la récolte fut généralement mauvaise en 1940 et, pour d'autres causes aussi, les exportations à destination de l'Allemagne eurent tendance à diminuer. D'autre part, on avait grand besoin des importations venant d'Allemagne et les soldes de clearing ne tardèrent pas à devenir favorables à ce pays. Des négociations poursuivies pendant le second semestre de l'année 1940 amenèrent, entre l'Allemagne d'une part, la Bulgarie, la Grèce, la Hongrie, la Roumanie et la Yougoslavie individuellement d'autre part, la conclusion de nouvelles conventions qui affectèrent les cours des changes.

Les résultats de ces négociations sont résumés dans le tableau de la page suivante.

Il ressort de la dernière colonne de ce tableau que la valeur du reichsmark est maintenant uniforme par rapport à la valeur-or (ou exprimée en dollars) des diverses monnaies des pays danubiens et balkaniques. Ce résultat a été atteint par des procédés divers:

1) En Bulgarie, le reichsmark est resté coté à son ancien cours de 32,50—33,00 leva, en vigueur depuis l'accord du 30 septembre 1932; mais la

**Cours des monnaies danubiennes et balkaniques  
par rapport au dollar et au reichsmark.**

Pays	Cours moyens* le 1 <sup>er</sup> juillet 1940			Cours moyens* le 1 <sup>er</sup> avril 1941		
	Cours du dollar	Cours du reichsmark	Disagio du reichsmark par rapport au dollar	Cours du dollar	Cours du reichsmark	Disagio du reichsmark par rapport au dollar
Bulgarie . . .	Lev. 112,05	Lev. 32,75	%	Lev. 102,34	Lev. 32,75	%
Grèce . . .	Dr. 151,25	Dr. 46,50	26,9	Dr. 151,25	Dr. 48,50	23,0
Hongrie . . .	P. 5,24	P. 1,62	22,8	P. 5,13	P. 1,66	19,2
Roumanie . .	Lei 214,81	Lei 49,50	42,4	Lei 191,30	Lei 59,50	22,2
Yougoslavie	Din. 55,00	Din. 14,80	32,7	Din. 55,00	Din. 17,82	19,0

\* Moyennes entre les cours de vente et d'achat, primes comprises.

prime permise pour les monnaies libres, autrefois de 35 %, fut ramenée à 25 % au maximum. Il est intéressant d'ajouter que la Banque Nationale de Bulgarie a convenu d'acquiescer la totalité des montants dus aux exportateurs bulgares dans le clearing avec l'Allemagne.

2) En Yougoslavie, au contraire, le cours des devises libres a été maintenu sans changement, mais le cours du reichsmark a été relevé de 14,80 à 17,82 dinars. Il a été décidé que l'ancien cours serait appliqué, à concurrence des deux tiers de leur montant, aux soldes en reichsmarks en compte de clearing déjà acquis par la Yougoslavie; les exportateurs yougoslaves bénéficiaient ainsi d'un cours de 15,80 dinars pour leurs créances existant déjà.

3) De même, en Grèce, le cours des devises libres n'a pas été modifié, mais le cours du reichsmark a été relevé de 46—47 à 48—49 drachmes.

4) En Hongrie et en Roumanie, on a appliqué une méthode mixte pour fixer le rapport désiré; d'une part, les cours des devises libres ont été réduits et, d'autre part, le cours du reichsmark a été relevé. Ainsi, en Hongrie, le cours du dollar a été ramené de 5,24 à 5,13 pengoe et celui du reichsmark a été relevé de 1,62 à 1,66 pengoe; en Roumanie, la prime sur le cours officiel du dollar a été réduite de 107 % à 90 % et le cours du reichsmark relevé de 49,5 à 59,5 lei. De cette manière, l'ajustement a été opéré au moyen de changements relativement minimes dans les cours. Le commerce avec les Etats-Unis, la Grande-Bretagne et les autres pays d'outre-mer ayant pour ainsi dire cessé, une valorisation modérée des monnaies nationales exprimées en dollars et en livres sterling ne présentait plus d'inconvénient. Dans les relations avec la Suisse, les possibilités de livraison des marchandises demandées constituaient un élément plus décisif pour le maintien des échanges commerciaux que de légers changements de prix ou de cours. Il convient



d'ajouter que le cours de 49 lei devait continuer d'être appliqué même après le 1<sup>er</sup> avril 1941 aux livraisons de pétrole roumain.

Dans quelle mesure les changements ainsi introduits dans la relation entre le reichsmark et les monnaies des États danubiens et balkaniques correspondaient-ils aux changements intervenus dans les niveaux respectifs des prix? Il serait difficile de le dire, étant donné que les indices des prix de gros ou du coût de la vie ne reflètent pas exactement les prix des marchandises comprises dans le commerce extérieur. Pour deux pays — la Bulgarie et la Yougoslavie — il existe des indices des prix à l'importation et à l'exportation qui ont évolué comme l'indique le tableau suivant.

Indices des prix des importations et des exportations.

Indices 1926 = 100	Bulgarie		Yougoslavie	
	Importations	Exportations	Importations	Exportations
1937 . . . . .	87	84	74	73
1938 . . . . .	80	100	71	76
1939 . . . . .	81	110	80	77
1940 novembre	127	126	128	136
décembre	128	127	137	142
1941 janvier .	130	118	139	151
février . .	130	113	142	157

Les chiffres font apparaître depuis le début de la guerre une hausse verticale des prix, aussi bien à l'importation qu'à l'exportation. En Bulgarie, la situation commerciale, favorable pendant les années 1938 et 1939, avait cessé de l'être à la fin de 1940, époque à laquelle le

rapport entre les prix présentait une similitude curieuse avec l'année de base 1926. La Yougoslavie, au contraire, paraît avoir profité des importantes demandes de l'étranger en métaux, minerais et produits agricoles divers à des prix plus élevés. Il semble qu'en 1940, les variations des prix aient été, dans toute l'Europe, orientées dans le sens d'une hausse plus accentuée pour les marchandises faisant l'objet du commerce avec l'étranger que pour les produits nationaux, dont les prix sont en général soumis à un contrôle plus strict. Du fait de cette divergence, les calculs habituels des «parités de pouvoir d'achat» sur la base des prix de gros perdent naturellement beaucoup de leur signification.

Dans les pays occupés par l'Allemagne, des mesures ont été prises à l'effet d'aligner le cours des monnaies respectives sur le cours officiel du reichsmark. En mars 1939, lorsque la relation entre la couronne tchécoslovaque et le reichsmark fut fixée à 10 couronnes (antérieurement 11,62) pour 1 reichsmark, il fut décidé de laisser à la couronne son ancienne valeur par rapport aux autres monnaies étrangères (sur la base de 11,73 couronnes équivalant à 1 reichsmark), afin de ne pas mettre obstacle aux exportations du Protectorat de Bohême

et Moravie. Le cours du dollar, par exemple, resta fixé à 29,25 couronnes au lieu d'être ramené à 25 couronnes, parité qui eût résulté d'un calcul basé sur le cours du reichsmark. Dix-huit mois plus tard, toutefois, cette disparité fut supprimée lorsqu'à partir du 1<sup>er</sup> octobre 1940 les barrières douanières furent abolies entre l'Allemagne et le Protectorat; la valeur de la monnaie du Protectorat fut relevée de 17% par rapport aux monnaies autres que le reichsmark. Depuis le printemps de 1939, les prix des marchandises avaient subi une hausse en Bohême et Moravie (pour les articles industriels, cette hausse n'a pas été inférieure à 41,7 % de mars 1939 à juillet 1940). En temps normal, une telle hausse eût rendu une revalorisation de la monnaie difficilement supportable; les prix des marchandises exportées dans les pays danubiens et balkaniques avaient, il est vrai, subi une forte hausse depuis le début de la guerre (cf. les indices de la Bulgarie et de la Yougoslavie cités plus haut).

Il est intéressant de noter la relation spéciale qui existe entre le Protectorat et la Slovaquie. Jusqu'à la fin de septembre 1940, on échangeait une couronne du Protectorat contre une couronne slovaque (K 1 = Ks 1). Depuis le 1<sup>er</sup> octobre 1940, la parité a été modifiée, 10 couronnes du Protectorat équivalent maintenant à 11,62 couronnes slovaques. Pour maintenir le commerce sur son ancienne base, le gouvernement slovaque a perçu une taxe de 16% (ramenée ultérieurement à 6%) sur les exportations à destination du Protectorat, et le fonds ainsi constitué a servi à accorder des subventions aux importateurs slovaques d'articles en provenance du Protectorat.

Dans la partie de la Pologne rattachée à l'Allemagne, comme dans le Gouvernement Général, le cours de conversion reichsmark-zloty a été fixé à 2 zloty pour 1 reichsmark. Le 8 avril 1940, les «caisses de crédit du Reich», ouvertes lors de l'occupation pour fournir des moyens de paiement aux troupes allemandes et de la monnaie fiduciaire ainsi que des facilités de crédit, ont été fermées et une nouvelle Banque d'Emission pour le Gouvernement Général dont le siège central est à Cracovie commença de fonctionner; les anciens billets de la Bank Polski furent échangés au pair contre les billets de la nouvelle banque. Celle-ci reprit à son compte les bureaux des caisses de crédit du Reich dont elle fit des succursales; elle retira de la circulation les bons des caisses de crédit du Reich (dont le montant ne dépassait pas 45 millions de reichsmarks) et les remplaça par des zloty (ou, dans les territoires annexés, par des billets de la Reichsbank). La monnaie allemande a cessé d'avoir cours légal dans le Gouvernement Général, dont un accord de clearing régit les relations avec le système monétaire allemand.

Le tableau suivant donne les cours en vigueur dans les territoires occupés par l'Allemagne au printemps et à l'été de 1940:

Cours de 1 RM, en monnaie nationale		Cours du 9 mai 1940 Berlin T. T.	Cours des bons des caisses de crédit du Reich	Cours du 1 <sup>er</sup> avril 1941 Berlin T. T.
Norvège . . . .	en couronnes . . . . .	1,76	1,67 <sup>1)</sup>	1,76
Danemark . . . .	en couronnes . . . . .	2,07	2,00 <sup>1)</sup>	2,07
Pays-Bas . . . .	en florins . . . . .	0,75	0,67 0,75 <sup>2)</sup>	0,75
Belgique . . . .	en belgas . . . . .	2,39	2,00 2,50 <sup>2)</sup>	2,50
Luxembourg . . .	en francs luxembourgeois	9,57	8,00 10,00 <sup>3)</sup>	10,00 <sup>4)</sup>
France . . . . .	en francs . . . . .	17,84	20,00	20,00

<sup>1)</sup> Cours fixés au début; ultérieurement, les cours furent alignés sur les cours officiels cotés à Berlin.

<sup>2)</sup> Le cours a été amené à ce niveau le 17 juillet 1940 et très légèrement modifié le 23 avril 1941.

<sup>3)</sup> Ces cours ont été ramenés le 22 juillet 1940 au cours de conversion fixé dans l'accord des paiements germano-belge du 10 juillet 1940.

<sup>4)</sup> Dernier cours coté le 5 mars 1941.

<sup>5)</sup> Le cours a été ramené à ce niveau le 22 juillet 1940, d'après le nouveau cours de la devise belge.

Pour fournir des moyens de paiement aux troupes allemandes, on eut à nouveau recours, en Norvège, au Danemark, aux Pays-Bas, en Belgique, au Luxembourg et en France, à l'émission de billets dénommés bons des caisses de crédit du Reich. L'Allemagne utilisa ainsi au Nord et à l'Ouest l'expérience acquise en Pologne. Les bons des caisses de crédit du Reich servirent de numéraire aux troupes allemandes cantonnées à l'étranger et il fut interdit de les importer ou de les utiliser en Allemagne même. Des restrictions de change furent, en effet, imposées entre l'Allemagne et les armées allemandes d'occupation, pour que l'émission des bons des caisses de crédit du Reich n'impliquât aucun danger pour la stabilité du reichsmark. En effet, l'emploi des bons des caisses de crédit du Reich comme monnaie de circonstance a permis d'éviter l'émission de reichsmarks qui eussent, momentanément au moins, gonflé la circulation des billets de la Reichsbank. Un décret du 3 mai, modifié par un décret du 15 mai 1940, autorisa la direction centrale des caisses de crédit du Reich à émettre des bons des caisses de crédit du Reich en coupures de 50, 20, 5, 2, 1 reichsmarks et 50 reichspfennigs, et à frapper des pièces de 10 et 5 reichspfennigs, dont la couverture fut constituée surtout par des avances consenties au Reich à concurrence d'un montant maximum de 3 milliards de reichsmarks. Il ne semble pas que les émissions totales aient dépassé 1,7 milliard et il a été déclaré semi-officiellement en janvier 1941 que la circulation des bons des caisses de crédit du Reich avait diminué de moitié depuis l'automne de 1940. L'émission des pièces de monnaie a été peu importante. Alors que des bons des caisses de crédit du Reich étaient remis aux troupes allemandes en Norvège et au Danemark, et que le caractère de monnaie légale leur était reconnu, on n'ouvrit pas effectivement de caisses de crédit du Reich dans ces deux pays, étant donné que leur système de crédit avait continué de fonctionner après une

brève interruption seulement et que le Reich n'avait pas tardé à conclure avec les banques centrales de ces pays des conventions selon lesquelles les bons des caisses de crédit du Reich déjà émis devaient être échangés, et les autorités d'occupation recevoir les moyens de paiement qui leur étaient nécessaires; en échange, des crédits en reichsmarks devaient être ouverts au compte de ces pays à Berlin. Pour des raisons d'ordre pratique, les cours de conversion des bons des caisses de crédit du Reich furent d'abord fixés à 50 reichspfennigs pour 1 couronne danoise et à 60 reichspfennigs pour 1 couronne norvégienne, mais, plus tard, on leur appliqua les cours régulièrement cotés sur les marchés des changes, ainsi que le montre le tableau précédent.

En mai 1940, les autorités allemandes ouvrirent des caisses de crédit du Reich aux Pays-Bas, en Belgique et en France, mais dans chacun de ces pays, des arrangements ne tardèrent pas à être conclus pour fournir aux troupes allemandes des signes monétaires libellés dans la monnaie du pays occupé. Aux Pays-Bas, les caisses de crédit du Reich furent fermées vers la mi-juillet, à l'exception du bureau d'Amsterdam qui fut maintenu pour procéder à leur liquidation et remplir les fonctions d'agent de liaison. En Belgique, la situation était encore plus compliquée, la direction de la Banque Nationale de Belgique ayant été transférée à l'étranger au mois de mai 1940; on créa une nouvelle Banque d'Emission qui ouvrit ses portes le 15 juillet 1940. Mais lorsque la direction de la Banque Nationale fut revenue à Bruxelles, il fut décidé que la nouvelle Banque d'Emission utiliserait l'administration et les billets de la Banque Nationale et que les deux instituts seraient placés sous la même direction et emploieraient le même personnel. Les caisses de crédit du Reich furent maintenues pour servir d'organismes de crédit à l'administration militaire allemande, mais l'émission des nouveaux bons des caisses de crédit du Reich a été très limitée. En France, l'activité de ces caisses fut de même restreinte lorsqu'une convention fut conclue avec la Banque de France après l'armistice du 22 juin 1940.

Des restrictions de change furent introduites aux Pays-Bas, le 10 mai 1940, et, le 24 juin 1940, un vaste système de contrôle des changes, conçu sur le modèle du système allemand, fut rendu obligatoire. Le public fut tenu d'offrir son or et ses devises étrangères à la Nederlandsche Bank qui, à la fin de novembre 1940, avait acquis pour 38 millions de florins d'or que lui avaient apportés les thésauriseurs privés. Dans les relations avec l'Allemagne, les restrictions de change furent relâchées graduellement. A partir du 1<sup>er</sup> novembre, il fut permis de transférer librement un montant de 5.000 reichsmarks par mois et par personne; pendant les premiers mois de 1941, on permit des transferts plus élevés, mais, pour empêcher un afflux trop considérable de fonds, on perçut une taxe spéciale de 70 % sur les rapatriements immédiats de capitaux. Puis,

à partir du 1<sup>er</sup> avril 1941, la liberté complète des paiements fut rétablie entre les Pays-Bas et l'Allemagne, sans en excepter le droit de faire passer les billets et les autres moyens de paiement d'un de ces pays dans l'autre. Le clearing germano-hollandais cessa de s'appliquer aux paiements entre les deux pays, mais resta en vigueur pour les paiements entre les Pays-Bas et les tierces puissances. Le cours de 132,70 reichsmarks pour 100 florins fut appliqué également aux billets et aux espèces, qui peuvent être échangés aux guichets des banques centrales et d'un certain nombre d'autres établissements. La suppression des restrictions s'étend au transfert des capitaux, mais la « taxe sur le mark bloqué », perçue par le gouvernement néerlandais lors du rapatriement des capitaux placés en Allemagne, a été maintenue, bien qu'avec certains allègements. Cette taxe, destinée à compenser les bénéfices que les détenteurs réalisent par le retour de leurs capitaux placés en Allemagne et à empêcher la liquidation brusque et massive de ces placements, a été fixée à

60 % pour les transferts effectués jusqu'à la fin de 1941,  
40 % » » » » » » » » 1942,  
20 % » » » » » » » » 1943,  
et elle est supprimée pour les transferts qui seront effectués à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1944.

En Belgique, l'ancien accord des paiements entre la Belgique et l'Allemagne a été remplacé par une convention de clearing en date du 10 juillet 1940. La nouvelle Banque d'Emission, qui remplit les fonctions d'institut de paiement, a obtenu du ministère des finances belge une garantie de 1 milliard de francs belges, qui l'a mise en mesure de payer rapidement aux exportateurs belges leurs créances sur l'Allemagne en compte de clearing.

En France, les cours suivants régissent la valeur de change du franc français :

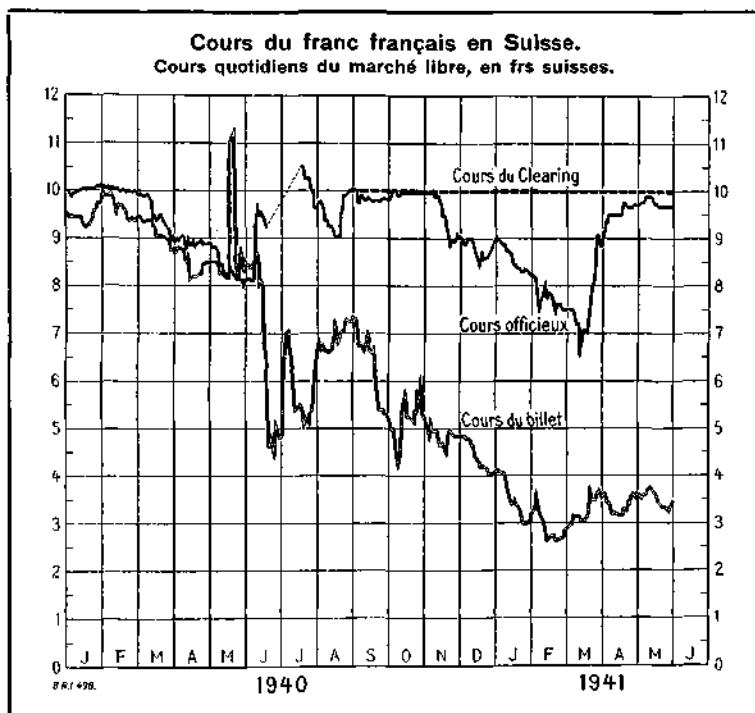
a) Dans les relations avec l'Allemagne, le cours de 5 reichsmarks pour 100 francs français (RM. 1 = Fr. fr. 20) a d'abord été fixé par les autorités d'occupation pour les bons des caisses de crédit du Reich; il a été ensuite maintenu dans la convention de clearing conclue vers le milieu de novembre 1940 entre le Reich (Bohême et Moravie comprise) d'une part, la France occupée et non occupée, ses colonies et protectorats, ainsi que les territoires placés sous son mandat, d'autre part. Alors qu'en mai 1940 la France et la Belgique avaient conclu un accord de Trésorerie (au cours de 147,20 francs français pour 100 francs belges), il fut décidé, en décembre 1940, que les règlements entre la France et la Belgique passeraient à l'avenir par l'intermédiaire d'un compte de clearing tenu à Berlin, au cours de 160 francs français pour 100 francs belges, qui correspond à la formule Fr. fr. 20 = RM. 1 = Fr. b. 12,50.

b) Après l'armistice, les arrangements intervenus en septembre 1939 pour maintenir le taux de 176,625 francs français pour une livre sterling sont devenus caducs, mais le cours correspondant de 43,80 francs français pour un dollar a été conservé. Ce cours du dollar correspond au cours antérieur de 17,51 francs français pour 1 reichsmark et d'environ 10,15 pour 1 franc suisse.

c) Cependant, lors de l'accord de clearing conclu entre la France et la Suisse le 23 octobre 1940, on a appliqué à tous les paiements commerciaux le cours rond de 10 francs français pour 1 franc suisse. Pour des raisons de commodité, c'est ce cours qui a été ultérieurement adopté en pratique par l'Office des changes français pour toutes les transactions (commerciales ou non commerciales) qui ne sont faites ni en dollars, ni en reichsmarks ou à travers le reichsmark. Ce cours correspond théoriquement (mais en pratique il n'y a pas d'arbitrage possible) à un cours du dollar de 43,11 francs français et à un cours du reichsmark de 17,25 francs français.

d) Un «cours libre» est en outre coté à l'étranger, en pratique actuellement à Zurich, pour les virements de banque sur les «comptes étrangers» ouverts dans les banques françaises et dont les titulaires résident à l'étranger. Ces échanges de francs entre comptes étrangers (qui sont réguliers du point de vue du contrôle des changes français) ont été troublés en automne 1940,

car les demandes de francs sur le marché de Zurich se sont trouvées restreintes par les mesures de blocage et de clearing forcé qui sont intervenues, tandis que les offres ont continué à être alimentées par les porteurs de francs résidant dans tous les pays coupés de leurs relations commerciales avec la France. D'où un déséquilibre momentané des cours. Pour y remédier,



La réimportation de billets étant strictement limitée, le marché en est très étroit et le cours du billet est donné uniquement à titre indicatif.

le gouvernement français, prenant des mesures analogues à celles prises par d'autres pays, a conclu un accord avec les autorités suisses pour limiter les transactions aux personnes résidant en Suisse. Ces mesures ont immédiatement raffermi les cours libres du franc à Zurich, qui ont été ramenés aux environs immédiats du cours officiel de 10 francs français pour 1 franc suisse.

e) On peut noter qu'il existe en outre, pour les billets français comme pour les billets de tous les autres pays ayant interdit ou limité la réimportation de leurs billets, un cours très variable. On ne peut en effet régulièrement importer à chaque voyage que 1.000 francs en France.

En fait, la situation est moins complexe qu'elle ne semble résulter des différents cours indiqués ci-dessus. Les transactions commerciales se font en pratique soit contre reichsmarks ou à travers le reichsmark au cours de 20 francs français pour 1 reichsmark, soit contre francs suisses au cours de 10 francs français pour 1 franc suisse (correspondant à 17,25 francs français pour 1 reichsmark).

Il faut observer que, par suite des circonstances, le contrôle des changes français a été mis en vigueur en septembre 1939, alors que (contrairement à ce qui s'est passé dans la plupart des pays d'Europe continentale) le franc avait déjà subi une importante dépréciation, notamment depuis qu'au printemps de 1938 le cours de la livre sterling avait été porté aux environs de 175 francs français. Il s'est trouvé par suite que, quand la guerre a éclaté, les prix français étaient restés modérés par rapport aux prix mondiaux en monnaie libre et se trouvaient largement inférieurs aux prix des pays d'Europe continentale à change contrôlé.

Une hausse des prix a eu lieu depuis lors en France, surtout depuis l'armistice. Mais elle a été très inégale et notamment les prix agricoles français sont restés très inférieurs (parfois de 50 %) aux prix des pays voisins sur la base des cours officiels du change de ces pays. Ces disparités posent évidemment des problèmes fondamentaux pour la structure de l'économie française qui sont, dans les circonstances actuelles, extrêmement difficiles à résoudre, en vue notamment de ne pas compromettre la reprise ultérieure de relations commerciales plus étendues quand les circonstances le permettront.

Les districts d'Eupen, Malmédy et Moresnet ont été inclus dans le système monétaire allemand par un décret du 6 juin 1940. Le cours de change fixé à cet effet a été de 10 francs belges pour 1 reichsmark, soit le cours en vigueur à l'origine pour les bons des caisses de crédit du Reich en Belgique. Au Luxembourg, le reichsmark a été déclaré monnaie légale concurremment avec les anciennes monnaies (le franc belge et le franc luxembourgeois), en vertu

d'un décret du 26 août 1940, qui en a fixé le cours à 10 francs luxembourgeois pour 1 reichsmark. Depuis le 29 janvier 1941, le reichsmark a été déclaré seule monnaie légale, et le Luxembourg est entré dans le système monétaire allemand. La Lorraine et l'Alsace ont été mises tout d'abord au régime monétaire appliqué à la France, mais, le 9 août 1940, le reichsmark a été déclaré monnaie légale dans ces deux provinces, concurremment avec le franc français, au cours de 20 francs français pour 1 reichsmark. En mars 1941, le reichsmark a été déclaré seule monnaie légale, et les deux provinces ont été rattachées au système monétaire allemand. Pour adapter le niveau du pouvoir d'achat à celui de l'Allemagne, les traitements et salaires furent en général relevés et une hausse des prix des marchandises fut autorisée parallèlement à la hausse des prix de revient. Le prix de location des habitations et des terrains fut relevé d'environ 50 %.

Les accords de clearing conclus par le Gouvernement général de Pologne, la Norvège, les Pays-Bas et la Belgique prévoient que les paiements passeront par l'intermédiaire de comptes ouverts à l'Institut de clearing allemand (Verrechnungskasse) de Berlin; ces dispositions s'appliquent d'ailleurs non seulement aux clearings entre ces quatre pays dans leurs relations réciproques, mais encore aux clearings de l'un quelconque de ces pays avec les autres pays d'Europe. En fait, l'Institut de clearing allemand est créancier et débiteur des instituts de clearing des pays en question. Grâce à cette centralisation des comptes de ces quatre pays, une liquidation des soldes sur la base d'un clearing multilatéral devient plus facile. En pratique, l'utilisation du solde créditeur d'un compte à des paiements afférents à un autre compte est sujette à autorisation et, en général, le total du montant que l'un quelconque de ces pays peut utiliser est fixé d'avance pour une période déterminée, ordinairement dans des accords commerciaux.

Des clearings directs sont en vigueur entre des États européens autres que les quatre pays que nous venons de mentionner, mais, en général, ils ne contiennent aucune clause prévoyant la liquidation de soldes dans les relations avec une tierce puissance. Toutefois, l'Allemagne occupant une situation prépondérante dans le commerce du continent européen, les comptes ouverts en Allemagne peuvent offrir des possibilités de règlement entre un compte en excédent et un autre en déficit; l'Allemagne pourrait également permettre, dans certaines limites, d'utiliser un excédent en reichsmarks pour des paiements à d'autres pays (comme dans le cas du clearing germano-bulgare). Dans les conventions bilatérales qui font actuellement l'objet de négociations, on se préoccupe davantage des possibilités de règlement dans les relations avec d'autres puissances.

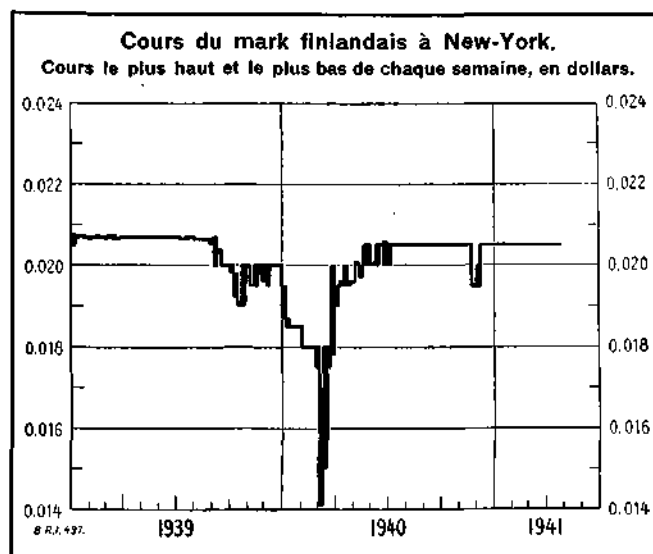


Le cours officiel de la lire, qui avait été réduit d'environ 4% en septembre 1939, ayant alors été ramené de 5,26<sup>1</sup>/<sub>4</sub> dollars à 5,05 dollars pour 100 liras, est resté inchangé à ce dernier cours, si l'on excepte un léger fléchissement temporaire à 5,032 dollars au milieu de 1940; mais, à la fin de mai 1941, il a été porté à 5,26<sup>1</sup>/<sub>4</sub> dollars. Ce relèvement du cours de la lire par rapport au dollar a été suivi d'ajustements correspondants des cours d'un certain nombre d'autres monnaies (dont le reichsmark, le franc suisse et la couronne suédoise); il en est résulté une plus grande uniformité dans le système des cours et des parités par rapport à la lire, et, par conséquent, aussi dans les relations des changes continentaux en général. Depuis le mois de mai 1940, la «lire touriste» ordinaire ne peut plus être achetée que contre des dollars des Etats-Unis (au cours de 4,22 dollars pour 100 liras), contre des pesos argentins et des pesos uruguayens. Les accords financiers italo-suisse du 22 juin 1940 prévoient l'institution d'une «lire mixte» pour faciliter le transfert des créances financières suisses; cette catégorie de lire, qui peut, dans certaines conditions, être librement utilisée pour un grand nombre d'objets, les dépenses de touristes, par exemple, est cotée aux environs de 17 francs suisses pour 100 liras, c'est-à-dire à un niveau inférieur de près de 20% au cours officiel. Il existe également, dans les relations avec l'Allemagne, des comptes spéciaux pour les besoins des touristes et autres dépenses de caractère personnel. D'un autre côté, un certain nombre de comptes spéciaux prévus dans le clearing entre l'Allemagne et l'Italie ont été abolis lors des négociations de février 1941. Il fut décidé qu'à l'avenir, les paiements entre l'Italie et l'Albanie, d'une part, la Norvège, la Belgique et les Pays-Bas, d'autre part, relatifs aux transferts d'intérêts, de dividendes et de loyers, de frais d'entretien personnel ainsi que du produit de certaines opérations commerciales, seront effectués par l'intermédiaire des comptes généraux en liras et en reichsmarks; la même disposition s'applique dans une large mesure aux paiements dans les relations avec le Gouvernement général de Pologne. En même temps, il fut décidé que les ouvriers italiens en Allemagne pourraient transférer au cours officiel de 7,63 liras pour 1 reichsmark la totalité de leurs épargnes, au lieu d'un montant limité jusqu'alors à la contre-valeur de 88 reichsmarks par mois.

Lorsque les opérations militaires eurent cessé dans les Balkans, en mai 1941, la province de Ljubljana et le Gouvernement de Dalmatie ont été annexés à l'Italie et, après un cours temporaire de 30 liras = 100 dinars, le cours de conversion a été fixé à 38 liras = 100 dinars. Dans l'Etat de Croatie nouvellement constitué, on a introduit une nouvelle unité monétaire, le «kuna», rattachée à la lire au cours de 38 liras pour 100 kunas, fixé par un accord provisoire. Tous les paiements entre la Croatie et l'Italie passent par un clearing. Dans les territoires grecs occupés par les troupes italiennes, le cours de change a été fixé à 12,50 liras pour 100 drachmes.

Avec l'incorporation des trois Etats Baltes à l'U.R.S.S. en été 1940, les monnaies de ces trois Etats avaient graduellement cessé d'avoir une existence indépendante. Le Conseil des Commissaires du Peuple, à Moscou, a décidé qu'à partir du 25 novembre 1940, le rouble circulerait dans les territoires de ces trois pays concurremment avec leurs monnaies propres, les taux de conversion étant fixés à 0,80 couronne estonienne, 1 lat et 1,11 litas pour 1 rouble. Au début d'avril 1941, on a, en outre, annoncé que le Conseil des Commissaires du Peuple avait décidé d'abolir ces trois monnaies. La législation soviétique ne permet pas d'utiliser le rouble pour des paiements à l'étranger et interdit l'exportation des billets libellés en roubles, les autorités soviétiques ayant seules qualité pour procéder à la conversion en devises étrangères. L'introduction du rouble a provoqué une hausse marquée des prix dans les pays baltes.

Malgré la guerre entre la Finlande et l'U.R.S.S., la valeur au change du mark finlandais (1 mark finlandais = 20,3 cents des Etats-Unis) n'a pas varié en ce qui concerne le mark «libre» créé en vertu de la réglementation des changes finlandaise instaurée en octobre 1939. Toutefois, le marché est resté étroit pour cette catégorie de marks. En même temps que le mark «libre», une nouvelle catégorie de marks a été créée, le «mark interne», qui subit au début des fluctuations considérables et atteint en 1940 le cours de 6 couronnes suédoises pour 100 marks finlandais (soit 1 mark finlandais = 14,3 cents des Etats-Unis). Il semble qu'en mai 1940, on ait établi une différence réelle entre les comptes libres et les comptes internes. A partir de septembre 1940, le cours des marks internes a été stabilisé aux environs de 7 à 7,50 couronnes suédoises (ce qui correspond à un cours de 1 mark finlandais = 16,5 à 17,8 cents des Etats-Unis).



On ne peut disposer de marks internes que pour certains usages et ils ne peuvent servir au paiement d'exportations finlandaises (la plupart des paiements commerciaux sont faits par l'intermédiaire des clearings aux cours officiels). En novembre 1940, l'exportation des billets de banque a été interdite. Toutes les devises étrangères doivent maintenant être remises à

la Banque de Finlande, tandis qu'antérieurement, leurs détenteurs étaient autorisés à en garder à concurrence d'une contre-valeur de 5.000 marks finlandais. Il n'est pas interdit d'importer en Finlande des billets de banque finlandais.

Les restrictions de change qui ont été introduites en Suède en février 1940 devaient d'abord servir surtout à contrôler les mouvements de capitaux, mais à mesure que la situation s'est aggravée au printemps, elles devinrent un moyen de contrôle des importations. Plus avant dans l'année, quand l'aisance s'accrut sur le marché des changes, il fut possible d'atténuer la rigueur des restrictions. Alors que, pendant les quatre premiers mois de 1940, l'ensemble des réserves d'or et de devises étrangères de la Riksbank et des banques privées avait diminué d'environ 320 millions de couronnes suédoises (surtout à la suite du paiement de surplus d'importations), le mouvement s'est renversé pendant le reste de l'année, l'ensemble des réserves augmentant d'environ 120 millions de couronnes suédoises. Pendant cette dernière période, c'est-à-dire de mai à décembre 1940, la Riksbank a acquis pour 255 millions de couronnes suédoises de devises étrangères, alors que les banques privées ont réduit leurs réserves de 133 millions. Il semble que cette réduction, qui atteignit son maximum vers la fin de l'automne, ait été provoquée par la crainte que la vente des actifs suédois aux Etats-Unis ne soit soumise au système de licences et peut-être aussi par la crainte d'une hausse éventuelle de la couronne suédoise par rapport au dollar. Pourtant, les cours des principales monnaies ont très peu varié pendant l'année. Après la conclusion du traité de commerce et de paiements entre la Suède et l'U. R. S. S., en septembre 1940, un cours de clearing a été fixé à 79,18 couronnes suédoises pour 100 roubles.

L'année 1940 a été caractérisée en Suisse par des mouvements plus marqués que de coutume sur le marché des changes. Durant les cinq premiers mois et demi, la Banque Nationale et le Fonds d'égalisation des changes ont fourni des dollars au marché pour un montant équivalant à près de 500 millions de francs suisses. Ces dollars ont surtout servi à payer un fort excédent d'importations et à fournir les moyens de paiement nécessaires pour les importations futures, mais une partie de ces dollars a également servi à faire face aux retraits de fonds appartenant à des étrangers et, à mesure que la situation politique s'aggravait, aux acquisitions de dollars pour compte privé.

Au milieu de juin, lorsque la France entra en négociations avec l'Allemagne pour la conclusion d'un armistice, les capitaux réapparurent subitement sur le marché suisse, et le rapatriement continua presque sans interruption jusqu'à la fin de l'année, moment auquel la Banque Nationale accrut ses réserves de devises étrangères d'un montant équivalant à près de 650 millions

de francs suisses. A l'origine, ce mouvement fut surtout provoqué par la vente de dollars dont l'industrie et le commerce n'avaient plus besoin pour leurs paiements à l'étranger, les importations d'outre-mer étant en grande partie arrêtées. Vers la fin de l'année, le rapatriement massif des capitaux eut un nouveau et plus puissant motif: la crainte que le gouvernement américain ne plaçât les actifs suisses aux Etats-Unis sous le régime des licences. Pendant le premier trimestre de 1941, la liquidation des avoirs en dollars se poursuivit, et la Banque Nationale en acquit pour près de 200 millions de francs suisses.

Quand, au printemps de 1940, la Banque Nationale dut fournir au marché les dollars dont il avait besoin, on s'est demandé si des restrictions de change ne devraient pas être imposées. Les autorités se décidèrent pour la négative et cherchèrent une autre solution. Pour prévenir un exode indésirable de capitaux, la Banque Nationale, d'accord avec le Département fédéral des finances et des douanes, demanda aux banques, le 10 mai 1940, de ne fournir à l'industrie et au commerce que les quantités de devises étrangères strictement nécessaires au paiement des marchandises et des services, et en particulier de s'abstenir de vendre des devises étrangères en vue de placements à l'étranger. Un accord officieux entré la Banque Nationale et les autres banques tint donc lieu de restrictions officielles. Lorsque la Banque Nationale dut, plus avant dans l'année, acheter de grandes quantités de dollars, elle prit pour principe de se renseigner sur l'origine des devises étrangères qui lui étaient offertes. La Banque n'avait pas intérêt à recevoir des fonds étrangers présentant un caractère d'instabilité et désirait empêcher la liquidation de dollars bloqués, par l'intermédiaire du marché suisse, mais elle acceptait toutes les devises provenant d'exportations suisses ou correspondant au rapatriement de fonds appartenant à des ressortissants suisses. En dépit de l'accroissement considérable des réserves de devises de la Banque Nationale, l'accord officieux, qui limitait l'exode des fonds, est demeuré en vigueur à l'effet de conserver les capitaux du pays au service de l'économie suisse. Le maintien du contact entre la Banque Nationale et les autres banques par des moyens exempts de toute formalité, le plus souvent par conversation téléphonique, permet d'appliquer avec toute la souplesse désirable le principe sur lequel on s'était mis d'accord. Les paiements relatifs aux opérations commerciales et les remises de dividendes, d'intérêts et d'amortissement peuvent s'effectuer librement sans autres restrictions que celles qui sont inhérentes au fonctionnement des conventions de clearing ou que celles qui ont été établies par l'arrêté fédéral du 6 juillet 1940, selon lequel les paiements dus à des créanciers domiciliés en Belgique, en France, au Luxembourg, aux Pays-Bas, au Danemark et en Norvège doivent être versés à la Banque Nationale. Le même arrêté impose également certaines limites à l'exercice du droit de libre disposition sur les avoirs déposés

ou gérés en Suisse pour le compte de personnes ou d'entreprises domiciliées dans ces six pays.

Pendant les cinq premiers mois et demi de l'année, le cours du dollar est resté sans changement à 4,45  $\frac{7}{8}$  francs suisses pour 1 dollar. L'afflux subséquent de capitaux provoqua une réaction de ce cours, qui est graduellement revenu à 4,30  $\frac{7}{8}$  francs suisses, niveau auquel il s'est maintenu depuis octobre 1940 jusqu'au mois d'avril 1941, si l'on fait abstraction de quelques légères fluctuations durant les deux derniers mois de 1940. L'amélioration de la valeur du franc suisse exprimée en dollars a également affecté les cours des autres monnaies; le cours fixé pour le clearing germano-suisse a été abaissé en octobre 1940 de 175,44 à 173,01 francs suisses pour 100 reichsmarks. D'autre part, la Banque Nationale n'a pas modifié son prix d'achat de l'or, resté à 4.869,80 francs suisses au kilogramme; elle a acheté l'or à ce prix aux banques centrales étrangères chaque fois que les francs remis en échange de l'or devaient servir au règlement d'opérations commerciales et d'autres transactions utiles au pays.

En Espagne, le cours de change du dollar qui avait été relevé de 9 pesetas à 9,90 pesetas pour 1 dollar en septembre 1939, se releva lentement de décembre 1939 jusqu'en avril 1940, époque à laquelle le cours de vente du dollar a été fixé à 11,22 pesetas. A la suite d'arrangements avec la Grande-Bretagne, prévoyant l'ouverture de «comptes spéciaux» en faveur de l'Espagne, la peseta cessa d'être cotée sur le marché libre à Londres à partir du 9 décembre 1940, et le cours libre fut remplacé par les cours de clearing de la Banque d'Angleterre: un cours officiel de 40,50 pesetas pour 1 livre sterling et le cours dit «volontaire», s'établissant à 46,55. Le premier de ces cours s'applique aux opérations commerciales et le second aux dons charitables et aux envois aux familles.

La réglementation des devises étrangères au Portugal, dont l'origine remonte aux mesures prises en 1914, a été supprimée en octobre 1937, époque depuis laquelle le marché des changes n'a plus été soumis à aucune restriction officielle. De 1932 jusqu'au 13 novembre 1939, l'escudo a été rattaché à la livre sterling au cours de 110 escudos pour 1 livre sterling. Le 14 novembre 1939, la relation entre l'escudo et le dollar a été établie au cours maximum de 27,50 escudos pour 1 dollar, alors que le cours de la livre était fixé à 108,25 escudos pour 1 livre sterling, mais sous certaines conditions permettant d'atténuer la dépréciation de l'escudo si le cours de la livre sterling libre venait à baisser sur le marché de New York. Les mois suivants, la valeur au change de l'escudo a oscillé entre le cours de la livre sterling libre et celui du dollar. Quand le cours de la livre sterling libre s'est raffermi en été, l'escudo a été rattaché à

la livre le 1<sup>er</sup> août au cours de 99,50—100,50 escudos pour 1 livre sterling, ce qui correspond à un cours d'environ 25 escudos pour 1 dollar. Le marché des changes est libre de toutes restrictions officielles, mais la Banque de Portugal reste en contact avec les banques privées pour s'assurer de leur collaboration dans le cadre de la politique monétaire adoptée par la Banque.

En Grande-Bretagne, le système de contrôle des changes, introduit par une ordonnance du 25 août 1939, a été rendu plus hermétique et plus cohérent par une série de mesures prises au cours de l'année 1940. En même temps, le marché des changes a été orienté vers un système de relations strictement bilatérales. Les dispositions primitives permettaient aux titulaires étrangers de soldes bancaires en livres sterling d'en disposer dans une large mesure sur les «marchés libres», et les «livres sterling libres» que les acheteurs se procuraient ainsi pouvaient leur servir à payer les marchandises britanniques qui n'étaient pas comprises dans des accords de clearing et de paiements particuliers (notamment les marchandises exportées à destination des Etats-Unis et de la Suisse) ainsi qu'à quelques autres fins. Lorsque les exportations britanniques étaient payées avec les livres sterling achetées sur les marchés libres, le Contrôle des changes britannique ne bénéficiait donc d'aucune rentrée de devises. En mars 1940, toutefois, les exportateurs de whisky, de fourrures, d'étain de caoutchouc, de jute et d'articles en jute des régions contrôlées du bloc-sterling furent obligatoirement tenus d'en exiger le paiement soit en devises étrangères, soit en livres sterling achetées au cours officiel. Le 8 juin 1940, il fut décidé de bloquer les valeurs mobilières libellées en livres sterling qui étaient détenues par des personnes ne résidant pas dans le pays, et en outre d'exiger que toutes les exportations britanniques à destination des Etats-Unis et de la Suisse fussent payées, soit en livres sterling achetées au cours officiel, soit en dollars ou en francs suisses. Les actifs étrangers en livres sterling, c'est-à-dire les soldes bancaires qui se trouvent en Grande-Bretagne et qui ne sont spécialement désignés dans aucun des accords bilatéraux qui ont été conclus, sont encore libres, mais, du fait de la nouvelle mesure, leur reconstitution et leur utilisation pour le paiement d'exportations des pays du bloc-sterling ne sont permises que dans certaines limites ou sont même empêchées.

Les transferts de capitaux sont libres entre la Grande-Bretagne et ses colonies, ses protectorats et les territoires placés sous son mandat, à l'exception du Canada, de Terre-Neuve et de Hong-Kong. On a estimé que depuis le début de la guerre les paiements nets de la Grande-Bretagne aux autres membres du bloc-sterling se sont élevés à une moyenne d'environ 150 millions de dollars par an, mais l'accumulation de fonds du bloc-sterling à Londres qui en résulte peut, par exemple, servir à liquider des dettes à long terme des pays en question

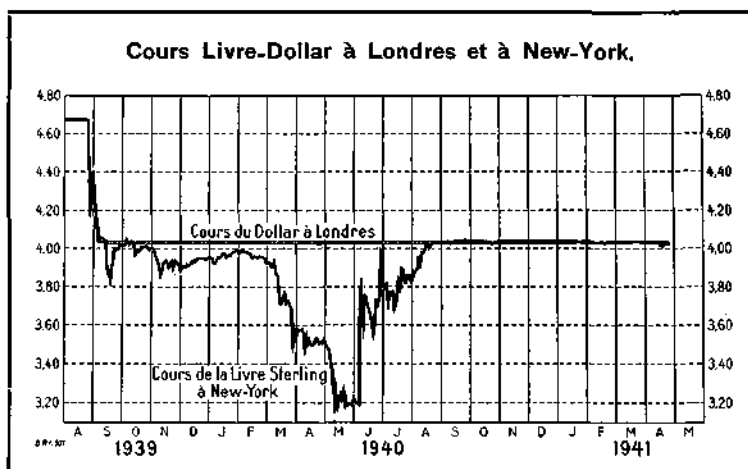
envers les capitalistes britanniques. A certains égards, le dollar canadien occupe une position intermédiaire entre les monnaies du bloc-sterling et le dollar des Etats-Unis, et, en vertu d'accords spéciaux, les paiements dans les échanges avec le Canada (et Terre-Neuve) sont faits par l'intermédiaire de «comptes autorisés» en livres sterling. Au début de 1941, le Contrôle des changes canadien fut autorisé à donner son accord aux paiements faits par prélèvements sur les comptes en livres sterling canadiens et terre-neuviens destinés au règlement des obligations commerciales et financières en dehors des pays du bloc-sterling (le plus souvent par transfert aux Etats-Unis). Le cours du dollar canadien par rapport à la livre sterling a été maintenu stable à 4,43–4,47 dollars canadiens pour 1 livre sterling. Sur le marché de New-York, la valeur de change du dollar canadien libre a subi des fluctuations: le cours le plus bas a été de 78 cents des Etats-Unis pour 1 dollar canadien. Depuis que la livre sterling s'est consolidée au cours contrôlé, le cours libre du dollar canadien s'est raffermi à environ 85 cents des Etats-Unis, le cours officiel demeurant fixe à 90,9 cents.

En mars 1941, le cours auquel les banques britanniques achetaient les effets de commerce et autres sud-africains a été élevé de 4s. 6d. pour s'établir à £101 8s. 0d., ce, à titre de compensation pour l'augmentation des délais en matière de transmission postale. En janvier 1941, le Congo belge et en mars 1941, les «territoires français libres» d'Afrique équatoriale, d'Océanie et des Indes ont été pratiquement inclus dans le bloc-sterling. Le cours de change de la livre sterling d'une part, des francs coloniaux belge et français d'autre part, a été maintenu à 176,625 francs coloniaux belges et français pour 1 livre sterling. Durant la dernière semaine de mai 1940, le florin des Indes Orientales Néerlandaises a été rattaché à la livre sterling au cours de 7,58–7,62 florins pour 1 livre sterling, et ce taux a été maintenu depuis lors. Pourtant les Indes Orientales Néerlandaises ne sont pas comprises dans les pays du bloc-sterling, au sens donné à ce terme dans la réglementation des changes britannique (elles diffèrent en cela des colonies françaises et belges mentionnées plus haut, qui font techniquement partie du bloc-sterling). Depuis le début du mois de septembre 1940, le florin des Indes Occidentales Néerlandaises a été également rattaché à la livre sterling au cours de 7,58–7,62 florins pour 1 livre sterling. Des cours fixes en dollars sont également cotés pour les florins des Indes Orientales et Occidentales Néerlandaises au taux moyen de 1,885 florin pour 1 dollar, qui correspond à un cours de 7,60 florins pour une livre sterling sur la base du cours de conversion dollar-livre sterling de 4,03 dollars.

Dans les relations avec les pays situés en dehors du bloc-sterling, le contrôle des changes britannique s'applique dans le cadre d'un certain nombre

d'accords de clearing ou de paiements bilatéraux, qui prévoient la concentration des paiements commerciaux et financiers entre la Grande-Bretagne et le pays intéressé à des comptes en livres sterling ouverts auprès de banques londoniennes et dûment notifiés à la Banque d'Angleterre. En général, ces comptes sont qualifiés de «comptes spéciaux», mais, dans le cas des États-Unis et de la Suisse, on les appelle «comptes enregistrés». Aucun accord de paiements ou de clearing n'a été conclu avec le Japon, et, dans ce cas, les achats sont encore faits sur le marché libre, mais le commerce du Japon avec les pays du bloc-sterling a diminué, aussi la position de change qui en résulte n'est-elle pas très importante à l'heure actuelle. La position sur le marché chinois est plus importante, tant du point de vue commercial qu'en raison de la participation britannique au Fonds de stabilisation de la Chine. L'existence d'un excédent de sterling en Extrême-Orient a provoqué un disagio de 10% dans le cours de la livre sterling sur le marché de Changhaï par rapport au cours officiel du dollar des États-Unis.

Les relations entre la livre et le dollar présentent une importance particulière. L'accord conclu avec les États-Unis résulte essentiellement d'un arrangement privé avec les banques américaines, qui a été conclu avec l'approbation active de la Trésorerie des États-Unis et des autorités de la Réserve Fédérale. L'accord implique le blocage des placements américains en Grande-Bretagne, la limitation rigoureuse de l'emploi des avoirs américains en livres sterling et la suppression graduelle du «marché libre» pour la livre sterling à New-York. Les livres sterling libres qui sont encore entre les mains d'Américains peuvent être employées à trois fins principales, depuis l'entrée en vigueur de l'arrangement: à des paiements dans les pays du bloc-sterling autres que les paiements d'exportations, à la liquidation en tout lieu de toute dette en livres sterling, à condition qu'elle ait pris naissance avant le 18 juillet



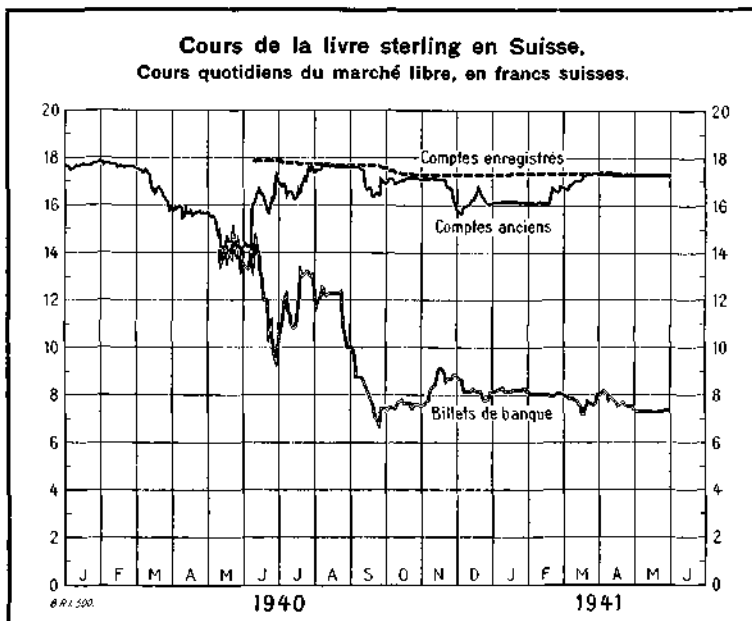
1940 et au transfert en faveur de résidents d'un pays avec lequel le gouvernement britannique n'a pas conclu de convention spéciale excluant la réception de livres sterling libres. Lorsque cet accord fut conclu, le cours de



la livre sterling libre à New-York, qui était tombé jusqu'à 3,10 dollars en mai 1940, se redressa rapidement. Les «baissiers» qui avaient vendu leurs livres sterling à 3 dollars furent pris de court et durent, pour couvrir leurs engagements en livres, racheter à un cours beaucoup plus élevé.

En mars 1941, on mentionnait à New-York que l'extrême étroitesse des fluctuations de la livre sterling libre pouvait être considérée comme un signe que les autorités de Londres avaient fermement pris en mains le contrôle sur l'ensemble des pays du bloc-sterling.

En vertu des accords bilatéraux qui ont été conclus, les avoirs en livres sterling qui s'accumulent ne peuvent en général être affectés qu'à des paiements entre le pays qui détient ces avoirs et les pays du groupe sterling. Il est vrai que les avoirs en livres sterling inscrits dans des comptes enregistrés en faveur des Etats-Unis et de la Suisse peuvent toujours être convertis en dollars et en francs suisses au cours de vente officiel, et que les autorités britanniques sont toujours disposées à acheter des dollars et des francs suisses contre des livres sterling aux cours d'achat officiels. Aux termes d'autres accords, les possibilités de conversion sont plus restreintes, mais en vue d'empêcher l'accumulation exagérée de fonds, les autorités intéressées conviennent de temps à autre de prendre des mesures telles que, par exemple, le rachat de valeurs mobilières à Londres. L'accord avec la Suède, en outre, met ce pays à même d'utiliser les livres sterling versées à des comptes



Les «anciens comptes» sont certains comptes dont de non-résidents étaient déjà titulaires avant l'intensification des restrictions de change, le 17 juillet 1940. La ré-importation de billets étant strictement limitée, le marché en est très étroit et le cours du billet est donné uniquement à titre indicatif.

spéciaux au paiement d'achats faits en dehors des pays du groupe sterling, au Brésil, par exemple. C'est là toutefois une exception; en général, les soldes ne peuvent, sans autorisation spéciale, être utilisés autrement que dans des relations bilatérales. De plus, on s'est efforcé d'orienter les exportations britanniques vers des pays, comme

l'Amérique du Sud, qui ont accumulé des livres sterling à leurs comptes spéciaux, et d'adapter ainsi le volume du commerce avec les divers pays à la situation de leurs comptes de clearing.

Le 21 août 1940, l'importation en Grande-Bretagne des billets de la Banque d'Angleterre a été interdite; toutefois, les personnes entrant dans le pays étaient autorisées à apporter 10 livres sterling en billets de banque. A la fin de janvier 1941, ce droit s'est trouvé restreint aux touristes proprement dits, et par conséquent retiré aux marins et autres personnes qui, dans l'exercice de leurs occupations normales, sont appelés à faire de fréquents voyages entre la Grande-Bretagne et des ports neutres.

Aux Etats-Unis, la valeur-or du dollar n'a pas été modifiée, le prix d'achat de la Trésorerie étant de 35 dollars à l'once de fin moins  $\frac{1}{4}\%$ , soit 34,9125 dollars, et son prix de vente de 35 dollars plus  $\frac{1}{4}\%$ , soit 35,0875 dollars. Le Fonds de stabilisation des changes, qui avait été constitué en 1934 sur les bénéfices de la dévaluation du dollar, se montait à l'origine à 2 milliards de dollars, dont 1.800 millions conservés en or et 200 millions sous la forme d'avoirs auprès des banques de Réserve Fédérale. Au 30 juin 1940, le Fonds avait été accru de 44 millions de dollars, représentant les bénéfices nets de son fonctionnement depuis sa création. Avant la guerre, le Fonds servait principalement, par des interventions sur le marché, à exercer une influence stabilisatrice sur les cours du change par rapport aux monnaies britannique, française, hollandaise, belge et suisse. Cet aspect de son activité prit virtuellement fin au début de la guerre. Le 30 novembre 1940, on annonça que, en dehors d'un crédit de 50 millions de dollars que la Banque d'Exportation et d'Importation accordait à la Chine pour l'aider à résoudre ses problèmes financiers, la Trésorerie prélèverait sur le Fonds de stabilisation un montant supplémentaire de 50 millions de dollars pour servir à la protection de la monnaie chinoise et au contrôle de sa stabilité par rapport au dollar. En décembre 1940, on annonça en outre que 50 millions de dollars du Fonds de stabilisation seraient affectés au maintien de la stabilité entre le dollar et le peso argentin (en plus d'un montant égal que la Banque d'Exportation et d'Importation avait prêté pour d'autres fins). Tout en exposant que les nouvelles opérations s'écartaient dans une certaine mesure de l'objet primitif du Fonds de stabilisation, le Secrétaire du Trésor ajoutait qu'en agissant ainsi, l'administration se conformait à son principe d'assister une nation amie dans l'œuvre de stabilisation de sa monnaie par rapport au dollar et, en fournissant ainsi du change dollar, d'aider les industriels et commerçants américains à écouler leurs produits.

En vertu des règlements édictés aux Etats-Unis relativement aux opérations de change, aux transferts de crédits et à l'exportation des espèces et des devises,

modifiés par le décret du 10 avril 1940, les avoirs en or et en dollars des pays énumérés ci-après ont été «soumis à licence» aux États-Unis et ne peuvent donc plus sans autorisation préalable de la Trésorerie être utilisés pour des paiements (situation à la fin d'avril 1941). Ces pays sont le Danemark, la Norvège, les Pays-Bas, la Belgique, le Luxembourg, la France, l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie, la Roumanie, la Bulgarie, la Hongrie, la Yougoslavie et la Grèce.

La position des monnaies des pays de l'Amérique Latine a été profondément affectée par l'extension des hostilités en Europe, en raison du fait qu'en dehors de leur commerce avec la Grande-Bretagne, ils ne peuvent plus effectuer que de rares expéditions à destination de l'Espagne et du Portugal. L'armature normalement triangulaire de la balance des paiements de l'Amérique Latine, qui permettait de couvrir l'excédent des paiements dus aux États-Unis par l'excédent des rentrées en provenance d'Europe, s'est trouvée ébranlée. Les forces perturbatrices sont de trois ordres: l'accumulation de denrées alimentaires et de matières premières invendables; l'adoption par la Grande-Bretagne de conventions de paiement et de clearing qui empêchent d'utiliser les livres sterling provenant des opérations commerciales au règlement d'obligations en dehors des pays du groupe sterling; enfin, la substitution de marchandises américaines aux articles antérieurement importés d'Europe. Il existe néanmoins quelques facteurs compensateurs: les demandes accrues de matières «stratégiques», «critiques» et autres que les États-Unis adressent à l'Amérique Latine; les crédits accordés par la Banque d'Exportation et d'Importation et le Fonds de stabilisation des États-Unis, grâce auxquels 250 millions de dollars environ ont été mis à la disposition de l'Amérique Latine; les placements faits par les étrangers dans les pays de l'Amérique Latine et, pour quelques-uns de ces pays, un afflux considérable de capitaux en quête d'un refuge, dont le total se monte au minimum à 60 millions de dollars pour l'Argentine et le Brésil réunis, et à 20 millions au moins pour le Mexique. Il résulte de ces divers facteurs que l'Argentine, le Brésil et le Mexique, ainsi que certains parmi les autres pays, ont même été en mesure de renforcer leurs réserves monétaires, alors que d'autres ont subi une grande tension. L'Equateur, le Paraguay et le Venezuela ont adopté de nouvelles restrictions de change pendant l'année 1940; au Venezuela, au Pérou et en Bolivie, les monnaies accusent une dépréciation par rapport au dollar des États-Unis; mais, à la fin de l'année, ces pays avaient, en général, bien repris la situation en main.

Pour l'Argentine, trois cours de change officiels ont été maintenus: un cours d'achat officiel de 3,36 pesos pour 1 dollar des États-Unis, et deux cours de vente officiels de 3,73 et de 4,23 pesos qui s'appliquent à deux

catégories de marchandises considérées comme essentielles. Le change nécessaire pour la plupart des autres produits est vendu aux enchères, conformément à une réglementation édictée en février 1941: les importateurs soumettent leurs offres à la banque centrale et le change est adjugé au plus offrant. Les cours varient donc avec chaque opération. On a constaté que cette procédure permettait de supprimer tous les contingents de change appliqués à des marchandises déterminées autres que celles qui étaient prévues dans les conventions commerciales conclues avec des pays étrangers. En avril 1940, on avait décidé de coter la livre sterling sur le marché libre en prenant pour base le rapport fixe de 4,02 dollars pour une livre sterling. A la fin de 1940, le Paraguay, la Grande-Bretagne et l'Argentine conclurent un accord de paiements triangulaire qui permettait au Paraguay de se procurer des pesos argentins (la seule monnaie utilisée en fait dans ce pays pour les transactions internationales) en échange de soldes en livres sterling. En février 1941, on introduisit une forme de contrôle des changes plus sévère pour neutraliser les effets des mouvements commerciaux défavorables et de la spéculation sur les changes.

Le cours officiel et le cours du marché cotés au Brésil pour le dollar des Etats-Unis sont demeurés stables depuis le printemps de 1939, malgré la disparition en Europe d'importants marchés pour le café. Un accord conclu entre les pays de l'Amérique Latine producteurs de café et les Etats-Unis (voir p. 75), des crédits ouverts par la Banque d'Exportation et d'Importation, qui devaient servir en partie à des placements industriels, l'afflux de capitaux en quête d'un refuge et dont on estime le montant à 25 millions de dollars au minimum, ont contribué au maintien de la position du change. En juillet 1940 a été conclu un accord relatif au transfert des dividendes, en vertu duquel 13,9 millions de dollars et 1,6 million de livres sterling seront transférés dans un délai de quatre années. Au milieu du mois de mai 1940, la Banque de Brésil a bloqué les dépôts de tous les pays d'Europe, à l'exception de ceux de la Grande-Bretagne, de la France et du Portugal, mais, le 30 du même mois, la Banque de Brésil a donné aux autres banques des instructions leur enjoignant de libérer les dépôts et de reprendre les opérations de change avec les ressortissants des pays d'Europe, exception faite de la Norvège, du Danemark, des Pays-Bas, de la Belgique, de la Pologne, de la Tchécoslovaquie et du Luxembourg.

Au Chili, en Colombie et en Uruguay, les cours officiels du dollar n'ont accusé aucun changement pendant toute l'année 1940. De temps à autre, ces pays ont éprouvé certaines difficultés à s'approvisionner en devises étrangères; les contrôles des changes ont été renforcés, spécialement en Colombie, mais de nouvelles dépréciations des monnaies furent évitées. En novembre a été

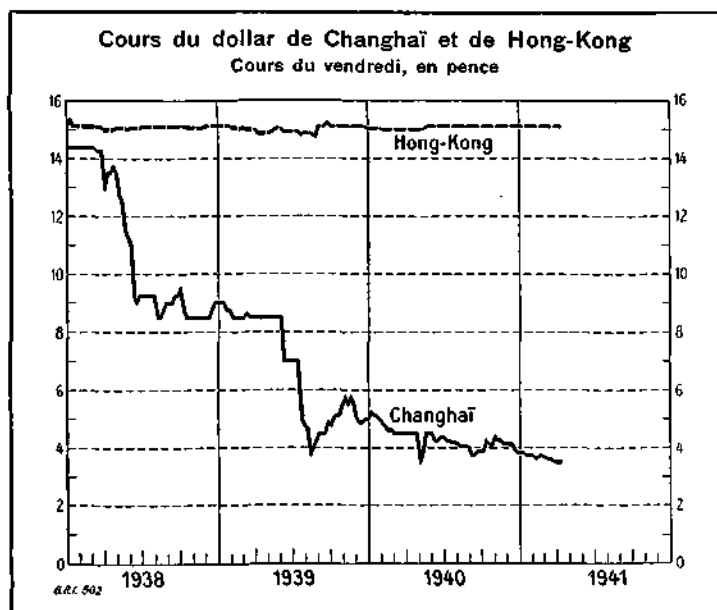
conclu un accord de paiement anglo-chilien, couvrant tous les règlements commerciaux et financiers entre le Chili et les pays du bloc-sterling. Les cours de la livre sterling seront déterminés sur la base de la parité du prix de l'or à Londres et du cours du dollar au Chili. En Bolivie, après un fléchissement de la valeur de change, au printemps de 1940, la monnaie a été rattachée au dollar sur la base d'un cours de 40 bolivianos pour 1 dollar pour les importations jugées indispensables et, pour les autres importations, sur la base d'un cours de compensation de 55 bolivianos. Au Pérou également, après un fléchissement au printemps, la monnaie est restée stable depuis le mois de mai 1940 au cours de 6,50 sols pour 1 dollar. Le Pérou n'a pas de restrictions de change, mais il a renforcé sa position commerciale au moyen de taxes sur les objets de luxe et quelques autres marchandises. Au Venezuela, où la monnaie s'était maintenue jusqu'à la fin de 1939 à un niveau très rapproché de sa valeur-or de 1929, la monnaie s'est dépréciée de 20% dans le second semestre de 1940; le marché libre des devises a été supprimé et un contrôle strict des importations et des changes a été imposé. La National City Bank de New-York a ouvert alors un crédit qui a eu pour résultat d'augmenter d'environ 50 % les contingents de change alloués pour les importations. Après un brusque fléchissement de la position de change, le contrôle des changes a été rétabli en Equateur en juin 1940, et le contrôle des importations en octobre; à la fin de l'année, le terrain perdu avait été regagné et, en décembre, le cours du dollar était fixé à 14,8 sucres pour les achats et à 15 sucres pour les ventes.

Après une faiblesse marquée pendant le premier semestre de 1940, le peso mexicain se raffermi à l'automne, époque à laquelle le public, craignant une participation des Etats-Unis à la guerre, vendit ses dollars sur le marché libre, la Banque de Mexique les achetant au cours de 4,85 pesos pour 1 dollar. Un important afflux de capitaux a renforcé les réserves de la Banque de Mexique et mis le pays en mesure de ne pas instituer de contrôle des changes. A Cuba, le peso faisait prime sur le dollar (environ 9 %) au début de 1941, c'est-à-dire qu'il était presque au même cours qu'un an plus tôt. Il n'y a pas à Cuba de restrictions de change; il en est de même dans la République Dominicaine, au Salvador, au Guatémala, à Haïti et au Panama.

Monnaies d'Extrême-Orient. Le yen japonais est resté rattaché au dollar des Etats-Unis au cours de 23,44 dollars pour 100 yen. Ce cours avait été adopté en octobre 1939, après que le yen, détaché de la livre sterling le mois précédent, eut subi une dépréciation de 14 % correspondant à celle du cours officiel de la livre sterling. Aucun accord de paiements ou de clearing n'ayant été conclu entre le Japon et la Grande-Bretagne, les cours de la livre sterling par rapport au yen ont suivi sur le marché une courbe parallèle à celle

du cours de la livre sterling libre à New-York, atteignant à une moyenne de 1s. 5d. pour un yen en mai 1940 et revenant à 1s. 2d. au mois d'août suivant; depuis lors, le cours de la livre n'a pas changé. Outre les billets mis en circulation par la Banque du Japon, des billets libellés en yen sont émis par la Banque de Chosen et par la Banque de Taïwan. Le yuan du Mandchoukouo (monnaie émise par la Banque Centrale de Mandchou) a été rattaché au yen à la parité nominale, le 4 novembre 1935, date à laquelle le Mandchoukouo a cessé d'adhérer à l'étalon-argent (se libérant ainsi des effets de la hausse du prix de l'argent sous l'action des achats effectués par la Trésorerie des Etats-Unis). Une autorisation préalable est requise pour tout transfert de fonds supérieur à 3.000 yen entre le Mandchoukouo et le Japon, et ces transferts sont exécutés par l'intermédiaire de la Banque Centrale de Mandchou à la parité de change. Il a été décidé, en février 1940, que toutes les devises étrangères acquises par le Mandchoukouo devraient être livrées au Japon et qu'en échange, le Japon fournirait au Mandchoukouo les devises étrangères dont il a besoin pour acheter les matières premières nécessaires au développement de son industrie et de son agriculture. Ce mode indirect de financement est actuellement appliqué à tout le commerce extérieur du Mandchoukouo, exception faite de son commerce avec l'Allemagne et la Roumanie, pays avec lesquels des accords spéciaux de clearing et de troc ont été conclus.

La monnaie du Gouvernement national de Chine (Gouvernement de Chiang Kaï Chek), établi à Chungking depuis 1938, est le yuan de Chungking, connu également sous le nom de dollar chinois (standard), de yuan chinois ou



de dollar de Changhaï, mais désigné sous le terme populaire de «fapi». Il a été introduit à la fin de 1935, époque à laquelle la Chine abandonna l'étalon-argent et conclut des conventions pour soutenir sa monnaie, se déclarant prête à acheter des dollars chinois contre des livres sterling à environ 1s. 2 1/2 d. Quatre grandes banques chi-

noises jouissent du privilège d'émettre des billets: la Banque Centrale de Chine, la Banque des Communications, la Banque de Chine et la Farmer's Bank de Chine. Après l'ouverture des hostilités avec le Japon, en juillet 1937, le dollar chinois s'est déprécié rapidement et, depuis le mois d'août 1938 jusqu'au mois de mai 1939, il a été coté aux environs de  $8\frac{1}{2}$ d. En été 1939, un nouveau mouvement de baisse se dessina, et le cours atteignit son niveau le plus bas en août avec  $3\frac{1}{2}$ d. A partir de ce moment, la monnaie ne se raffermi que temporairement. Une nouvelle dépréciation la fit tomber durant le premier semestre de 1940 à environ  $3\frac{1}{8}$ d. et elle a récemment oscillé aux environs de  $3\frac{1}{2}$ d., ce qui équivaut approximativement à un cours de  $5\frac{1}{2}$  cents des Etats-Unis pour 1 yuan.

Vers la fin de 1940, la position du yuan de Chungking (terme sous lequel il est peut-être préférable de désigner la monnaie du gouvernement de Chungking pour éviter toute confusion) s'est raffermie, grâce à des crédits accordés par les gouvernements de la Grande-Bretagne et des Etats-Unis. Le gouvernement britannique prit des dispositions pour l'octroi d'un prêt de 10 millions de livres sterling, dont la moitié était destinée aux achats de matériel de guerre et l'autre moitié à soutenir le change (le nouveau crédit de 5 millions s'ajoutant à la garantie de 5 millions que le gouvernement britannique avait donnée en 1939); l'emprunt américain se montait à 100 millions de dollars (dont 50 millions avancés par la Banque d'Exportation et d'Importation et 50 millions par le Fonds de stabilisation pour soutenir le change). Des accords de change ont été signés le 25 avril 1941 entre la Chine d'une part, les Etats-Unis et la Grande-Bretagne d'autre part. Ces accords prévoient la constitution par la Chine d'un Fonds de stabilisation qui sera géré par une Commission de stabilisation que le gouvernement chinois désignera. Ce conseil se composera de cinq membres: trois Chinois, un Américain désigné par la Chine sur la recommandation du Secrétaire de la Trésorerie des Etats-Unis, et le cinquième un Britannique désigné sur la recommandation de la Trésorerie britannique.

Une sorte de conflit monétaire s'est engagé entre le yen japonais d'une part et le yuan de Chungking d'autre part. Depuis 1937, avec l'aide du Japon, il n'a pas été établi moins de quatre nouvelles banques d'émission. Ce sont 1) la Banque Centrale de Mongolie Intérieure, établie à Changchiakou (Kalgan) en 1937; 2) la Banque de Réserve Fédérale de Chine Septentrionale, établie à Peiping (Pékin) en 1938; 3) la Banque Commerciale de Hua-Hsing, établie à Changhaï en 1939; 4) la Banque Centrale de Réserve, établie à Nankin en 1940.

La Banque Centrale de Mongolie Intérieure a été constituée en 1937 par les trois gouvernements autonomes de la Mongolie Intérieure, dont

chacun a souscrit 4 millions de yuan du capital (libéré d'un quart). La monnaie émise par elle est connue sous le nom de yuan de Mengku; théoriquement, il est rattaché au yuan du Mandchoukouo à la parité, mais en pratique, il suit le cours du yuan de Chungking. Des devises étrangères autres que le yen et ses satellites sont achetées quand il est nécessaire par l'intermédiaire du yuan de Chungking sur le marché de Tientsin. D'une manière générale, les capitaux dont on avait besoin en Mongolie Intérieure ont pendant longtemps été fournis par la région de Tientsin-Peiping (Pékin) et le financement du commerce extérieur du pays a été surtout aux mains des banques étrangères de cette région. L'une des raisons de l'introduction des restrictions de change et du contrôle du commerce extérieur pendant l'été de 1940 a été le désir de rendre la Mongolie Intérieure moins dépendante des influences financières étrangères.

La Banque de Réserve Fédérale de Chine Septentrionale a été créée en mars 1938 comme banque d'émission pour les trois provinces du Chantoung, du Chansi et du Houpeï. A cette époque, ces provinces étaient sous l'autorité du «Gouvernement provisoire», mais depuis l'automne de 1940 (époque à laquelle le Gouvernement national de Wang Ching-Wei fut établi à Nankin), elles sont placées sous le contrôle du «Comité politique de la Chine Septentrionale». La banque est au capital de 50 millions de yuan, dont 25 millions ont été versés, moitié par le gouvernement et moitié par huit banques chinoises. La fraction représentant la souscription du gouvernement a été avancée par la Yokohama Specie Bank, la Banque de Chosen et la Banque Industrielle de Japon. Un Fonds d'égalisation des changes a été constitué, qui a pour fonction de maintenir sur le marché des changes la valeur du yuan de la Chine Septentrionale (généralement appelé yuan de Tientsin); il a été doté d'un crédit de 100 millions de yen fourni par un syndicat de quatorze banques japonaises. En théorie, le yuan de Tientsin est rattaché au yen japonais, mais, en pratique, sa valeur a été affectée par les mouvements du yuan de Chungking. Au printemps de 1940, sa dépréciation a même été plus marquée que celle de ce dernier, mais un mouvement de reprise s'est dessiné, si bien que, le 5 juin, 90 yuan de Tientsin équivalaient à 100 yuan de Chungking. Cette amélioration serait due en partie à l'interdiction d'importer des marchandises sans utiliser des lettres de change (mesure qui a largement contribué à arrêter l'activité des banques européennes dans le financement du commerce extérieur avec le yuan de Chungking) et en partie à l'accord conclu avec l'administration des Concessions Internationales de Tientsin au sujet de l'utilisation de 52.993.000 yuan en argent. L'amélioration s'est poursuivie: le 6 février 1941, 78,25 yuan de Tientsin équivalaient à 100 yuan de Chungking sur le marché des changes de Changhaï. Le yuan de Tientsin est la seule monnaie admise pour le paiement des droits de douane dans les trois provinces septentrionales.



La Banque Commerciale de Hua-Hsing, à Changhaï, a été constituée en mai 1939 par le prédécesseur du Gouvernement de Wang Ching-Wei à Nankin; son capital est de 50 millions de yuan, dont la moitié souscrite par le gouvernement et l'autre moitié par six banques japonaises. A l'origine, on se proposait de créer une banque d'émission susceptible de se transformer éventuellement en banque centrale pour l'ensemble de la Chine. Le yuan de Hua-Hsing a été, dès le début, aligné sur le yuan de Chungking, à la parité, mais quand ce dernier s'est déprécié, en été 1939, il a été stabilisé au cours de 6d. pour 1 yuan de Hua-Hsing. Il s'est trouvé ainsi revalorisé par rapport au yuan de Chungking, et, le 6 février 1941, 1 yuan de Hua-Hsing équivalait à 1,79 yuan de Chungking. Toutefois, le yuan de Hua-Hsing était de peu d'utilité pour le commerce d'exportation. Au total, environ 6 millions de yuan seulement auraient été mis en circulation, alors que le total des billets en circulation dans la région de Changhaï atteint 600 millions de yuan. Quand la nouvelle banque centrale ouvrit ses guichets à Nankin, au début de 1941, la Banque Commerciale de Hua-Hsing perdit son privilège d'émettre des billets; à l'avenir, elle est destinée à fonctionner exclusivement comme banque privée.

La Banque Centrale de Réserve, à Nankin, a été constituée par le Gouvernement national (gouvernement de Wang Ching-Wei) après sa formation en 1940, la banque ayant ouvert ses portes le 6 janvier 1941. Son capital de 100 millions de yuan a été souscrit entièrement par le gouvernement, et le ministre des finances est en même temps gouverneur de la banque.

L'unité monétaire en laquelle sont libellés les billets émis par la nouvelle banque s'appelle le yuan de la Banque Centrale de Réserve de Nankin; elle a la même valeur que le yuan de Chungking. On a fait savoir, le jour de l'ouverture de la nouvelle banque, que le siège principal avait émis 7 millions de yuan en échange de «fapi», monnaie du gouvernement de Chungking, adversaire du gouvernement de Nankin. Au début, la nouvelle banque était disposée à échanger, sans condition ni discrimination, les billets du gouvernement de Chungking, libellés en «fapi», contre ses propres billets; mais elle fit une première exception en refusant d'échanger les billets de la Farmer's Bank. Puis, le 8 février 1941, les modifications suivantes furent apportées: tous les billets émis avant 1939 par la Banque Centrale de Chine, la Banque de Chine et la Banque des Communications devaient être convertibles en billets de la Banque Centrale de Réserve de Nankin, à l'exception des coupures de 50 et de 100 yuan, et des billets subsidiaires autres que ceux de 1 yuan. Ces dispositions excluent de la conversion tous les billets d'émission récente libellés en yuan de Chungking. L'acceptation de ces deux monnaies au pair est obligatoire pour le paiement

des droits de douane à Changhaï, où les montants perçus par les douanes ont récemment atteint de 20 à 40 millions de yuan par mois.

Pendant les premiers mois de 1941, il semble que le yuan de Chungking ait relativement bien maintenu sa position sur le marché des changes presque sans aide officielle. Il semble que la balance commerciale de la région de Changhaï se soit légèrement améliorée: la situation mondiale dans son ensemble évolue probablement dans un sens favorable à la Chine (accroissement de la demande de produits chinois par l'étranger et hausse des prix à l'étranger); de plus, les crédits consentis par les gouvernements de la Grande-Bretagne et des Etats-Unis ont également contribué à créer une meilleure impression. A la longue, le facteur décisif sera sans aucun doute la mesure dans laquelle le gouvernement de Chungking saura éviter de recourir à l'inflation. On a fait savoir officiellement que la circulation des billets des quatre banques chinoises qui jouissent du privilège d'émettre des yuan de Chungking s'est élevée de 2.627 millions à la fin de juin 1939 à 3.962 millions à la fin de juin 1940. Le tableau suivant, communiqué par la Banque du Japon, indique les montants mis en circulation à la fin de 1939 et de 1940 par les banques d'émission soutenues par le Japon.

**Circulation des banques d'émission soutenues par le Japon.**

Chiffres de fin d'année, en millions de yen	1939	1940
Banque du Japon . . . . .	3.679	4.777
Banque de Chosen . . . . .	443	580
Banque de Taïwan . . . . .	171	199
Banque Centrale de Mandchou . . . . .	623	947
Banque de Mengchiang . . . . .	60	93
Banque de Réserve Fédérale de Chine	458	715

La Banque Centrale de Réserve de Chine à Nankin a ouvert ses guichets le 6 janvier 1941 et la circulation effective des billets était de 33 millions de yuan à la fin d'avril 1941.

Ce tableau ne comprend pas les 6 millions de yuan émis par la Banque Commerciale de Hua-Hsing, ni les certificats militaires en circulation. On a calculé, d'après des renseignements de sources autorisées, que les certificats militaires en circulation à la fin de 1940 se montaient à 120 millions de yen en Chine Centrale et à 50 millions de yen en Chine Méridionale. En février

1941, le certificat militaire était coté à Changhaï au cours de 1,76 yuan de Chungking et les billets de la Banque du Japon (qui ne peuvent être rapatriés au Japon) au cours de 1,60 yuan de Chungking, alors que le «cross rate» était de 4,40 yuan de Chungking pour 1 yen sur la base de la valeur du yen rattaché au dollar. On constate depuis 1936 une hausse des prix des marchandises dans tout l'Extrême-Orient: au Japon, cette hausse a été au bas mot de 60 %, au Mandchoukouo d'environ 130 %, à Tientsin d'environ 400 % et, à Changhaï, il est possible qu'elle atteigne 500 %. On note une certaine tendance de diverses monnaies à se rapprocher des parités de leur pouvoir

d'achat. Le marché des changes de Changhaï reste libre de toutes restrictions officielles, les monnaies trouvent d'elles-mêmes leur niveau avec le soutien que les autorités monétaires estiment opportun de leur apporter de temps à autre. Ce qui met le mieux en lumière l'anomalie de la situation monétaire en Extrême-Orient est peut-être le fait que, lorsque le gouvernement de Chungking intervient pour soutenir le cours de sa monnaie, il le fait sur le marché de Changhaï, placé sous le contrôle du Japon, et sur lequel le Japon peut acheter des devises étrangères. On s'est demandé si le gouvernement de Chungking ne pourrait pas et ne devrait pas limiter son soutien aux régions qui sont effectivement placées sous son contrôle ou s'il devra continuer de maintenir la confiance en sa monnaie en soutenant celle-ci également sur le marché de Changhaï. Lors de la rédaction du présent Rapport, on ignore si la nouvelle Commission de stabilisation, établie par le gouvernement de Chungking au moment où les gouvernements de Grande-Bretagne et des Etats-Unis lui ont consenti des crédits, a déjà pris une décision à cet égard.

On peut acheter des devises étrangères sur le marché des changes de Changhaï sans que l'on pose de questions quant à l'objet de la transaction, sans que l'on cherche à savoir si l'achat est fait en vue d'un règlement commercial ou financier, ou en vue d'une évasion de capitaux. Le dollar des Etats-Unis, le peso mexicain et certaines autres monnaies de l'Amérique Latine sont également exempts de toutes restrictions. En Europe, au Portugal et en Suisse, il existe des marchés des changes libres, mais dans ces deux pays, les banques centrales ont conclu avec les banques privées des accords officieux pour prévenir en particulier une fuite des capitaux. Les systèmes de contrôle des changes et l'application de cours fixés par des accords de clearing et de paiements excluent de plus en plus les opérations d'arbitrage et les cotations de cours à terme. Les marchés des devises étrangères ont cessé de réagir aux variations qui interviennent dans les tendances économiques et les mouvements des capitaux, et ont ainsi cessé de constituer à cet égard des indices sensibles comme autrefois. Pourtant, sous l'effet de la tension provoquée par la guerre actuelle, d'importants changements se produisent dans la structure des prix de vente et des prix de revient, dans le volume de la monnaie et dans la situation du commerce extérieur de presque tous les pays, et il est inévitable que, sous la stabilité apparente, il se propage des germes de déséquilibre qui, tôt ou tard, modifieront les rapports établis entre les différentes monnaies. A l'heure actuelle, il est certainement difficile de déterminer ce qu'il conviendrait de considérer comme un équilibre véritable des cours. Lorsque le commerce est virtuellement interrompu (par exemple, entre la plupart des pays d'Europe et les Etats-Unis), les niveaux relatifs des prix de revient et

des prix de vente n'ont aucune importance immédiate. Même lorsque les relations commerciales sont maintenues, il arrive souvent que les prix des marchandises importées et des marchandises exportées (affectés par des frets élevés et un certain nombre d'autres facteurs) évoluent en sens contraires; il se peut même que ces divergences exercent une influence considérable, bien que peut-être transitoire, sur la situation économique. Un grand nombre des facteurs exceptionnels qui affectent à l'heure actuelle les balances des paiements disparaîtront certainement quand le commerce extérieur reprendra son cours normal. En dehors des changements de structure au sujet desquels il est difficile de formuler un jugement général, on s'apercevra probablement que les éléments entrant dans la détermination des prix de revient, tels que les traitements et salaires, exerceront une influence décisive sur la valeur intrinsèque future des diverses monnaies en raison de la résistance qu'ils opposeront à tout ajustement par réduction des prix.

## 2. COMMERCE EXTÉRIEUR.

Dans la guerre moderne, le blocus et le contre-blocus (applications en grand des anciennes méthodes de siège) ayant pour objet d'interrompre le commerce extérieur des adversaires, il est naturel que la publication des statistiques commerciales soit réduite au minimum. Quelques pays, la Belgique, la France, l'Allemagne, le Japon et la Norvège, par exemple, ont cessé la publication régulière de toutes les statistiques du commerce extérieur, bien qu'il puisse leur arriver, de temps à autre, de donner certaines indications générales sur les principales tendances. D'autres pays, la Grande-Bretagne, la Suisse et la Suède, par exemple, ont supprimé la répartition par pays des mouvements commerciaux et ont, à d'autres égards également, «simplifié» les relevés statistiques. Il n'est plus possible de calculer la valeur ou le volume total du commerce extérieur du monde entier, et l'on ne peut toujours déterminer dans quelle mesure les chiffres font état du commerce du matériel de guerre. Enfin, il semble que d'une façon générale les marchandises importées et exportées aient subi de plus fortes fluctuations de prix que les produits nationaux; pour cette raison, il convient d'apporter une grande circonspection en comparant les chiffres de 1940 à ceux des années antérieures.

Parmi les grandes puissances, seuls les Etats-Unis continuent de publier leurs statistiques commerciales sur une base normale; il peut donc être utile, au début d'une analyse du commerce mondial, d'indiquer les tendances que révèlent ces statistiques. Les chiffres ci-après donnent la valeur totale du commerce extérieur des Etats-Unis pendant ces dernières années.

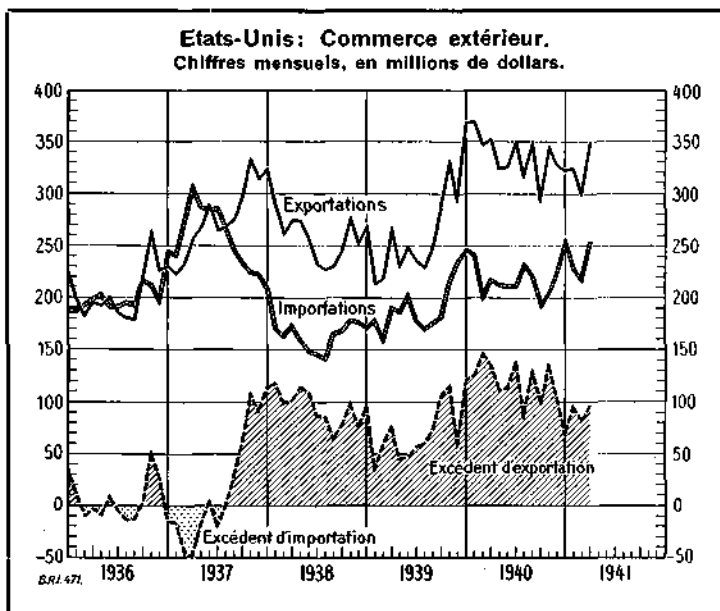
Pendant la crise économique de 1938, les importations ont fortement fléchi, les exportations se sont au contraire fermement maintenues, et il en est résulté un excédent d'exportation de plus de 1 milliard de dollars — chiffre le plus élevé depuis 1921 si l'on fait abstraction de celui de 1928. Les demandes de marchandises des Etats-Unis émanant de l'étranger ont légèrement

**Etats-Unis: Commerce extérieur  
en 1937—1940.**

Millions de dollars	Exportations	Importations	Balance
1937	3.349	3.084	+ 265
1938	3.094	1.960	+ 1.134
1939	3.177	2.318	+ 859
1940	4.022	2.625	+ 1.396

diminué pendant les premiers mois de 1939, période pendant laquelle les exportations ont été sensiblement inférieures à celles de l'année précédente. A partir du mois de juin, la courbe des exportations a commencé de se relever, tendance qui s'est accentuée après l'ouverture des

hostilités, en septembre 1939, et la suppression, le 4 novembre 1939, des clauses de la loi de neutralité (de 1937) interdisant la vente d'armes, de munitions et de matériel de guerre aux pays belligérants. Malgré la disparition de marchés importants sur le continent européen, les exportations des Etats-Unis en 1940 ont dépassé, tant en valeur qu'en volume, tous les chiffres annuels atteints depuis 1929. Même l'extension de la guerre au printemps de 1940 n'a pas diminué de façon appréciable le chiffre des exportations: le total des exportations pendant le second semestre de l'année n'a été inférieur que de 5% à celui des six premiers mois. Il ressort du tableau suivant que l'accroissement



des exportations à destination de l'Empire britannique et (en chiffres absolus) à destination de l'Amérique Latine a compensé la diminution des envois à l'Europe continentale, les exportations des Etats-Unis vers l'ensemble des pays européens restant à un niveau à peu près stable, soit à environ 40% des exportations totales.

**Etats-Unis: Exportations par pays de destination  
en 1939 et 1940.**

Période	Exportations à destination de							Exportations totales
	Empire Britannique			Europe conti- nentale	Améri- que Latine	Japon	Tous les autres pays	
	Grande- Bretagne	Canada	Total*					
millions de dollars								
1939								
1er semestre	230	202	565	336	249	111	155	1.416
2nd semestre	276	287	714	437	320	121	169	1.761
1940								
1er semestre	359	317	845	541	378	107	194	2.065
2nd semestre	651	398	1.248	84	348	120	157	1.957
pourcentages du total								
1939								
1er semestre	16	14	40	24	18	8	11	100
2nd semestre	16	16	41	25	18	7	10	100
1940								
1er semestre	17	15	41	26	18	5	9	100
2nd semestre	33	20	64	4	18	6	8	100

\* Y compris les autres pays de l'Empire.

Pendant le premier semestre de 1940, l'accroissement des exportations à destination de la France, des pays scandinaves, des Pays-Bas, de la Belgique et de la Suisse fut suffisant pour maintenir la quote-part de l'Europe continentale dans le total des exportations des Etats-Unis à son niveau habituel d'environ 25%, mais pendant le second semestre de l'année, la quote-part de l'Europe continentale est tombée à 4% seulement, dont la majeure partie est représentée par le commerce via Lisbonne. La quote-part de la Grande-Bretagne a doublé, passant de 16 à 33%, et, pendant le second semestre de 1940, près des deux tiers des exportations des Etats-Unis ont été envoyés à l'Empire britannique. La quote-part d'avant-guerre de l'Amérique Latine, soit 18%, n'a pas varié, bien que la valeur de ces exportations ait augmenté de 27% de 1939 à 1940. L'importance relative du commerce d'exportation à destination du Japon et de «tous les autres pays» a diminué, mais les chiffres absolus n'ont pas sensiblement varié.

Des changements considérables se sont produits depuis le début de la guerre, non seulement dans la destination, mais aussi dans la nature des exportations des Etats-Unis, l'expansion ayant surtout porté sur les matières premières essentielles pour la conduite de la guerre.

Si les exportations de matériel de guerre ont augmenté, celles des produits agricoles se sont ralenties. En temps normal, la Grande-Bretagne est le

**Etats-Unis: Exportations de produits industriels et autres en 1939 et 1940.**

Période	Produits industriels		Produits agricoles		Autres matières premières	Total
	Six produits essentiels à la guerre <sup>1)</sup>	Autres produits industriels	Coton brut <sup>2)</sup>	Autres produits agricoles		
	pourcentage du total					
1939 1er semestre	21	54	5	14	6	100
2nd semestre	24	47	10	12	7	100
1940 1er semestre	33	44	9	9	5	100
2nd semestre	43	43	2	7	5	100

<sup>1)</sup> Y compris le fer et l'acier lourds, les métaux non ferreux, les machines à travailler les métaux, les avions, les armes à feu et les produits chimiques.

<sup>2)</sup> Les envois exceptionnellement importants de coton pendant le second semestre de 1939 et le premier semestre de 1940 sont dus à la reconstitution à l'étranger des stocks épuisés et à l'aide rendue par les subsides à l'exportation du coton plutôt qu'aux répercussions directes de la guerre.

principal marché pour les produits agricoles exportés par les Etats-Unis, et l'Europe continentale n'a guère moins d'importance. L'extension de la guerre en 1940 a eu pour effet d'arrêter presque complètement les ventes à l'Europe continentale et même de réduire les ventes à la Grande-Bretagne. Pendant le second semestre de 1940, les exportations des produits agricoles des Etats-Unis n'ont atteint que 166 millions de dollars, chiffre le plus bas depuis 1869. Ce phénomène présente un contraste frappant avec l'accroissement des demandes européennes de denrées alimentaires en provenance des Etats-Unis

**Etats-Unis: Exportations des produits agricoles, en pour-cent du total des exportations.**

1900	60 %
1911—15	50 %
1929	33 %
1939	21 %

**Etats-Unis:  
Commerce avec l'Europe,\*  
pourcentage.**

% du total des exportations des importations	Exportations vers l'Europe	Importations d'Europe
1900	75	52
1910—14	60	50
1929	45	30
1939	41	27

\* Y compris les îles Britanniques.

que l'on a constaté en 1915. Il est d'ailleurs intéressant d'observer, en ce qui concerne les périodes antérieures, que la diminution persistante des exportations de produits agricoles en provenance des Etats-Unis, depuis le début du siècle, a concorde avec l'importance décroissante prise par l'Europe, dans son ensemble, dans le commerce extérieur des Etats-Unis.

Ces chiffres accusent l'accentuation d'une lente évolution qui reflète l'importance croissante de pays situés hors d'Europe et l'augmentation continue de la production agricole en dehors des Etats-Unis.

Les importations vers les Etats-Unis ont progressé de 13% de 1939 à 1940, mais le total en était encore très inférieur au niveau relativement élevé des importations en 1937, époque à laquelle les achats à l'étranger étaient stimulés par une grande activité industrielle et des récoltes insuffisantes aux Etats-Unis. L'accroissement des importations au cours de 1940 reflète surtout l'augmentation de la production industrielle, mais il provient également du fait que le gouvernement a accumulé les matières premières nécessaires à la défense nationale et que les industriels américains se sont efforcés de constituer des stocks de matières premières étrangères.

**Etats-Unis: Importations par catégories de produits en 1939 et 1940.**

Période	Principaux produits d'importance stratégique <sup>1)</sup>	Autres produits bruts et manufacturés	Denrées alimentaires	Produits finis	Total <sup>2)</sup>
Millions de dollars					
1939 1 <sup>er</sup> semestre . .	172	456	291	154	1.072
2 <sup>nd</sup> semestre . .	250	498	313	143	1.204
1940 1 <sup>er</sup> semestre . .	276	542	301	124	1.243
2 <sup>nd</sup> semestre . .	379	542	261	115	1.297
en pour-cent du total					
1939 1 <sup>er</sup> semestre . .	16	43	27	14	100
2 <sup>nd</sup> semestre . .	21	41	26	12	100
1940 1 <sup>er</sup> semestre . .	22	44	24	10	100
2 <sup>nd</sup> semestre . .	29	42	20	9	100

<sup>1)</sup> Caoutchouc brut, soie brute, étain, nickel, antimoine, et minerais et métaux à base de fer.

<sup>2)</sup> Importations pour la consommation seulement.

L'accroissement des importations est presque entièrement dû aux achats plus considérables des six principaux produits d'importance stratégique qui ont représenté 29% du total des importations pendant le second semestre de 1940, contre 16% avant l'ouverture des hostilités. Les importations de produits finis sont tombées brusquement à moins de 10% du total, par suite de la diminution du commerce avec l'Europe continentale depuis le milieu de 1940. Pendant le second semestre de 1940, les Etats-Unis n'ont reçu de l'Europe dans son ensemble (Grande-Bretagne comprise) que 11% de leurs importations totales, contre environ 50% pendant la période de 1900 à 1914, et environ 30% pendant les années 1929 à 1938.

On constate une augmentation sensible des importations en provenance de l'Empire britannique: papier à journaux et nickel du Canada, caoutchouc et étain de la Malaisie britannique, laine de l'Australie et toile de jute de



Etats-Unis: Importations par pays en 1939 et 1940.

Période	Empire britannique			Europe continentale	Amérique Latine	Japon	Tous les autres pays	Total
	Grande-Bretagne	Canada	Total *					
Millions de dollars								
1939								
1er semestre	73	149	379	237	253	61	164	1.094
2nd semestre	77	191	450	226	265	100	183	1.224
1940								
1er semestre	78	184	523	164	323	67	217	1.294
2nd semestre	77	239	608	64	297	92	270	1.331
en pour-cent du total								
1939								
1er semestre	7	14	35	22	23	6	15	100
2nd semestre	6	16	37	19	22	8	15	100
1940								
1er semestre	6	14	40	13	25	5	17	100
2nd semestre	6	18	46	5	22	7	20	100

\* Y compris les autres pays de l'Empire.

l'Inde Britannique. Si, en plus du commerce des marchandises, l'on tenait compte des envois d'or de l'Afrique du Sud et des autres contrées britanniques productrices d'or, la quote-part de l'Empire britannique dans les importations américaines serait très supérieure au niveau de 46% qu'elle avait atteint pendant le second semestre de 1940. La valeur des importations de l'Amérique Latine représente encore la même proportion du total, mais de plus grandes quantités ont été importées, le blocus ayant provoqué une accumulation de stocks supplémentaires et une baisse consécutive des prix du café, du sucre et de plusieurs autres denrées alimentaires subordonnées aux marchés européens. Les importations en provenance du Japon n'accusent qu'une légère diminution, mais les importations provenant de «toutes les autres contrées» ont augmenté, y compris celles de tungstène, de soie brute et d'étain de la Chine, de caoutchouc et d'étain des Indes Néerlandaises, et des minerais à base de fer, d'étain et de cobalt du Congo Belge.

L'excédent des exportations en 1940 s'est élevé à près de 1.400 millions de dollars, répartis ainsi qu'il ressort du tableau de la page suivante.

Dans les relations avec l'Empire britannique, l'excédent des exportations a été largement couvert par des envois d'or nouvellement extrait des mines, dont le montant s'est élevé à environ 850 millions de dollars en 1940. La Grande-Bretagne a toutefois payé les livraisons d'avance et fourni également des capitaux destinés à être investis dans les industries américaines d'armement, elle a donc dû faire appel à ses ressources en or et en dollars aux Etats-Unis

dans une plus large mesure qu'il n'était nécessaire pour payer les envois courants de marchandises.

Les pays de l'Europe continentale (France, Pays-Bas, Belgique, Suisse, Suède, etc.) qui, pendant les quatre premiers mois de 1940, ont importé des Etats-Unis autant que le leur ont permis les facilités de transport dont ils disposaient, ont payé l'excédent de leurs importations par des prélèvements d'or et de dollars sur leurs avoirs à New-York. L'Amérique Latine n'a plus été en mesure d'utiliser le produit de ses exportations en Europe pour ses paiements aux Etats-Unis, mais la Banque d'Exportation et d'Importation ainsi que le Fonds de stabilisation des changes lui sont venus en aide en lui fournissant des

**Etats-Unis: Balance commerciale avec diverses contrées en 1940.**

En millions de dollars	Exportations	Importations	Balance
<b>Empire britannique</b>			
Grande-Bretagne . . .	1.010	155	+ 855
Canada . . . . .	715	424	+ 291
Autres pays de l'Empire	368	551	— 183
<b>Total pour l'Empire britannique . . .</b>	<b>2.093</b>	<b>1.130</b>	<b>+ 963</b>
<b>Europe continentale .</b>	<b>624</b>	<b>227</b>	<b>+ 397</b>
<b>Amérique Latine . .</b>	<b>727</b>	<b>620</b>	<b>+ 107</b>
<b>Japon . . . . .</b>	<b>227</b>	<b>158</b>	<b>+ 69</b>
<b>Autres pays . . . . .</b>	<b>351</b>	<b>490</b>	<b>— 139</b>
<b>Total général .</b>	<b>4.022</b>	<b>2.625</b>	<b>+ 1.396</b>

crédits qui, à la fin de 1940, se chiffraient à plus d'un quart de milliard de dollars. Le Japon a dû avoir recours à des exportations d'or pour se procurer les ressources nécessaires au paiement d'importants achats aux Etats-Unis. «Tous les autres pays», y compris, en particulier, les Indes Orientales Néerlandaises, ont vendu sur le marché américain plus qu'ils n'y

ont acheté et n'ont par conséquent éprouvé aucune difficulté à se procurer les dollars dont ils avaient besoin.

Le fait que, pendant le second semestre de 1940, la balance des Etats-Unis a été déficitaire avec les pays autres que l'Empire britannique, montre jusqu'à quel point les exportations américaines se sont concentrées sur l'Empire britannique.

**Etats-Unis: Commerce avec l'Empire britannique et tous les autres pays pendant le second semestre de 1940.**

En millions de dollars	Empire britannique	Tous les autres pays	Total
Exportations à destination de:	1.248	709	1.957
Importations en provenance de:	608	723	1.331
<b>Balance . . . . .</b>	<b>+ 640</b>	<b>— 14</b>	<b>+ 626</b>

En temps normal, les Etats-Unis fournissent au Canada la part de beaucoup la plus grande de ses importations, tandis que l'Empire britannique, en particulier la Grande-Bretagne, absorbe la plus grande partie des exportations canadiennes. Cette tendance s'est même accentuée depuis le début de la guerre. Il ressort du tableau ci-après que l'excédent des exportations à destination de la Grande-Bretagne et celui des importations en provenance des Etats-Unis ont augmenté l'un et l'autre.

**Canada: Commerce extérieur en 1938—40.**

En millions de dollars canadiens	1938	1939	1940
<b>Exportations</b>			
<b>Marchandises</b> . . . . .	836	897	1.186
<b>Or non monétaire (net)</b> . . . . .	161	184	203
<b>Total des exportations</b>	996	1.081	1.389
<b>Total des importations</b> . . . . .	677	751	1.082
<b>Balance</b> . . . . .	+ 319	+ 330	+ 307
<b>Commerce avec la Grande-Bretagne</b>			
Exportations* vers . . . . .	334	331	533
Importations de . . . . .	119	114	161
<b>Balance</b> . . . . .	+ 215	+ 217	+ 372
<b>Commerce avec les Etats-Unis</b> (marchandises)			
Exportations* vers . . . . .	261	336	417
Importations de . . . . .	425	497	744
<b>Balance</b> . . . . .	— 164	— 161	— 327

\* Exportations de produits canadiens à l'exclusion de l'or.

Le Canada étant un pays producteur d'or, il convient de tenir compte des exportations nettes d'or non monétaire. En 1940 (contrairement à l'année précédente), ces exportations nettes n'ont pas couvert l'excédent des importations en provenance des Etats-Unis. Pour réduire l'excédent des exportations dans les relations avec la Grande-Bretagne, on a accordé aux importations de marchandises britanniques au Canada certaines facilités (au nombre desquelles il faut citer des réductions de tarif); il en est résulté, par rapport à 1939, une augmentation des importations en provenance de la Grande-Bretagne. L'accroissement des importations en provenance des Etats-Unis est dû surtout à des achats plus considérables des marchandises désignées par le terme «catégories de guerre»: machines et véhicules (y compris les avions), métaux et textiles. Pour ménager les ressources en dollars de la nation, renforcées par la mobilisation des valeurs mobilières américaines, et pour réduire les dépenses de luxe

dans le pays, le Canada a institué, en juin 1940, une taxe de change de guerre de 10% sur toutes les importations ne provenant pas de l'Empire et, en décembre, il a interdit (sans licences) l'importation des automobiles de tourisme, de certains articles vestimentaires, de matériel électrique et de divers autres articles originaires de pays ne faisant pas partie du bloc-sterling. En même temps, il a établi des droits de douane élevés pour prévenir le développement de la production au Canada d'articles dont l'importation était interdite ou soumise à des restrictions. Bien qu'une certaine quantité de coton ait été importée du Brésil, l'excédent des importations dans la balance du commerce avec les Etats-Unis a continué de s'accroître.

**Grande-Bretagne: Commerce extérieur  
en 1939—40.**

En millions de livres sterling	1939	1940
	Moyenne mensuelle	
<b>Importations</b>		
4 premiers mois . . . . .	72	105
8 derniers mois . . . . .	75	85
Moyenne annuelle . . . . .	74	92
<b>Exportations (y compris les réexportations)</b>		
4 premiers mois . . . . .	43	46
8 derniers mois . . . . .	39	32
Moyenne annuelle . . . . .	40	37
<b>Balance . . . . .</b>	<b>— 33</b>	<b>— 55</b>

La Grande-Bretagne ne publie plus de chiffres indiquant la répartition de son commerce extérieur, mais on peut tirer des variations accusées par le volume des importations et des exportations mensuelles une indication des effets produits par les événements militaires du printemps et de l'été de 1940, qui ont presque entièrement arrêté le commerce de la Grande-Bretagne avec l'Europe continentale.

Les importations et les exportations ont constamment augmenté pendant les quatre premiers mois de 1940, puis elles ont brusquement fléchi à partir du mois de mai, pour ne se relever qu'à la fin de l'année. Le tableau de la page suivante indique les principales catégories d'importations et d'exportations britanniques.

Le pourcentage d'accroissement est le même pour les importations d'«articles entièrement et en grande partie manufacturés» et celles de «matières premières et articles en grande partie non manufacturés». Les importations de «denrées alimentaires, boissons et tabac» ont augmenté de valeur, mais étant données la hausse des frais de transport et la baisse de la valeur au change de la livre sterling, elles doivent avoir diminué de volume. On constate des réductions notables des envois de charbon (d'importants marchés ayant été perdus) et des ventes de machines (nécessaires pour accroître la production nationale d'armements). D'autre part, il y a eu augmentation des exportations de boissons et de produits chimiques. Il semble, d'après les chiffres, que les exportations vers les pays avec lesquels il a été possible de continuer les

**Grande-Bretagne: Commerce extérieur (principales catégories).**

Chiffres annuels, en millions de £ sterling	1939	1940	Pourcentage de variation
<b>Importations</b>			
Denrées alimentaires, boissons et tabac . . . . .	398	421	+ 6
Matières premières et articles en grande partie non manufacturés . . . . .	241	336	+ 40
Articles entièrement ou en grande partie manufacturés	239	336	+ 40
Animaux non destinés à l'alimentation . . . . .	3	2	— 24
Colis postaux . . . . .	4	4	— 5
<b>Importations totales . . . . .</b>	<b>886</b>	<b>1.100</b>	<b>+ 24</b>
<b>Exportations</b>			
Denrées alimentaires, boissons et tabac . . . . .	36	33	— 7
Matières premières et articles en grande partie non manufacturés . . . . .	54	36	— 33
Articles entièrement ou en grande partie manufacturés	338	336	— 1
Animaux non destinés à l'alimentation . . . . .	1	1	+ 20
Colis postaux . . . . .	11	7	— 37
<b>Exportations de produits nationaux . . . . .</b>	<b>440</b>	<b>413</b>	<b>— 6</b>
Réexportations . . . . .	46	26	— 43
<b>Exportations totales . . . . .</b>	<b>485</b>	<b>439</b>	<b>— 10</b>

échanges commerciaux ont augmenté par rapport aux années antérieures. Pour conserver des devises étrangères, notamment du change dollar, pour les achats d'approvisionnements militaires et pour soutenir les diverses catégories de producteurs dans les Dominions et les colonies, les contrôles aux importations institués en Grande-Bretagne ont cherché à concentrer autant que possible les achats de certaines marchandises dans l'Empire britannique et dans certains pays alliés, notamment l'Égypte.

Le commerce de la Nouvelle-Zélande peut servir d'exemple pour montrer à quel point la guerre a intensifié les relations commerciales entre la Grande-Bretagne et le reste de l'Empire: en 1940, ce pays a envoyé en Grande-Bretagne environ 87% de ses exportations, contre 80% en 1938. En vue de conserver les devises étrangères pour les fins essentielles à la guerre, le Plan de contrôle des importations, dont l'origine remonte à l'automne de 1938, a servi à réduire dans une très forte proportion les importations les moins essentielles, en particulier celles des marchandises qui font concurrence aux fabrications locales, telles que vêtements, chaussures et tabac manufacturé. Les restrictions sévères à l'utilisation du pétrole ont été suivies d'une réduction des trois quarts des importations de véhicules automobiles, et d'environ un dixième de celles de pétrole pour la consommation privée et commerciale. L'excédent des exportations en 1940 a été de 24,7 millions de livres néo-zélandaises, soit le double des 12 millions de livres néo-zélandaises que l'on estime

nécessaires en temps normal pour couvrir les charges de la dette et les autres postes invisibles de dépenses à l'étranger.

L'Australie, malgré ses tentatives en vue de limiter ses importations par l'application d'un système d'interdictions et de licences, n'est pas arrivée à réduire le volume total de ses achats de marchandises à l'étranger. Pendant l'année juillet 1939—juin 1940, le total des importations s'est relevé de 10 millions de livres australiennes, à 145 millions, alors que les exportations de marchandises ont augmenté de 15 millions, à 149 millions. De plus, le rendement des mines d'or, dont tout le produit est disponible pour l'exportation, a augmenté de 3 millions à 17,6 millions. La balance du commerce des marchandises et de l'or n'a pas été tout à fait suffisante pour couvrir les obligations courantes du service des dettes que l'on évalue généralement à près de 30 millions de livres australiennes annuellement.

Le commerce extérieur de l'Union Sud-Africaine au compte marchandises s'est également développé en 1940. Les importations ont augmenté de 13 millions de livres sterling, atteignant un total de 137 millions de livres, dont 33 millions sont couverts par des exportations de marchandises et le solde par des exportations d'or. On a évalué à 114 millions de livres l'or extrait des mines en 1940 — soit une augmentation de 18 millions de livres sterling par rapport à l'année précédente.

De tous les pays de l'Empire britannique, la Malaisie Britannique est celui dont les statistiques commerciales font apparaître l'expansion la plus remarquable: pendant les neuf premiers mois de 1940, la valeur des exportations de ce pays a augmenté de 71% par rapport à la période correspondante de l'année précédente, et celle des importations de 43%. La valeur des exportations de caoutchouc s'est accrue de 90%, et celle des exportations d'étain de 134%, ces deux produits représentant ensemble les deux tiers du commerce d'exportation de cette contrée. Son principal client a été les Etats-Unis, ainsi qu'il ressort des chiffres donnés dans le tableau.

**Malaisie Britannique: Commerce extérieur.**

En millions de dollars des Détroits	Janvier — Septembre		Pourcentage de variation
	1939	1940	
<b>Exportations vers:</b>			
Etats-Unis . . . . .	189	424	+ 124
Grande-Bretagne . .	63	127	+ 102
Japon . . . . .	43	45	+ 5
France . . . . .	29	43	+ 48
Canada . . . . .	18	36	+ 100
Tous les autres pays	153	170	+ 11
	495	845	+ 71
<b>Importations totales</b>	445	634	+ 43
<b>Balance . .</b>	+ 50	+ 211	+ 322

tations de ce pays a augmenté de 71% par rapport à la période correspondante de l'année précédente, et celle des importations de 43%. La valeur des exportations de caoutchouc s'est accrue de 90%, et celle des exportations d'étain de

Les autres pays producteurs de matières premières ont été moins privilégiés. En raison du caractère de leur production et de leur commerce, les vingt républiques de l'Amérique Latine ont été particulièrement exposées à souffrir de l'interruption de leur commerce due à la guerre. En 1938, près de 30% du total de leurs exportations ont été dirigés sur l'Europe continentale, 17% sur la Grande-Bretagne et 30% sur les Etats-Unis. Entre elles, ces républiques ont écoulé sur les marchés les unes des autres moins de 10% de leurs exportations. Comme elles sont toutes gros producteurs de matières premières, les occasions sont rares pour un échange de marchandises sur le continent. Le reste de leur commerce s'est éparpillé entre un grand nombre de pays, dont le Japon est le plus important.

La balance globale du commerce\* de l'Amérique Latine avec l'Europe continentale en 1938 a été la suivante :

Exportations: 525 millions de dollars, soit 29% du total des exportations;  
Importations: 517 millions de dollars, soit 34% du total des importations.

Dans le commerce avec l'Europe continentale, importations et exportations ont été de valeur à peu près égale; il n'y a à cela rien d'étonnant, étant donné que les échanges avec l'Allemagne et certains des autres pays intéressés ont été régis par des conventions de clearing. Depuis l'été de 1940, le flot des exportations à destination de l'Europe continentale et celui des importations en provenant ont été réduits aux dimensions d'un mince ruisseau, sous réserve de quelques exceptions intéressant le Portugal et l'Espagne.

Certaines difficultés ont surgi également dans les relations avec la Grande-Bretagne. En 1938, l'Amérique Latine a vendu pour 310 millions de dollars de marchandises à la Grande-Bretagne et lui en a acheté pour environ 175 millions de dollars\*. La plus grande partie de la différence a servi à couvrir le service des dettes, mais une partie en a probablement été distraite pour des paiements à d'autres pays. Depuis que la Grande-Bretagne a soumis le commerce des devises à une réglementation et qu'elle a conclu des accords commerciaux avec presque tous les pays de l'Amérique Latine, les paiements dus à ceux-ci sont faits à des comptes spéciaux, sur lesquels des prélèvements ne peuvent être faits que pour payer les marchandises achetées dans les pays du bloc-sterling. En conséquence, les soldes accumulés à Londres ne peuvent plus servir, en règle générale, à couvrir des dépenses effectuées ailleurs, à liquider par exemple des excédents d'importations en provenance des Etats-Unis. Alors que le commerce de l'Amérique Latine avec les Etats-Unis a son centre dans la région des Caraïbes et de l'Amérique Centrale, Mexique compris, 80% des

\* D'après les statistiques commerciales de l'Amérique Latine.

achats britanniques en Amérique Latine proviennent de quatre pays: l'Argentine, le Brésil, le Chili et l'Uruguay. Jusque vers le milieu de 1940, la Grande-Bretagne a plutôt augmenté ses importations de ces quatre pays et a été en mesure de maintenir ou même de développer ses exportations, mais depuis lors, ses importations ont diminué, notamment celles en provenance de l'Argentine.

Le commerce extérieur des républiques de l'Amérique Latine a trouvé sa principale compensation dans une plus grande activité des échanges de marchandises avec les Etats-Unis.

**Commerce des Etats-Unis avec l'Amérique Latine en 1938—40.**

En millions de dollars	Sept. 1938 à Août 1939	Sept. 1939 à Août 1940	Pourcentage de variation
Exportations des Etats-Unis vers l'Amérique Latine . . . . .	490	733	+ 50 %
Importations des Etats-Unis de l'Amérique Latine . . . . .	469	616	+ 31 %
Balance active des Etats-Unis . .	21	117	.

Les chiffres de ce tableau sont ceux publiés aux Etats-Unis, ils représentent donc les valeurs à l'arrivée dans les ports des Etats-Unis. Si l'on tenait compte des frais supplémentaires de fret, d'assurance, etc. jusqu'à ce que les marchandises parviennent aux républiques de l'Amérique Latine, le déséquilibre entre les importations et les exportations de ces pays s'accroîtrait de plus de 100 millions de dollars pour la période de septembre 1939 à août 1940, et le déficit de la balance ne serait peut-être pas inférieur à 250 millions de dollars. Un tel déficit est une lourde charge pour des pays qui doivent, en outre, faire face au service de leurs dettes extérieures. On a pris diverses mesures pour remédier à cette situation.

En premier lieu, la plupart des pays de l'Amérique du Sud ont renforcé leurs systèmes de contrôle du commerce et des changes. L'Equateur et le Venezuela ont pendant l'année adopté un système de licences à l'importation, et le Pérou, qui n'applique aucun contrôle de change officiel, a relevé les taxes sur un certain nombre de produits considérés comme articles de luxe ou remplaçables par des articles nationaux et il a imposé des restrictions à l'importation de certaines céréales. L'application de mesures de ce genre a été moins générale en Amérique Centrale: sept des dix républiques de cette région sont en mesure de se passer de contrôle des changes officiel: ce sont le Mexique, le Guatemala, le Salvador, le Panama, Haïti, Cuba et la République Dominicaine.

On s'est, en outre, efforcé de liquider les excédents de marchandises, et les Etats-Unis apportent à cet égard une aide efficace. Des dispositions ont été



prises pour la construction, aux Etats-Unis, d'une grande fonderie d'étain destinée à travailler le minerai bolivien. Les représentants de quatorze pays de l'Amérique Latine producteurs de café et les Etats-Unis ont signé en novembre un accord concernant le café, dont le projet a été élaboré par la Commission consultative interaméricaine pour les questions financières et économiques. Cet accord prévoit la fixation pour les quatorze pays en question de contingents d'exportation à destination des Etats-Unis, qui sont le principal consommateur de café du monde entier; il prévoit également une répartition des marchés autres que les Etats-Unis, pour le jour où ils seront de nouveau ouverts. Il est intéressant de noter qu'en dehors des régions productrices, le principal pays consommateur a joué un rôle décisif dans la fixation des contingents et qu'il participe à l'organisation du plan qui a été confiée au Comité interaméricain du café à Washington. L'accord porte sur l'exportation à destination des Etats-Unis de 15,55 millions de sacs de café (environ 933.000 tonnes) dont 9,3 millions de sacs provenant du Brésil et 3,15 millions de la Colombie.

Les efforts en vue d'amener le commerce des Etats-Unis à se tourner vers l'Amérique Latine se heurtent au fait que les exportations de celle-ci, pour près de 40% de leur total, font concurrence à celles des Etats-Unis et ne peuvent par conséquent être facilement absorbées par le marché de ce pays. On a estimé en 1940 que les Etats-Unis pourraient théoriquement augmenter de plus de 300 millions de dollars leurs importations de l'Amérique Latine dans son ensemble, s'ils s'adressaient exclusivement à l'hémisphère occidental pour leurs achats de boyaux (casings), cuirs, peaux, laine, noix d'acajou, copra, cacao, huile de noix de coco, diamants industriels, manganèse, huile de palme, caoutchouc, tapioca et gousses de vanille. Mais ces achats se concentreraient surtout sur les contrées tropicales et sur les régions exportatrices de minerais, ils ne contribueraient donc pas à atténuer les difficultés des pays agricoles tempérés, comme l'Argentine, le Paraguay et l'Uruguay.

Il faut attendre un certain temps avant que les mesures destinées à stimuler le commerce donnent des résultats; l'aide immédiate que le gouvernement des Etats-Unis a accordée est représentée par des avances et des crédits, consentis surtout par l'intermédiaire de la Banque d'Exportation et d'Importation. En dehors du soutien donné aux monnaies locales, les crédits ont pour objet de financer les importations essentielles en provenance des Etats-Unis, notamment les importations de machines, de matériel de transport et de construction; ils sont également destinés à fournir les ressources nécessaires à l'exécution de certains projets de développement local. A cet égard, il est intéressant de mentionner le mouvement en faveur d'une plus vaste industrialisation des pays de l'Amérique Latine. Un grand nombre de ces pays ont réduit ou supprimé

au cours de 1940 la perception de taxes à l'importation d'outillage industriel et de matières premières, soit pour des catégories particulières d'industries, soit pour les nouvelles usines en général. En même temps, ces pays ont cherché à intensifier leur commerce entre eux par la conclusion d'accords commerciaux et l'amélioration des communications. L'Argentine a négocié des accords avec le Brésil, le Chili et l'Uruguay. Les difficultés sont nombreuses et la ratification se fait souvent attendre, mais, au printemps de 1941, un accord est intervenu avec le Brésil qui a pratiquement donné effet à l'élimination partielle des barrières qui s'opposaient aux exportations de blé argentin au Brésil et aux importations en Argentine de fils et tissus de coton du Brésil (y compris les toiles à sacs). L'accord prévoyait en même temps l'ouverture de crédits réciproques de 50 millions de pesos pour favoriser l'échange d'exportations supplémentaires (en particulier de blé argentin et de café brésilien).

Pays de l'Amérique Latine: Commerce extérieur.

En millions d'unités monétaires nationales		1939			1940		
		Impor- tations	Expor- tations	Balance	Impor- tations	Expor- tations	Balance
Argentine . . .	Peso-pap. . .	1.338	1.770	+ 432	1.499	1.629	+ 130
Bolivie . . . .	£ . . . . .	4,8	8,5	+ 3,7	...	12,9	...
Brésil . . . . .	Milreis . . .	4.983	5.615	+ 632	4.964	4.966	+ 2
Chili . . . . .	Peso-or . . .	410	671	+ 261	507	697	+ 190
Colombie . . .	Peso . . . . .	183	177	— 6	148	166	+ 18
Costa-Rica . .	\$ . . . . .	16,9	9,1	— 7,8	...	...	...
Cuba . . . . .	Peso . . . . .	106	148	+ 42	104	127	+ 23
Equateur . . .	Sucre . . . .	147	167	+ 20	174	113	— 61
Guatemala . .	Quetzal . . .	15,3	17	+ 1,7	12,7	13,8	+ 1,1
Haïti . . . . .	Gourde . . . .	42	35	— 7	38	28	— 10
Mexique . . . .	Peso . . . . .	630	914	+ 285	669	960	+ 291
Nicaragua . . .	Cordoba . . .	6,4	8,3	+ 2	...	...	...
Paraguay . . .	Peso-or . . . .	12,6	13,2	+ 0,6	14,8	11,4	— 3,4
Pérou . . . . .	Sol . . . . .	258	381	+ 125	319	406	+ 87
Salvador . . . .	Colon . . . . .	22	32	+ 10	20	30	+ 10
Uruguay . . . .	Peso . . . . .	65	101	+ 36	74	110	+ 36
Venezuela . . .	Bolivar . . . .	326	953	+ 627	311	861	+ 550

Les exportations du Brésil sont tombées de 5,6 millions de contos en 1939 à 4,9 millions en 1940, les importations restant virtuellement constantes à 5 millions de contos. Le gouvernement essaie de redresser la situation du pays au moyen d'un programme d'industrialisation, qui comprend l'établissement d'une aciérie moderne et la construction d'une usine de cellulose qui permettra de diminuer de 70% les importations de papier au Brésil. En Argentine le fléchissement des exportations et l'accroissement des importations ont réduit l'excédent de la balance commerciale de 432 millions de pesos en 1939 à 131 millions de pesos en 1940. Dans son effort pour réduire ses soldes en

sterling à Londres et pour ménager son change dollar, l'Argentine a virtuellement supprimé toutes les restrictions aux importations en provenance de la Grande-Bretagne. Bien que la majeure partie du commerce du Chili ait été dès avant la guerre soumis au système des compensations, et que l'Allemagne ait été son principal partenaire, ce pays a été en mesure de bénéficier d'un excédent d'exportations de 190 millions de pesos-or, l'année 1940 ayant été, en ce qui concerne tant les exportations que les importations, meilleure que 1939, année extraordinairement mauvaise pour le commerce chilien. Les achats des Etats-Unis pour constituer des réserves en prévision de circonstances critiques représentent un facteur important pour le cuivre, et peuvent en devenir un pour les nitrates. Au Pérou également, les Etats-Unis augmentent sensiblement leurs achats de métaux. Pendant les derniers mois de 1940, la Bolivie a exporté des quantités d'étain plus grandes, supérieures à la production courante. Le commerce de la Colombie avec les Etats-Unis a été soutenu, l'importance de l'amélioration constatée dans la situation économique de ce pays s'étant accentuée à mesure que l'année avançait. Les prix du café ont subi une hausse de 10% en conséquence de l'accord de stabilisation relatif au café. La situation du Venezuela s'est trouvée au contraire gravement affectée par la diminution de la production de pétrole et la réduction des ventes de café à l'Europe. La Banque Centrale de Venezuela a estimé que les rentrées de devises étrangères au titre des exportations ont été, en 1940, inférieures de 14,5% à celles de 1939. L'accumulation d'arriérés en dollars amena la Banque Centrale à imposer un contrôle des changes sévère, qu'elle modifia plus tard, quand on apprit que la National City Bank de New-York accordait des crédits de stabilisation. Cette avance est presque la seule de ce genre qu'un établissement de crédit non officiel ait consentie pendant l'année. Cuba, dont le sucre est la principale production, a souffert de la fermeture des marchés européens et de la fixation rigide de son contingent de sucre sur le marché des Etats-Unis, ceux-ci donnant la préférence au sucre des Philippines. Pendant 1940, les exportations de sucre ont été réduites à moins de 2 millions de tonnes, alors qu'après la période de dépression les ventes normales étaient de 2,5 millions de tonnes et la capacité de 5 à 6 millions de tonnes. Les exportations de tabac ont été réduites, elles aussi, le marché britannique ayant été fermé aux cigares cubains. Toutefois, les Etats-Unis absorbèrent de plus grandes quantités de manganèse, de légumes et de fruits, et le gouvernement cubain s'efforce d'atténuer les inconvénients d'un état de choses peu propice au commerce en encourageant la culture du maïs et du riz et en favorisant les industries légères.

D'autres républiques de l'Amérique Centrale, tout en ne laissant pas d'être affectées par la guerre européenne, profitent en général de l'accroissement du

revenu national des Etats-Unis, leur principal client. De 1939 à 1940, les exportations du Mexique à destination des Etats-Unis ont marqué une augmentation de 35 %, et les importations en provenance de ce dernier pays, une augmentation de 16,5 %. Les principaux articles d'exportation sont, par ordre d'importance, l'argent et l'or nouvellement extraits des mines, puis le pétrole et ses sous-produits. L'inauguration d'une administration plus prudente a attiré un flot puissant de capitaux qui a renversé le mouvement d'exode antérieur, évalué à 500 millions de pesos pendant la crise provoquée par l'expropriation de l'industrie pétrolière. Le gouvernement mexicain a fait savoir qu'il autorise de nouveau les capitaux étrangers à participer à l'exploitation du pétrole.

L'intensification de la guerre en Europe et les mesures prises aux Etats-Unis et dans quelques autres pays pour retenir les approvisionnements nécessaires aux besoins locaux ont aggravé les difficultés que rencontrait déjà l'Extrême-Orient, bien que l'on ait constaté une fois de plus l'aptitude de

**Japon: Commerce extérieur.\***

En millions de yen	Importations	Exportations	Balance
1936	2.928	2.798	— 130
1937	3.955	3.319	— 636
1938	2.836	2.897	+ 60
1939	3.127	3.933	+ 805
1940	3.709	3.972	+ 263

\* Y compris Formose et la Corée.

ces contrées à trouver les moyens de triompher d'obstacles, apparemment insurmontables, auxquels se heurte le commerce. En ce qui concerne le Japon, la valeur des importations et des exportations est plus élevée, mais la différence a été due principalement à une hausse des prix (surtout du prix de la soie, pour les exportations). En 1938, le Japon écoulait sur le continent asiatique 62 % de ses exportations, mais achetait à l'Amérique du Nord et à l'Europe plus de 50 % de ses importations (37 et 14 % respectivement).

En 1940, l'excédent d'exportation n'a pas atteint plus d'un tiers du chiffre de l'année précédente, et d'après les statistiques détaillées parues jusqu'à la fin de septembre 1940 (elles n'ont plus été publiées depuis lors), la balance du commerce avec les «pays à devises» a été de plus en plus déficitaire.

**Japon: Balance commerciale.**

Excédent d'exportation (+) ou d'importation (-) en millions de yen	Janvier—Septembre		
	1938	1939	1940
Contrées du bloc-yen	+ 387	+ 728	+ 891
Pays à devises. . .	— 496	— 435	— 640
Balance totale . . .	— 109	+ 293	+ 251

Dès l'automne de 1939, le Japon prit des mesures en vue de réduire ses exportations à destination des pays rattachés au bloc-yen (Mandchoukouo et Chine Septentrionale); mais les mesures en question ont eu sur-

tout pour effet de relever le prix des produits japonais dans ces pays. A l'automne de 1940, une série de nouvelles mesures fut adoptée. En dehors des restrictions de change sur le transfert des capitaux, le Japon institua une «taxe d'ajustement» destinée à limiter les exportations, en même temps qu'il allongea largement la liste des marchandises qui ne peuvent être expédiées dans les pays du bloc-yen sans autorisation officielle préalable. On réduisit également la participation du capital japonais au développement du Mandchoukouo et de la Chine Septentrionale. Le Japon confia, en outre, l'intensification de son contrôle commercial sur les parties de la Chine occupée à des associations ou corporations commerciales officiellement patronnées et composées uniquement de membres japonais et chinois.

Il semble que le commerce extérieur de la Chine avec les pays autres que l'Empire japonais et le Mandchoukouo se soit maintenu en 1940 approximativement au même niveau que l'année précédente. Converties en monnaie des Etats-Unis, les importations de ces autres pays qui ont été enregistrées ont atteint le total de 260 millions de dollars, soit une diminution de 2,25 % seulement par rapport aux évaluations pour 1939. Les exportations à destination de ces autres pays ont atteint approximativement 189 millions de dollars, soit une augmentation de 2,75 % par rapport à l'année précédente. 30 % de ces importations provenaient des Etats-Unis et 50 % des exportations étaient à destination de ce même pays. On sait que les statistiques chinoises du commerce avec le Japon, Formose, la Corée et le Mandchoukouo sont très incomplètes, ainsi qu'on peut le constater en comparant les articles correspondants des relevés statistiques que ces autres pays ont dressés de leur commerce avec la Chine. D'après des estimations non officielles, le total des exportations de la Chine dépasserait 1 milliard de yen (alors que les statistiques chinoises établissent ce total à 593 millions de yen), et les importations en Chine ne seraient pas inférieures à 800 millions de yen. Changhaï a conservé sa place prédominante dans le commerce extérieur de la Chine: la moitié au moins des importations de la Chine et trois quarts au moins de ses exportations transitent par Changhaï.

Nous ne disposons de renseignements statistiques ni sur le commerce de l'Extrême-Orient avec l'U. R. S. S., ni sur le transit vers l'Europe par le Transsibérien, mais, étant donnée la grande longueur du parcours, ce transit doit, dans l'ensemble, avoir été limité aux produits de qualité ou importants à d'autres égards. Le commerce des Etats-Unis avec l'U. R. S. S. par Vladivostock, en 1940, ressort aux chiffres suivants (d'après les statistiques des Etats-Unis).

Bien que les exportations américaines à destination de l'U. R. S. S. aient augmenté de 30 millions de dollars de 1939 à 1940, elles n'ont représenté, la dernière de ces deux années, que 2,2 % du total des exportations des Etats-Unis.

Etats-Unis:  
Commerce avec l'U. R. S. S.

En millions de dollars	Importations en provenance	Exportations à destination
	de l'U. R. S. S.	
1937	31	43
1938	24	70
1939	25	57
1940	21	87

Les deux articles les plus importants de la liste des marchandises exportées sont les machines pour le travail des métaux et le cuivre raffiné. L'excédent de la balance des Etats-Unis, soit plus de 65 millions de dollars, a été partiellement couvert par des envois d'or russe de 31 millions en 1940. Le commis-

sariat du peuple pour le commerce extérieur est chargé, en U. R. S. S., d'administrer le monopole du commerce extérieur; il a des représentants semi-diplomatiques dans les pays étrangers avec lesquels des traités de commerce ont été conclus.

L'accord commercial germano-russe du mois d'août 1939 (complété par l'accord plus détaillé de février 1940) avait pour objet de porter les échanges de marchandises entre les deux pays au niveau le plus élevé atteint n'importe quelle année antérieure. Les importations de l'Allemagne en provenance de l'U. R. S. S. ont atteint leur maximum en 1930, époque à laquelle elles se sont élevées à 430 millions de reichsmarks, tandis que les exportations allemandes à destination de l'U. R. S. S. ont atteint le leur en 1931, avec 763 millions de reichsmarks. En 1938, le mouvement des échanges commerciaux entre les deux pays n'était plus que de 80 millions de reichsmarks. On croit qu'en 1940 les exportations de l'U. R. S. S. à destination de l'Allemagne ont atteint le maximum antérieur de 430 millions de reichsmarks. Entre l'automne de 1939 et le printemps de 1940, l'U. R. S. S. a conclu de nombreux accords commerciaux, notamment avec des pays de la région danubienne, des Balkans et de la Scandinavie. L'accord commercial de janvier 1940 avec la Bulgarie a été suivi d'un accord commercial avec la Yougoslavie, en mai, avec la Hongrie, en septembre, et avec la Slovaquie, en décembre 1940. Dans le Nord, elle a conclu des accords avec la Finlande, en juin, et avec la Suède et le Danemark, en septembre 1940. Tous ces accords ont fixé en détail la nature des marchandises à échanger et les sommes auxquelles se monteront les livraisons totales. L'accord avec la Suède a, en outre, prévu l'octroi par ce pays d'un crédit de 100 millions de couronnes suédoises dont l'utilisation portera spécialement sur des livraisons de matériel ferroviaire.

L'Allemagne n'a publié aucune statistique de son commerce extérieur depuis le début de la guerre. Dans un discours prononcé par un directeur de la Reichsbank Allemande, et publié en décembre 1940, il a été toutefois expliqué qu'au début de la guerre le chiffre du commerce extérieur s'est brusquement

abaissé. Ce phénomène n'avait d'ailleurs rien que de naturel, étant donné que plus de la moitié des importations de l'Allemagne provenait avant la guerre de pays d'outre-mer, de l'Angleterre et de la France. Mais, grâce à une intensification des échanges avec les pays d'Europe, le volume du commerce extérieur de l'Allemagne a été graduellement ramené à son niveau d'avant-guerre, aussi bien à l'exportation qu'à l'importation. Au début de la guerre, la balance du commerce extérieur de l'Allemagne a d'abord été active; plus tard, des achats massifs dans tous les pays européens accessibles à l'Allemagne ont eu pour résultat de rendre cette balance déficitaire, bien que l'activité économique allemande ait mis le pays en mesure d'ajouter à la production destinée aux forces armées une production considérable en vue de l'exportation. Pendant le second semestre de 1940, les importations allemandes en provenance de la Hollande, de la Belgique et de la France ont considérablement augmenté, les stocks importants de matières premières que ces pays avaient accumulés ayant été partiellement transférés en Allemagne. Le commerce extérieur très actif du Protectorat de Bohême et Moravie, dont l'union douanière avec l'Allemagne est entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> octobre 1940, a contribué à améliorer la position commerciale de l'Allemagne. Pendant ces dernières années, le pourcentage de distribution du commerce de l'Allemagne à l'intérieur de l'Europe a été le suivant.

**Allemagne: Commerce extérieur.**

**Pourcentage des importations et des exportations en Europe.**

Année	Importations de:				Exportations vers:			
	Grande Bretagne et Eire	U. R. S. S.	Autres pays d'Europe	Toute l'Europe	Grande-Bretagne et Eire	U. R. S. S.	Autres pays d'Europe	Toute l'Europe
1930	6,1	4,2	45,7	56,0	10,3	3,6	64,0	77,9
1931	6,7	4,5	44,7	55,9	11,9	7,9	61,2	81,0
1932	5,5	5,8	42,3	53,6	8,0	10,9	62,1	81,0
1933	5,7	4,6	44,0	54,3	8,6	5,8	63,6	78,0
1934	4,7	4,7	49,6	59,0	9,7	1,5	66,5	77,7
1935	6,4	5,2	50,0	61,6	9,1	0,9	63,2	73,2
1936	6,5	2,2	51,1	59,8	8,8	2,6	59,2	70,7
1937	5,9	1,2	48,5	55,6	7,5	2,0	59,7	69,2
1938	5,4	0,9	48,1	54,4	7,2	0,6	61,9	69,7
1939*	5,0	0,4	54,3	59,7	6,1	0,6	64,6	71,3

\* 7 mois.

Juste avant la guerre, l'Allemagne écoulait 65% de ses exportations sur le continent européen, d'où elle tirait 55% de ses importations. Son commerce avec l'U. R. S. S. était négligeable (0,50% du mouvement total). Outre la nouvelle impulsion reçue par le commerce avec la Russie, en 1940, on constate une augmentation sensible du commerce avec l'Italie, qui s'élevait,

en 1938, à 4% du total des importations allemandes et à 5,5% du total des exportations. Il convient de faire une mention spéciale de l'accroissement des livraisons de charbon à l'Italie. Sur les 12 à 13 millions de tonnes que l'Italie importe annuellement, 65% environ sont venues d'Allemagne (principalement par mer, via Hambourg), en 1937, et 16% de Grande-Bretagne. En 1940, les livraisons de l'Allemagne ont entièrement remplacé celles de la Grande-Bretagne. Le total des exportations britanniques de charbon s'était élevé à 36,5 millions de tonnes en 1938, dont 28,5 millions avaient été expédiées au continent européen, principalement aux pays scandinaves et à l'Italie. La disparition de la concurrence britannique sur la plus grande partie du continent a laissé le champ libre à des importations allemandes plus considérables.

En février 1941, l'Allemagne et l'Italie ont conclu un accord qui prévoit l'échange de marchandises, à concurrence d'une valeur annuelle de 1 milliard de reichsmarks; en même temps, elles ont convenu de continuer d'effectuer toutes les livraisons d'importance militaire pendant toute la durée de la guerre, sans se préoccuper de l'équilibre de la balance des paiements ou de la situation des comptes de clearing.

L'Italie également a cessé depuis le début de la guerre de publier régulièrement les statistiques de son commerce extérieur, mais elle en a fait connaître les chiffres globaux pour 1940. D'après ces chiffres, les importations ont été de 12,9 milliards de liras contre 10 milliards en 1939, soit une augmentation d'environ 30% qui les a portées au niveau le plus élevé qui ait été atteint depuis 1931 (exception faite de l'année 1937, époque à laquelle la nécessité de reconstituer les stocks après la campagne d'Abyssinie a fait monter les importations au chiffre record de 13,6 milliards de liras). En 1940, les exportations ont été de 9,2 milliards de liras, contre 8,5 milliards l'année précédente, soit une augmentation de 9%. Pendant toute la période de 1931 à 1940, les exportations ont atteint leur chiffre le plus élevé en 1931 avec 10 milliards de liras, c'est-à-dire avant que les effets de la grande dépression se soient fait pleinement sentir en Italie. Le déficit de la balance commerciale est passé de 1,5 milliard de liras en 1939 à 3,7 milliards de liras en 1940, chiffre inférieur au maximum antérieur de 5,7 milliards de liras atteint en 1937. Une déclaration officielle attribue, dans une large mesure, le déficit de la balance commerciale aux prix plus élevés payés pour les marchandises importées et à la nécessité de constituer des stocks. Elle ajoute que, dans la balance des paiements, le déficit de la balance commerciale a été en grande partie compensé par le solde actif de certains postes, tels que les frets (pendant les cinq premiers mois de l'année), et par une réduction du déficit de certains postes, tels que le service des emprunts italiens à l'étranger, dont le transfert est suspendu depuis juin 1940.



D'après les statistiques dressées par la Confédération du commerce, 84% du volume total des marchandises étrangères entrées en Italie en 1938 y sont venues par mer, par les routes suivantes:

par Gibraltar . . . . .	79,1%
par Suez . . . . .	5,5%
par les Dardanelles . . . . .	4,8%
par le bassin méditerranéen	10,6%
Total	100,0%

Bien que le commerce maritime de l'Italie se soit presque entièrement arrêté au moment de l'entrée en guerre de ce pays, la perte subie de ce fait a été partiellement compensée par une augmentation du trafic avec l'Europe continentale, en particulier avec l'Allemagne, la Suisse, la Suède et l'Espagne. Pendant les sept derniers mois de 1940, l'Allemagne a absorbé 41% des exportations de l'Italie, et lui a fourni environ 47% de ses importations. Il semble également que le mouvement des marchandises entre l'Italie et les pays de la région danubienne et des Balkans ait fait de nouveaux progrès en 1940.

Le tableau suivant donne sous une forme abrégée les résultats du commerce des pays danubiens et balkaniques en 1939 et en 1940. Il en indique non seulement la valeur, mais aussi le volume (en unités de poids); les prix des marchandises ayant subi de fortes hausses, il ne suffit plus, pour arriver à une conclusion probante, de s'appuyer sur une comparaison des valeurs.

**Pays danubiens et balkaniques: Commerce extérieur en 1939 et en 1940.**

Pays	Valeur en millions d'unités monétaires nationales						Volume* en milliers de tonnes					
	Importations			Exportations			Balance		Importations		Exportations	
	1939	1940	en %	1939	1940	en %	1939	1940	1939	1940	1939	1940
Bulgarie	5.197	7.028	+ 35,2	6.065	7.019	+ 15,7	+ 868	- 9	389	383	544	996
Grèce (Janv.-Oct.)	10.645	10.691	+ 0,4	7.140	8.127	+ 13,8	-3.505	-2.564	2.180	1.323	1.093	468
Yougoslavie	4.757	6.019	+ 26,5	5.521	6.680	+ 21,0	+ 764	+ 661	1.126	1.263	3.464	3.255
Hongrie	489	598	+ 22,3	605	506	- 16,5	+ 116	- 92	2.863	3.287	2.856	2.019
Roumanie	22.890	27.411	+ 19,8	26.809	36.783	+ 37,2	+3.919	+9.372	739	522	7.564	5.374
Turquie	118	69	- 41,7	127	111	- 12,5	+ 9	+ 42	735	357	1.135	659

\* Ce chiffre ne comprend pas les quantités exprimées par têtes, nombres et mètres cubes.

Alors que les valeurs consignées sont plus élevées, sauf en ce qui concerne le commerce de la Turquie et les exportations de la Hongrie, les échanges ont en général porté sur un volume moins grand de marchandises. Les exportations de pétrole de Roumanie représentent un cas extrême de disparité

entre les tendances en volumes et en valeurs. Alors que le volume de ces exportations est tombé de 4,2 millions de tonnes en 1939 à 3,5 millions de tonnes en 1940, leur valeur, d'après les statistiques commerciales, est passée de 11,2 milliards de lei en 1939 à 23 milliards de lei en 1940, et représente, pour cette dernière année, 60 % de la valeur totale des exportations roumaines.

Abstraction faite des obstacles provenant de la guerre et du blocus, le fléchissement constaté dans le commerce du sud-est de l'Europe a été provoqué par les mauvaises récoltes de la plupart des pays et par les mesures gouvernementales tendant à retenir dans le pays les produits essentiels nécessaires à la consommation locale. Les méthodes employées pour résoudre les problèmes du commerce extérieur sont très différentes de celles appliquées jusqu'ici: jusqu'à la fin du mois d'août 1939, la politique commerciale avait pour objet d'obtenir une «balance commerciale favorable»; depuis lors, la formule «les importations ont le pas sur les exportations» peut servir à caractériser la nouvelle attitude. Contingents et interdictions d'exportation ont maintenant remplacé les diverses catégories de restrictions à l'importation, et l'on ne considère plus que l'accumulation de «devises» libres est l'un des principaux objectifs du commerce extérieur. En Bulgarie, les crédits à l'importation consentis par les banques ont, dans bien des cas, reçu la garantie du gouvernement; on a créé deux sociétés officielles; on a interdit l'exportation d'un grand nombre d'articles produits dans le pays ou importés, dont une longue liste a été dressée. En Yougoslavie, on a institué, au mois d'août 1940, un «directorat» pour le commerce extérieur, et le ministre du commerce a été autorisé à ordonner la création obligatoire de cartels pour certaines branches spéciales du commerce extérieur.

Dans les premiers mois de 1940, on a encore essayé d'importer des matières premières des marchés d'outre-mer. Pourtant, dès l'ouverture des hostilités en Europe, le trafic en Méditerranée a été gêné. Il est devenu extrêmement difficile après l'entrée en guerre de l'Italie, et à peu près impossible depuis la guerre italo-grecque. Parmi les matières premières qui risquent de devenir particulièrement rares, les fibres textiles ont une grande importance, les pays danubiens et balkaniques ayant développé leurs industries textiles, ainsi que le renversement intervenu dans les importations de tissus de coton et de coton brut permet de le constater.

On a trouvé dans les livraisons brusquement accrues de «fibres de substitution» faites par l'Allemagne et l'Italie un produit pouvant dans une certaine mesure remplacer le coton importé. Il convient de mentionner également l'accroissement de la culture locale de coton en Bulgarie, en Grèce et en Turquie. Ce dernier pays a même été en mesure de fournir du coton brut pour l'exportation, en parti-

**Pays balkaniques: importations  
de coton et de tissus de coton.**

En milliers de tonnes	Coton brut	Fils de coton	Tissus de coton
<b>Yougoslavie</b>			
1929 . . . .	7,5	9,9	10,4
1938 . . . .	21,6	13,9	2,5
<b>Roumanie</b>			
1929 . . . .	3,3	24,0	8,8
1938 . . . .	20,8	14,0	0,8
<b>Bulgarie</b>			
1929 . . . .	1,9	6,4	1,3
1938 . . . .	10,3	1,9	0,9
<b>Grèce</b>			
1929 . . . .	2,9	0,5	6,1
1938 . . . .	2,5	0,5	3,2

culier à destination de la Yougoslavie et de la Roumanie. En général, le commerce a été en pleine floraison ces dernières années entre les divers pays du sud-est de l'Europe, dont la production est plus variée que celle, par exemple, des pays de l'Amérique Latine. La Hongrie fournit des articles industriels (y compris des machines), la Roumanie du pétrole, la Bulgarie du charbon, la Yougoslavie plusieurs métaux et minerais, et la Turquie de la laine et du coton. De plus, on

a souvent suppléé aux insuffisances locales en accroissant le commerce avec l'U. R. S. S. depuis la conclusion, en 1940, d'une série d'accords commerciaux, dont certaines clauses prévoient des compensations à concurrence de 100%, les livraisons étant facturées en monnaies locales (bien que les livraisons de l'U. R. S. S. se fassent sur la base du dollar des Etats-Unis, convertible en monnaies locales aux cours officiels) et certaines marges à l'intérieur desquelles la balance du commerce peut osciller temporairement.

Jusqu'au printemps de 1940, l'Allemagne et la Grande-Bretagne se sont disputé les produits des pays du sud-est de l'Europe par une âpre surenchère, offrant de bons prix et des conditions de paiement avantageuses. Même avant les événements du printemps et de l'été, l'Allemagne était le partenaire le plus important, sauf en ce qui concerne son commerce avec la Turquie, dont la valeur est tombée à un sixième de ce qu'elle avait été l'année précédente. La moitié du commerce extérieur de la Hongrie s'est faite avec l'Allemagne, 18% avec l'Europe sud-orientale, 12% avec l'Italie, enfin 5% avec la Suisse, les marchés plus éloignés ne pouvant presque pas entrer en ligne de compte. Les importations d'articles finis et de machines ont sensiblement augmenté, ainsi que celles de charbon et de coke. Les exportations de produits de ferme ont diminué d'un quart, malgré la hausse des prix, et l'on a constaté une diminution de valeur de 10% dans les exportations d'articles industriels — dans certains cas, en raison du manque de matières premières et, dans d'autres, parce que l'industrie a travaillé pour les commandes locales d'armements. Les échanges commerciaux de l'année se sont soldés par un déficit net d'environ 90 millions de pengœ, le plus élevé enregistré par la balance commerciale depuis les années 1927 et 1928, période caractérisée par des importations considérables de capitaux en Hongrie. En Yougoslavie, le volume

des exportations n'a presque pas varié par rapport à l'année précédente, tandis que le volume des importations s'est accru de 12%. L'Allemagne, avec le Protectorat de Bohême et Moravie, a absorbé 40% des exportations et fourni 65% des importations; l'Italie vient ensuite, avec environ 13% dans les deux sens. Le commerce extérieur de la Roumanie en 1940 a été gonflé par de fortes hausses des prix: la hausse moyenne des prix a été de 70% par tonne de marchandises importées et de 93% par tonne de marchandises exportées. Le trafic par le Danube est de la plus haute importance pour le commerce avec l'Allemagne, qui représente, depuis les événements de l'été de 1940, plus de la moitié des importations de la Roumanie et de ses exportations. La Bulgarie, un des rares pays d'Europe dont la récolte a été bonne en 1940, a été en mesure d'accroître ses exportations de blé et de froment (d'environ 7%), ainsi que ses exportations de charbon et de minerai de fer, mais elle a vendu moins de tabac et de fruits. Elle a importé une plus grande quantité d'articles industriels, mais moins de matières premières. La quote-part de l'Allemagne dans le total du commerce est tombée de 65 à 60,5%, mais celle de l'Italie est passée de 6 à 8,5% et celle de l'U. R. S. S. de zéro à 3,75%. La Grèce a importé de plus grandes quantités de minerais, de pétrole et de produits chimiques, et elle a exporté plus de raisins secs, de tabac et d'huile d'olive; elle a, en particulier, renforcé son commerce avec les Etats-Unis, qui lui ont pris pendant les neuf premiers mois de l'année près de 20% de ses exportations et lui ont fourni 10% de ses importations. Pendant les mêmes mois, les exportations à destination de l'Allemagne ont augmenté de 34 à 44% du total par rapport aux mêmes mois de l'année précédente, alors que les importations en provenance de l'Allemagne sont tombées de 30 à 24%. Le commerce extérieur de la Turquie a fortement diminué de 1939 à 1940, ses exportations ayant été réduites de 12%, et ses importations de 42%. La baisse a été due surtout à la brusque réduction du commerce avec l'Allemagne, les accords de commerce et de paiements entre les deux pays n'ayant pas été renouvelés en 1939.

En Suisse, les autorités ne publient plus le détail concernant la composition du commerce extérieur ou sa répartition par pays, mais les chiffres globaux représentant la valeur et le volume des importations et des exportations fournissent certaines indications sur les tendances générales.

Il est possible de distinguer deux phases différentes dans l'évolution du commerce extérieur depuis le début de la guerre. Depuis septembre 1939 jusqu'au printemps de 1940, on s'est efforcé avec succès d'augmenter les importations en vue de constituer des stocks, spécialement des stocks de matières premières. Puis un fléchissement soudain s'est produit pendant l'été de 1940:

**Suisse: Commerce extérieur.**

Par trimestre	Valeur			Poids	
	millions de francs suisses			milliers de tonnes	
	Impor- tations	Expor- tations	Balance	Impor- tations	Expor- tations
1938 — 4 <sup>ème</sup> trimestre . . . . .	428	384	— 144	1.764	152
1939 — 4 <sup>ème</sup> trimestre . . . . .	623	325	— 298	2.551	94
1940 — 1 <sup>er</sup> trimestre . . . . .	614	330	— 284	2.095	114
2 <sup>ème</sup> trimestre . . . . .	580	306	— 274	1.981	92
3 <sup>ème</sup> trimestre . . . . .	251	292	+ 41	741	115
4 <sup>ème</sup> trimestre . . . . .	409	387	— 22	1.296	179
1941 — 1 <sup>er</sup> trimestre . . . . .	447	327	— 120	1.224	150
1938 — année entière . . . . .	1.607	1.317	— 290	7.379	611
1939 — année entière . . . . .	1.889	1.298	— 592	8.660	539
1940 — année entière . . . . .	1.854	1.316	— 538	6.114	499

pendant le troisième trimestre, le volume des importations est tombé à un tiers seulement de son chiffre de l'hiver précédent; et malgré une certaine amélioration à l'automne, les quantités importées alors ne dépassèrent pas les deux tiers environ du volume normal — accusant une réduction des importations de matières premières. Etant donnée la hausse générale des prix à l'importation, la réduction de 2% de la valeur des importations pendant l'année dans son ensemble correspond à un recul de 30% dans leur volume.

L'évolution du commerce d'exportation a été un peu différente. Depuis septembre 1939 jusqu'à l'été de 1940, on a constaté une certaine réduction dans le poids des marchandises exportées (soit que la Suisse ait interdit l'exportation de certains produits, soit que de nombreux pays étrangers aient interdit l'importation de produits suisses considérés par eux comme des articles de luxe), mais les prix se sont relevés, de sorte que les exportations ont encore accusé une augmentation de valeur. A partir du troisième trimestre de 1940, le volume des exportations a sensiblement augmenté — ce qui indique une modification dans la structure du commerce d'exportation. En temps normal, les exportations suisses sont constituées par des produits manufacturés de qualité — surtout des articles de consommation tout faits (textiles, montres, etc.), ainsi que par des machines et des instruments généralement de qualité supérieure. Bien que les exportations aient diminué dans certaines de ces catégories, une catégorie importante nouvelle a été ajoutée: l'exportation de marchandises pour la consommation générale, telles que le bétail et les produits de laiterie, dont le poids est relativement plus lourd par rapport à leur valeur.

Dans les trois pays scandinaves, les importations ont été exceptionnellement élevées jusqu'au printemps de 1940, époque à laquelle la guerre s'étant

**Pays scandinaves: Commerce extérieur  
en 1939 et 1940.**

En millions d'unités monétaires nationales	Impor- tations	Expor- tations	Balance
<b>Danemark</b>			
1939 . . . . .	1.740	1.578	— 162
1940 . . . . .	1.374	1.508	+ 134
<b>Finlande</b>			
1939 . . . . .	7.573	7.710	+ 137
1940 . . . . .	5.180	2.980	— 2.200
<b>Norvège</b>			
1939 . . . . .	1.366	808	— 559
1940 . . . . .	945	612	— 333
<b>Suède</b>			
1939 . . . . .	2.499	1.889	— 610
1940 . . . . .	1.999	1.338	— 661

étendue à la Norvège et au Danemark, la situation du commerce extérieur de ces deux pays s'est modifiée radicalement. Si l'on estime à 100 la moyenne des années 1936—38, le volume des importations de la Suède en janvier 1940 a atteint le chiffre élevé de 142, puis est tombé à environ 50 pendant le second semestre de l'année. Le volume de ses exportations, qui pendant le premier trimestre

de l'année s'était maintenu à 95, est tombé jusqu'à 40 en juin suivant, pour se relever à 50 en novembre. En temps normal, environ 40% du total des exportations de la Suède étaient constitués par du bois de charpente, de la pâte de bois et du papier, dont plus des trois quarts étaient vendus sur les marchés britanniques et extra-européens qui ne leur sont plus accessibles maintenant. La Suède a conclu de nouveaux accords commerciaux avec de nombreux pays d'Europe et avec l'U.R.S.S., et il lui a été possible d'arriver à des ententes lui permettant de faire passer un nombre limité d'articles d'approvisionnement par la Mer du Nord. Elle ne publie pas de détails concernant la répartition de son commerce entre les pays étrangers, mais les pourcentages suivants donnent une indication du changement intervenu: en 1936—39, le continent d'Europe représentait 53% tant des importations que des exportations de la Suède; pendant les douze mois de mai 1940 à avril 1941, il a fourni 83% des importations et pris 91% des exportations.

En Norvège également, le volume des importations et des exportations a fortement fléchi après les événements du printemps de 1940, bien que l'on ait pris des mesures pour augmenter les achats allemands de produits forestiers, de poissons et de minéraux. En 1940, pour la première fois depuis 1914, le Danemark a eu un excédent d'exportation dû à ses exportations considérables en Allemagne, non seulement de produits courants, mais également de gros bétail, de porcins et de volaille dont il fallut diminuer le nombre quand il devint impossible d'importer des matières fourragères des pays d'outre-mer. Quand on formule une opinion sur la valeur des chiffres du commerce extérieur, il ne faut pas perdre de vue que, pendant l'année 1940, les prix à l'exportation ont subi une hausse moyenne de 27%, et les prix à l'importation une hausse de 62%.

En 1940, le commerce extérieur de la Finlande a été affecté non seulement par la guerre avec l'U. R. S. S. et la cession de territoires qui fournissaient en temps normal environ 12% des exportations, mais encore par l'extension de la grande guerre au Danemark et à la Norvège, qui a coupé la Finlande de ses principaux marchés d'importation et d'exportation dans les Iles Britanniques. Le trafic via Petsamo, dont un tiers environ a été réservé à la Suède, n'a représenté que 7.000 à 8.000 tonnes par mois pour les importations, et autant pour les exportations; de plus, il a subi certaines interruptions. La Finlande s'est efforcée d'accroître ses échanges de marchandises en Europe: l'Allemagne est devenue son partenaire le plus important, absorbant largement plus de 50% des exportations finlandaises, alors qu'elle n'en avait pris que 15% en 1938. En ce qui concerne la valeur du commerce finlandais, il convient de ne pas oublier que ces chiffres ne comprennent pas les livraisons de caractère militaire, et qu'en 1940 les prix ont augmenté en moyenne de 60% à l'importation, tandis qu'ils n'ont augmenté que de 20% à l'exportation. Le déficit accusé par la balance commerciale a été de 2.200 millions de marks finlandais en 1940, contre un excédent d'exportation de 137 millions de marks finlandais l'année précédente. Il a été importé plus de denrées alimentaires (spécialement de blé et de froment) en 1940, tandis que les exportations de produits agricoles (beurre, œufs, etc.), qui avaient atteint plus de 600 millions de marks finlandais en 1939, ont été interdites. Plus de 80% des exportations de la Finlande, en temps de paix, consistaient en bois de charpente, pâte de bois et papier, tous produits dérivés de la culture forestière, une des rares sources de matières premières dont le continent européen a plus qu'il ne lui faut pour couvrir ses besoins ordinaires.

Le commerce extérieur des Pays-Bas, pendant le premier trimestre de 1940, a été caractérisé par un excédent d'importation considérable:

Importations: . . . .	408 millions de florins
	(dont 77 millions en provenance d'Allemagne),
Exportations: . . . .	217 millions de florins
	(dont 32 millions vers l'Allemagne),
Excédent d'importation: . . . .	191 millions de florins
	(dont 45 millions dans les relations avec Allemagne).

Nous n'avons pas à notre disposition de statistiques pour le mois d'avril, mais les recettes douanières de ce mois ont été assez élevées (11 millions de florins contre une moyenne de 10 millions de florins pendant les trois premiers mois de l'année), il est donc possible d'en déduire que les importations tout au moins se sont maintenues.

Les chiffres joints indiquent la tendance du commerce depuis le mois de mai 1940.

**Pays-Bas: Commerce extérieur**

Chiffres mensuels en millions de florins	Importations		Exportations	
	Total	de l'Alle- magne	Total	vers l'Alle- magne
1940 Mai . . .	61	11	45	10
Juin . . .	61	6	27	25
Juillet . . .	41	20	30	25
Août . . .	54	30	44	39
Septembre	51	32	47	40
Octobre .	62	40	59	49
Novembre	64	41	47	40
Décembre	60	39	45	35
1941 Janvier .	62	43	33	22
Février .	60	42	43	32

Pendant la période de dix mois allant de mai 1940 à février 1941, les échanges commerciaux ont été faits principalement avec l'Allemagne.

Les importations en provenance d'Allemagne ont augmenté depuis octobre 1940, probablement en raison de l'augmentation des livraisons de matières premières pour

l'industrie néerlandaise, qui a reçu dès le début de 1941 des commandes allemandes considérables.

**Pays-Bas: Commerce extérieur de mai 1940 à février 1941.**

En millions de florins	Importations	Exportations	Balance
Commerce avec l'Allemagne . . . . .	303	317	+ 14
Commerce avec les autres pays . . . . .	272	102	- 170
Total du commerce extérieur . . . . .	575	419	- 156

Pendant les quatre premiers mois de 1940, les importations de l'Union belgo-luxembourgeoise se sont élevées à 8.395 millions de francs belges,

**Belgique-Luxembourg:  
Commerce avec l'Allemagne.**

En millions de francs belges	Importations	Exportations
1940 Mai . . . . .	661	1.057
Juin . . . . .	72	8
Juillet . . . . .	159	31
Août . . . . .	141	184
Septembre . . . . .	215	136

et les exportations à 5.887 millions de francs belges, laissant un excédent d'importation de 2.508 millions de francs belges. Les chiffres suivants représentent le commerce extérieur jusqu'en septembre 1940.

Il n'a pas été publié de chiffres du commerce extérieur pour le dernier trimestre de l'année, mais les recettes douanières de ce trimestre se sont élevées à 159 millions de francs belges, contre 78 millions le trimestre précédent; on peut donc en déduire que le commerce s'est légèrement relevé, depuis qu'il était tombé à 10% de la normale en été et au début de l'automne de 1940.

Pour la France, il n'a pas été publié de statistiques du commerce extérieur depuis l'ouverture des hostilités, en 1939, mais les chiffres ci-après, pris aux statis-



**Etats-Unis: Commerce avec la France.**

En millions de dollars des Etats-Unis	1938	1939	1940
Exportations vers la France .	134	182	252
Importations de France . . .	54	62	36
Excédent des exportations des Etats-Unis . . . . .	80	120	216

tiques commerciales des Etats-Unis, permettent d'apprécier l'ampleur du commerce de la France avec les Etats-Unis pendant les dernières années.

Sur le total des exportations des Etats-Unis à destination de la France, il en a été expédié pour 205 millions de dollars pendant la période de janvier à mai et pour 47 millions seulement pendant les sept derniers mois de l'année.

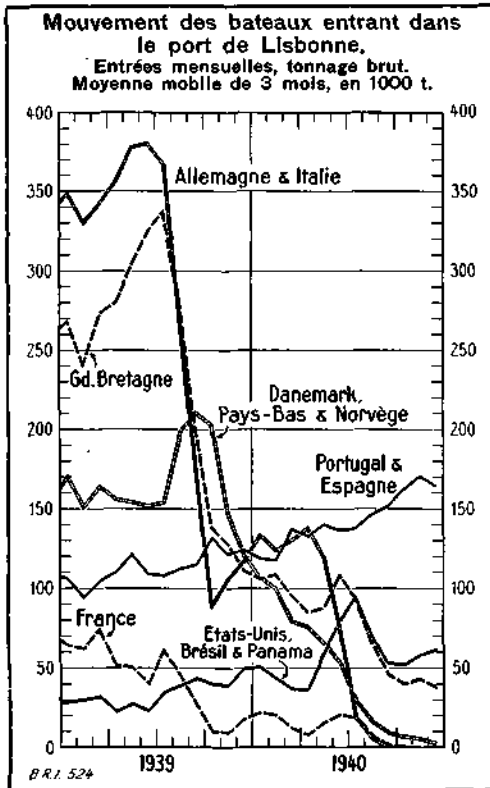
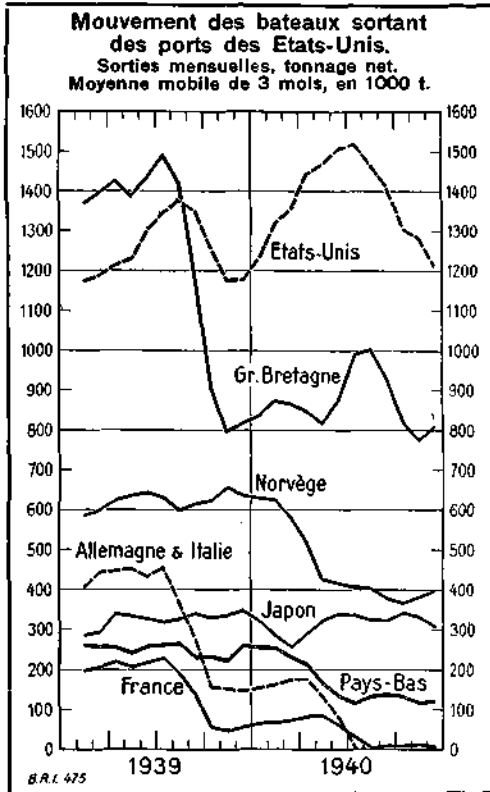
Depuis l'automne de 1940, la France a conclu des conventions commerciales avec la Suisse (accord provisoire du 23 octobre 1940), avec l'Allemagne (accord de compensation du 14 novembre 1940) et avec la Finlande (accord de paiements du 28 février 1941). L'accord provisoire avec la Suisse ne couvre que les échanges commerciaux et sera complété par un accord général de paiements en négociation. L'accord de compensation avec l'Allemagne s'applique aux deux zones, occupée et non occupée, de la France et aux colonies françaises. L'accord de compensation franco-allemand a été étendu aux paiements franco-belges en janvier 1941 et aux paiements franco-hollandais, ainsi qu'aux paiements franco-luxembourgeois le mois suivant. L'accord avec la Finlande prévoit la possibilité d'utiliser les soldes par compensations tripartites. Les deux accords de compensation avec le Portugal (depuis 1934) et avec l'Espagne (depuis janvier 1940) sont restés en vigueur.

Avec les autres pays, avec lesquels des relations commerciales sont maintenues, les échanges qui sont encore possibles se font en général sous forme de compensation privée.

Il n'a pas été publié de statistiques du commerce extérieur de l'Espagne depuis 1936, si ce n'est pour la période d'août à décembre 1939, époque pendant laquelle le total du commerce extérieur a atteint 582 millions de pesetas-or, la balance accusant un déficit de 103 millions de pesetas-or. A titre de comparaison, nous pouvons mentionner que pendant toute l'année 1935, les chiffres correspondants étaient 1.458 millions de pesetas-or pour le total du

**Portugal: Commerce extérieur en 1938—1940.**

Période	Valeur			Poids	
	en millions d'escudos			en milliers de tonnes	
	Importations	Exportations	Balance	Importations	Exportations
1938	2.280	1.135	— 1.145	2.386	1.538
1939	2.067	1.339	— 728	2.292	1.469
1940	2.524	1.613	— 911	1.842	1.139



commerce, et 292 millions de pesetas-or pour le déficit de la balance. Le commerce extérieur du Portugal a été caractérisé en 1940 par une augmentation de la valeur des importations et des exportations, mais par une diminution de leur poids, ce qui indique une forte hausse des prix de presque toutes les marchandises comprises dans le commerce extérieur.

La diminution des importations a été due en premier lieu à une réduction des envois de charbon et d'antracite, mais les importations de fer et d'acier, de certains produits chimiques, de papier d'imprimerie et d'automobiles ont également été moins considérables. La laine et le coton, l'huile végétale et le blé, ont été importés en plus grandes quantités. Le fléchissement des exportations s'est étendu à presque tous les produits du Portugal, mais il a été plus marqué pour le vin, la résine et les pyrites, ces dernières étant affectées par la diminution des exportations à destination de la France. D'autre part, les exportations de gros bétail et de porcins (à l'Espagne) et de certains articles textiles ont été plus considérables.

Depuis l'été de 1940, Lisbonne et quelques ports espagnols, Gênes pour des envois occasionnels à destination de la Suisse, Gothenbourg, Petsamo au nord et le Transsibérien jusqu'à Vladivostock ont été les seules portes de l'Europe continentale ouvertes sur le monde extérieur. Les graphiques joints indiquent la contraction du trafic maritime.

Les chiffres suivants, pris dans une étude sur « le Commerce de l'Europe » publiée en 1941 par le Service d'études économiques de la Société des Nations, montrent la place occupée par l'Europe dans le commerce mondial avant la guerre actuelle. Pour le monde pris dans son ensemble, le montant des importations figurant dans les statistiques commerciales est plus élevé que celui des exportations, principalement parce que les frais de transport, etc. sont compris dans les importations, alors qu'ils ne le sont pas dans la valeur des exportations (la valeur des importations étant calculée c. i. f. et celle des exportations f. o. b.).

**Commerce de l'Europe et du reste du monde en 1937,  
par groupes de marchandises.**

En milliards de dollars	Importations	Exportations	Balance
<b>Europe, non compris l'U. R. S. S.</b>			
Dénrées alimentaires et animaux sur pied	4,2	1,9	— 2,3
Matières premières et produits semi-fabriqués	7,2	3,1	— 4,1
Articles manufacturés . . . . .	3,8	6,6	+ 2,8
Total . . . . .	15,2	11,6	— 3,6
<b>Reste du monde</b>			
Dénrées alimentaires et animaux sur pied	2,3	3,8	+ 1,5
Matières premières et produits semi-fabriqués	4,1	6,6	+ 2,5
Articles manufacturés . . . . .	6,1	3,4	— 2,7
Or et argent (en provenance des pays producteurs)	—	0,7	+ 0,7
Total . . . . .	12,5	14,5	+ 2,0
Total mondial . . .	27,7	26,1	— 1,6

Les montants qui figurent dans le tableau comme représentant le commerce de l'Europe comprennent, outre les marchandises échangées avec d'autres continents, le commerce entre les différents pays européens; de même, les chiffres qui figurent pour le «reste du monde» comprennent le commerce extérieur intercontinental et le commerce interne des autres continents. Dans le total du commerce mondial ainsi obtenu, l'Europe représente environ la moitié (un peu plus aux importations et un peu moins aux exportations). Les pays d'Europe, la Grande-Bretagne seule exceptée, écoulent la grande masse de leurs exportations en Europe et achètent aux autres pays européens la grande masse de leurs importations; le commerce que les divers pays industriels d'Europe font les uns avec les autres dépasse de beaucoup en valeur les échanges de marchandises entre les pays industriels et les pays principalement agricoles. En 1937, l'Europe dans son ensemble (sans l'U.R.S.S., mais avec les Iles Britanniques) a reçu pour 7,5 milliards de dollars (soit 49% du total de ses importations) des autres continents, et a expédié pour 4,3 milliards de

dollars (soit 37 % du total de ses exportations) aux autres continents. L'Europe importe des denrées alimentaires et des matières premières en échange de produits manufacturés, couvrant la balance nette, qui, en 1937, a été de 3,2 milliards de dollars, avec le revenu de ses placements à l'étranger et un excédent de services rendus par sa marine marchande, ses banques, ses hôtels, etc. En raison des différences d'évaluation qui se glissent dans les statistiques commerciales, le chiffre de 3,2 milliards de dollars, que nous venons de mentionner, est légèrement inférieur au chiffre correspondant de 3,6 milliards de dollars, représentant dans le tableau de la page précédente la balance des importations et des exportations européennes; mais la composition de cette balance telle qu'elle figure dans le tableau est destinée à indiquer la nature des relations commerciales de l'Europe avec les autres continents.

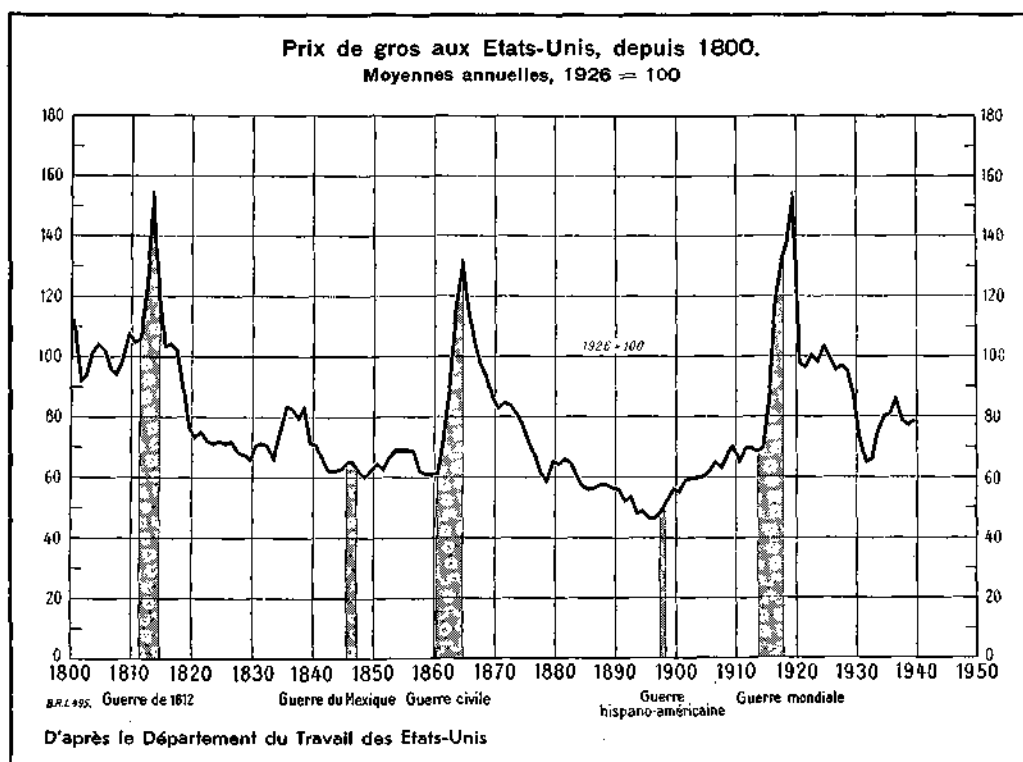
Sur le total des exportations européennes à destination des autres continents, soit 4,3 milliards de dollars, en 1937, 1,7 milliard de dollars furent exportés par la Grande-Bretagne et 2,6 milliards de dollars par le reste de l'Europe. Sur le total des importations européennes pendant la même année, soit 7,5 milliards de dollars, 3,3 milliards de dollars furent importés en Grande-Bretagne et 4,2 milliards de dollars dans le reste de l'Europe.

Les événements survenus pendant la présente guerre ont aussi arrêté le commerce entre les Iles Britanniques et le continent d'Europe. Ce fait et les autres obstacles qui s'opposent aux relations commerciales normales ont eu pour résultat d'accroître l'importance de l'Allemagne dans le commerce extérieur de l'Europe continentale, de concentrer le commerce britannique sur le reste de l'Empire et sur les Etats-Unis, de bouleverser le commerce des Etats-Unis, tant en ce qui concerne la direction que la composition des exportations, de fermer les marchés européens au reste du monde (ce qui affecte en particulier l'Amérique du Sud), enfin, d'accroître les échanges de marchandises entre les différents partenaires du bloc-yeu en Extrême-Orient. Quelles que puissent être les mesures prises pour trouver des marchés de remplacement et de nouvelles sources d'approvisionnement, la rupture brutale des relations commerciales expose l'économie mondiale à une dangereuse décomposition, dont il est difficile de prévoir les répercussions. En aucun secteur le bouleversement du dispositif habituel n'a été plus violent que dans le domaine du commerce extérieur, qui ne peut plus être édifié sur des considérations de qualité et de prix, mais qui doit suivre une direction déterminée par des raisons d'opportunité politique et par les possibilités du temps de guerre. Certains de ces effets peuvent, il est vrai, devenir permanents. L'Europe (et spécialement la Grande-Bretagne) est en voie de perdre une partie de ses placements à l'étranger, qui sont à l'heure actuelle mobilisés pour servir à la conduite de la guerre; le

commerce européen futur sera également affecté par le mouvement d'industrialisation qui se dessine en Amérique du Sud et dans d'autres pays auxquels l'impulsion a déjà été donnée durant la dernière guerre. Ces changements peuvent, à quelques égards, être avantageux pour certains pays situés hors d'Europe, mais l'expérience des vingt années qui se sont écoulées entre la dernière grande guerre et la grande guerre actuelle semble avoir prouvé définitivement que, dans le monde entier, les pays grands producteurs de matières premières et de denrées alimentaires réalisent surtout des bénéfices quand les principales contrées industrielles, dont l'Europe n'est pas la moindre, atteignent à un haut degré de prospérité.

### 3. MOUVEMENTS DES PRIX.

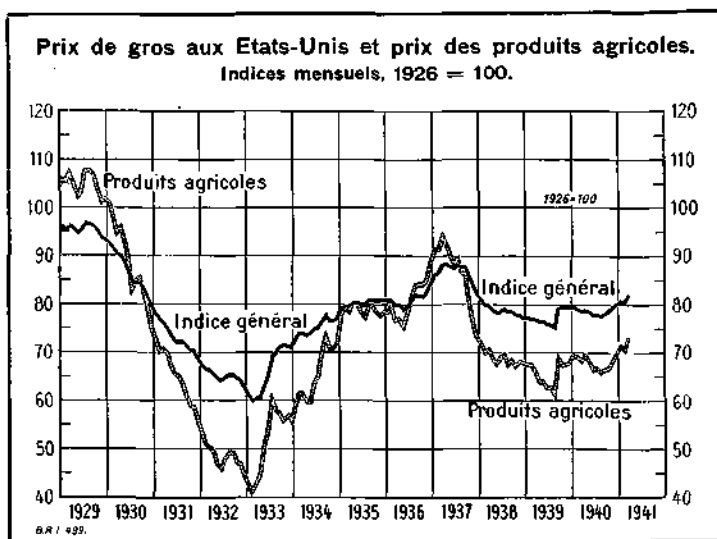
Les guerres de quelque importance ont toujours jusqu'à présent entraîné des hausses de prix des marchandises. Un coup d'œil jeté sur les événements survenus depuis 1800 suffit pour constater la répétition presque régulière d'une période de hausse des prix durant les années de guerre, suivie d'une période pénible d'adaptation en baisse après la guerre.



Les prix des marchandises au cours des hostilités actuelles ont brusquement augmenté dans un grand nombre de pays, mais le mouvement de hausse

n'a pas été partout également prononcé, ni même tout à fait général. Les marchés mondiaux des matières premières et des denrées alimentaires, dont les mouvements se reflètent de façon très caractéristique dans les indices des prix des Etats-Unis, n'ont pas participé de manière appréciable à la hausse des prix pendant les dix-huit premiers mois de la présente guerre; en Europe même, l'Allemagne a réussi à maintenir une stabilité relative des prix grâce à un contrôle général qu'elle n'a pas eu à improviser sous la pression des circonstances, car elle en avait posé les bases dès 1936. Mais sur les marchés mondiaux, la tension des prix, sensible dès l'été de 1940, s'est accentuée au printemps de 1941; et l'on a constaté en Allemagne également des signes d'une hausse marquée des prix pour un nombre limité de marchandises non essentielles et qui n'ont pas été soumises à un contrôle rigoureux.

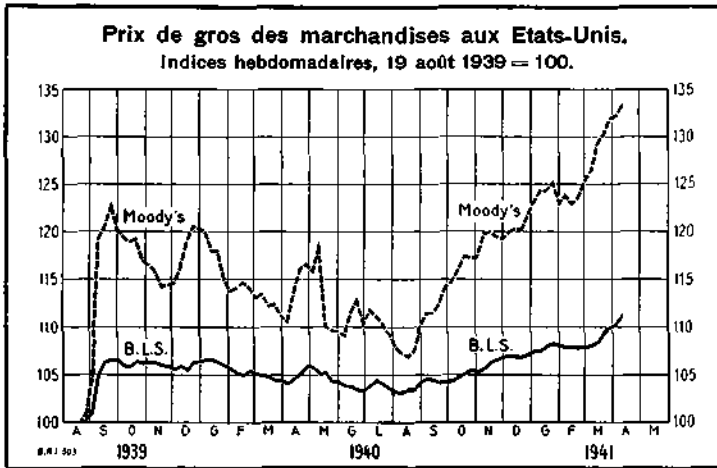
A la fin de 1940, le niveau général des prix de gros aux Etats-Unis ne s'était relevé que de 6% depuis l'ouverture des hostilités; les prix de gros se tenaient encore très au-dessous du maximum atteint pendant le boom éphémère de 1937; et les prix des produits agricoles étaient d'une façon générale



très inférieurs à ceux de 1937, époque à laquelle les stocks étaient relativement bas après les années de sécheresse de 1934 et 1936, et à laquelle les exportations étaient plus considérables qu'elles n'ont été depuis le début de la présente guerre.

Il va sans dire que la stabilité rela-

tive de l'indice pondéré des prix de 900 séries de prix du «Bureau of Labor» peut, pour des marchandises données, recouvrir des variations sensibles de prix. En général, les prix des matières premières essentielles — comme il arrive souvent — ont plus varié que les prix des produits finis. Il y a eu deux périodes de hausse rapide: la première à l'automne de 1939 et la seconde à l'automne de 1940; cette dernière s'est d'ailleurs poursuivie en s'intensifiant pendant le premier semestre de 1941. L'indice Moody reproduit dans le graphique suivant (comparé à l'indice du „Bureau of Labor“) est calculé d'après 15 matières premières essentielles, dont les prix sont cotés sur des marchés particulièrement bien organisés et aux réactions sensibles.



Immédiatement après l'ouverture des hostilités, comme on s'attendait en général aux Etats-Unis à recevoir de l'étranger de fortes commandes de matières premières, les prix se raffermirent. Vers la fin de 1939, néanmoins, il était devenu évident que cette

prévision ne se réaliserait pas, du moins dans un proche avenir et les prix baissèrent. La seconde période de hausse, celle de l'automne 1940, semble avoir été surtout le contre-coup d'événements survenus aux Etats-Unis mêmes, à savoir l'accroissement rapide de la production industrielle et l'augmentation simultanée du revenu national qui avait atteint 8% de l'été de 1939 au début de 1941. La consommation de matières premières industrielles aux Etats-Unis semble avoir augmenté au point de représenter largement 50% de la production mondiale; la situation dans ce pays a donc une influence décisive sur les mouvements des marchés relativement libres situés hors d'Europe, sur lesquels la loi de l'offre et de la demande détermine encore la majorité des prix. Les Etats-Unis ont, toutefois, pris des mesures pour contrôler le volume de la production (par conséquent aussi de l'approvisionnement) et de la consommation, ainsi que la constitution de stocks (qui affecte la demande). Les facteurs énumérés ci-après ont eu pour les mouvements réels des prix une importance prédominante.

1. Les plans de restriction internationaux qui sont restés en vigueur depuis l'ouverture des hostilités ont tous été appliqués avec moins de rigueur. Le contingent de production du caoutchouc, qui, pendant le premier semestre de 1939, avait atteint 50% des contingents de base, a été progressivement relevé à 100%; pour l'étain, l'augmentation a même été plus forte: le contingent est passé de 40% avant l'ouverture des hostilités à 130% depuis juillet 1940.

2. L'approvisionnement, notamment en céréales, est devenu en même temps plus abondant à la suite des belles récoltes faites en 1940 dans la plupart des pays producteurs situés hors d'Europe. Les récoltes de blé et de coton aux Etats-Unis ont dépassé la moyenne; au Canada, la récolte de blé a atteint d'énormes proportions, et celles de blé, de graines de lin et de maïs ont été exceptionnellement abondantes en Argentine. L'approvisionnement en

produits agricoles dépend beaucoup, pour la plupart d'entre eux, des conditions météorologiques; mais pour les autres produits principaux, l'expérience de 1936—37 s'est renouvelée, et l'on a vu que pour répondre à des demandes croissantes, on en peut augmenter la production dans un temps relativement court.

3. La demande totale de matières premières a été affectée tout d'abord par la disparition des achats allemands, puis, à partir du milieu de 1940, par celle de la presque totalité des demandes provenant du continent européen. L'Institut de conjoncture allemand a estimé, sur la base des statistiques commerciales de 1937, qu'on peut évaluer à environ 30% du total la quote-part du continent européen dans les exportations de matières premières industrielles et de denrées alimentaires en provenance de pays extra-européens. La disparition de cette demande est sans doute la cause principale de la stabilité relative des prix des matières premières sur les marchés mondiaux.

4. La nécessité de trouver une compensation pour la perte des marchés européens a été un des principaux motifs des mesures que les gouvernements ont prises aux Etats-Unis et dans d'autres pays d'outre-mer pour soutenir les prix et, si possible, pour trouver de nouveaux débouchés à l'excédent de la production. Certaines de ces mesures ont fait l'objet d'accords entre plusieurs Etats; nous pouvons citer à titre d'exemple caractéristique l'accord concernant le café, conclu en novembre 1940, pour ratifier un arrangement fixant un contingent d'importation entre les Etats-Unis et quatorze Etats de l'Amérique Latine (voir page 75). Il faut également considérer qu'une partie des prêts que la Banque d'Exportation et d'Importation et le Fonds de stabilisation des changes des Etats-Unis ont consentis aux pays de l'Amérique Latine représente un subside pour aider des pays à surmonter les difficultés provoquées par la perte de leur commerce d'exportation.

Les Etats-Unis ont, en outre, essayé de faire leurs propres achats de matières premières chez les républiques sœurs de l'Amérique Latine. Il convient de mentionner à cet égard les mesures prises par l'intermédiaire de la «Reconstruction Finance Corporation», qui a fait connaître dans un rapport publié en mai 1941 que le gouvernement fédéral a dépensé ou s'est engagé par contrat à dépenser environ 1 milliard de dollars pour la constitution de stocks de caoutchouc, d'étain et d'autres matières que les Etats-Unis ne produisent pas. Ce travail est confié à des organismes auxiliaires de la «Corporation», tels que la «Rubber Reserve Co.» et la «Metals Reserve Co.»; 250 millions iront à l'Amérique Latine, principalement pour l'achat de réserves de cuivre, d'étain et de caoutchouc. Le gouvernement de la Grande-Bretagne a de même cherché, en faisant ses énormes achats dans les pays de l'Empire, à leur



fournir autant que possible une compensation pour la perte d'autre commerce d'exportation. Le gouvernement a acheté la totalité de la récolte de certains produits coloniaux, tels que le cacao, bien qu'il n'en puisse utiliser effectivement qu'une partie; cette manière de procéder a pour objet d'empêcher des régions qui, autrefois, dépendaient dans une large mesure des marchés du continent européen de se trouver privées de débouchés.

5. Parmi les mesures que les gouvernements ont prises sur leurs propres marchés, on peut mentionner le soutien donné au blé et au coton aux Etats-Unis par la constitution de stocks d'Etat (en partie comme réserves pour les besoins de l'armée), et la fixation de pourcentages d'avances plus élevés (pouvant aller jusqu'à 85 % des prix «paritaires» des cinq principaux produits agricoles: coton, maïs, blé, riz et tabac. Le plan d'avances de 85 % doit donner à l'agriculteur, en même temps que d'autres avantages, un pouvoir d'achat, converti en produits non agricoles, égal à celui qu'il avait en 1909—1914). Les agriculteurs ont reçu des avances de la «Commodity Credit Corporation», créée à l'automne de 1940, et à laquelle on avait donné «le pouvoir d'acheter, de vendre, de consentir des avances ou d'effectuer toutes autres transactions en ce qui concerne toutes les marchandises qui peuvent intéresser le programme de reconstruction». On a fixé des prix minima pour le blé au Canada et en Argentine, et les gouvernements de ces deux pays ont constitué des stocks importants.

6. La Grande-Bretagne n'a pas limité ses énormes achats aux pays de l'Empire britannique, mais dans bien des cas elle a fait des arrangements pour la durée de la guerre ou même pour plus longtemps. C'est ainsi que l'Etat a acheté la tonte de la Nouvelle-Zélande et de l'Australie pendant toute la durée de la guerre et un an après à un prix dépassant de 30 % les cours d'avant-guerre. Ultérieurement, cet accord a été étendu à l'Afrique du Sud. Nous pouvons mentionner à cet égard qu'aux termes d'un accord anglo-américain concernant la laine, conclu à l'automne de 1940, des arrangements ont été faits pour l'envoi de 250 millions de livres de laine australienne aux Etats-Unis où elle sera stockée. On a exprimé la crainte qu'en conséquence de cette collaboration entre les gouvernements des Etats-Unis et de la Grande-Bretagne, certaines régions ne se trouvent privilégiées au détriment d'autres producteurs. Il semble toutefois que l'accroissement de la consommation aux Etats-Unis ait généralisé la demande de matières premières essentielles et que, exception faite de certains produits agricoles (tels que le blé et le coton), il y ait moins lieu de craindre que des divergences ne se produisent entre les marchés d'outre-mer, si ce n'est dans la mesure où certaines régions se trouvent plus favorisées que d'autres par leur situation géographique au point de vue des transports.

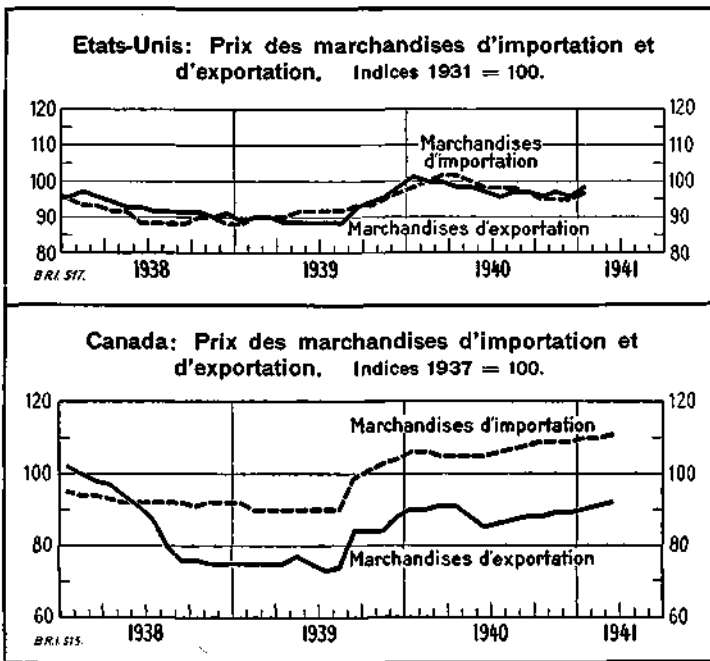
7. Les mouvements des prix hors d'Europe sont de plus en plus dominés par l'expansion de la production industrielle et l'accroissement du revenu national aux Etats-Unis, où l'on a déjà constaté une pénurie de certaines catégories de marchandises nécessaires aux industries qui travaillent pour la défense, et où on a déjà observé une certaine tendance à la hausse des prix. Pour garder la situation bien en main, le gouvernement des Etats-Unis a pris des mesures destinées à accroître les approvisionnements, à établir des priorités en faveur des industries qui travaillent pour la défense et à limiter la demande par le développement des produits de remplacement et l'adoption de taxes plus élevées. En avril 1941, il a créé un Service de contrôle des prix et de l'approvisionnement de la population, qui a été chargé non seulement d'empêcher que la situation créée sur le marché par l'utilisation d'importantes portions des ressources nationales pour l'exécution du programme de la défense ne provoque une hausse des prix, mais encore de stimuler la constitution de l'approvisionnement en matières premières et marchandises nécessaires à la consommation civile, pour éviter que celle-ci entre en conflit avec les besoins de la défense des Etats-Unis et des gouvernements étrangers.

Le nouveau Service n'a pas reçu de pouvoirs spéciaux; il dispose toutefois des pouvoirs de l'ancien Conseil des Industries de Guerre, qui date de l'ancienne guerre, et qui ont été repris dans la loi du 19 avril 1941 sur le «Selective Service». Ces pouvoirs sont ceux d'un mandataire chargé de produire les matières nécessaires à la défense et peuvent servir pour assurer le contrôle des prix, car on a reconnu que l'Etat ne peut obtenir une production suffisante si les prix ne sont pas stables; la principale sanction applicable à quiconque ne se conforme pas aux listes des prix est la réquisition de l'établissement par les autorités. Le Service de contrôle des prix peut également faire prononcer des interdictions «en équité» contre les entreprises qui contreviennent aux arrangements concernant les prix et les priorités. Il semble toutefois qu'on se soit proposé surtout d'arriver avec l'industrie privée à des arrangements amiables impliquant une vaste stabilisation des prix. Les premières priorités officielles ont été établies à la fin de février 1941 (avant que le Service de l'administration des prix et de l'approvisionnement de la population ait été constitué); elles se rapportaient aux machines-outils et à l'aluminium; mais il existait toutefois auparavant des arrangements non officiels donnant la priorité à ces produits et à d'autres également. La première mesure que le nouveau Service ait prise a été de bloquer les prix de l'acier, le 16 avril 1941, au niveau où ils se trouvaient pendant le premier trimestre de l'année.

La politique des prix des Etats-Unis a eu jusqu'à présent un double caractère: d'une part, des mesures ont été prises pour soutenir les prix des

produits agricoles; de l'autre, un contrôle a été imposé pour empêcher les prix des produits industriels de se relever trop brusquement. Jusqu'à présent, le coût de la vie n'a guère été affecté par le mouvement de hausse des prix et de relèvement des salaires dans certaines industries; d'après les statistiques, la hausse du coût de la vie n'a été que de 1 %, de l'été 1939 au mois de mars 1941.

La stabilité des prix aux Etats-Unis ressort également des mouvements des prix à l'importation et à l'exportation qui sont restés ces dernières années en étroite corrélation.



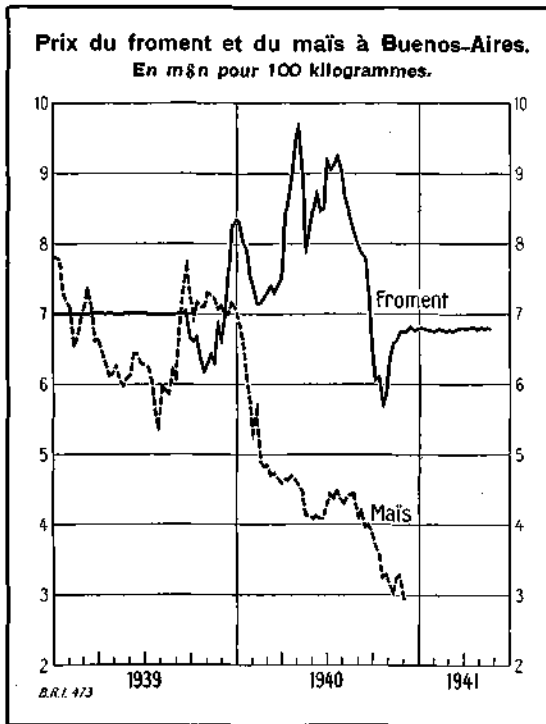
Au Canada, le niveau général des prix s'est relevé d'environ 12 % à l'automne de 1939, le dollar canadien ayant perdu 10,5 % de sa valeur par rapport au dollar des Etats-Unis au début de la guerre. L'écart croissant entre les prix à l'importation et les prix à l'exportation depuis le début de 1938 provient principalement de la faiblesse des prix du blé après les récoltes abondantes.

Le tableau donne les mouvements des prix dans quelques pays de l'Amérique Latine. Au Mexique et au Venezuela, les prix de gros

**Mouvements des prix dans quelques pays de l'Amérique Latine d'août 1939 à fin 1940.**

Août 1939 = 100	Prix de gros	Coût de la vie
Argentine . . . . .	119	101
Chili . . . . .	113	116
Colombie . . . . .	—	93
Mexique . . . . .	97	100
Pérou . . . . .	120	111
Uruguay . . . . .	—	107
Venezuela . . . . .	Nov. 103	Nov. 94

et le coût de la vie ont fait preuve d'une fermeté remarquable depuis l'été de 1939. Dans la plupart des pays de l'Amérique Latine, le coût plus élevé des importations, en raison partiellement de l'obligation où ces pays se sont trouvés d'acheter nombre d'articles divers non plus sur les marchés européens mais aux Etats-Unis, a provoqué une hausse du niveau des prix.

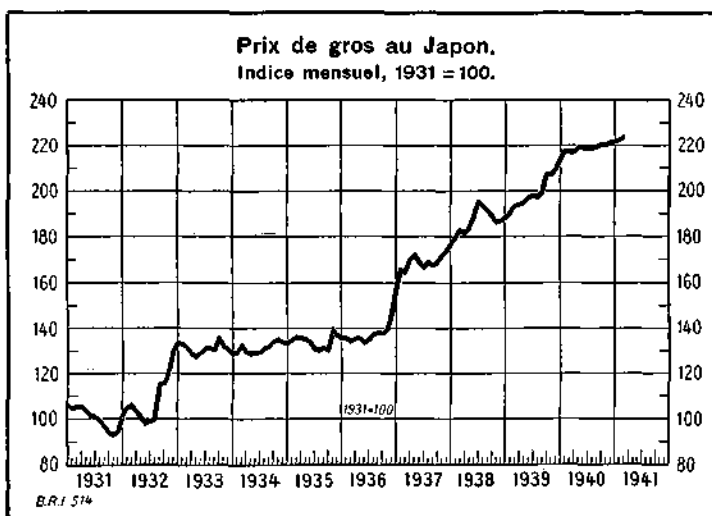


Les prix des marchandises d'exportation se sont naturellement ressentis de la fermeture des débouchés européens, mais au printemps de 1941 la consommation, devenue plus considérable aux États-Unis, a contribué à raffermir les prix du café, du sucre et d'un certain nombre d'autres marchandises. En Argentine, une récolte exceptionnellement abondante a entraîné une chute presque catastrophique du prix du maïs en 1940, surtout à cause de l'insuffisance absolue de facilités d'entreposage.

La stabilité relative des prix des matières premières sur les marchés mondiaux a favorisé les efforts du

Japon en 1940 en vue d'arrêter la progression des prix des marchandises par l'application d'un contrôle plus strict. Pendant les trois années qui vont de l'été de 1936 à l'été de 1939, le niveau général des prix de gros au Japon s'était relevé de 50 %, et la guerre en Europe avait à nouveau provoqué une augmentation brusque d'environ 10 % pendant les quatre derniers mois de 1939.

Le ralentissement du mouvement de hausse à partir du début de 1940 a été dû principalement à la fixation de prix officiels pour des marchandises



de plus en plus nombreuses. On fait toutefois observer au Japon que la fixation pure et simple des prix n'aura qu'une efficacité relative tant qu'on ne pourra assurer au pays un approvisionnement adéquat, notamment d'articles de première nécessité d'un usage quotidien et de matières premières indus-

rielles importantes. On a donc pris des mesures telles que l'octroi de subsides pour accroître la production de charbon. Mais, du fait de la guerre, il est d'une manière générale difficile d'accroître la production. L'indice de la production industrielle, publié jusqu'à la fin de septembre 1940, a plutôt fait ressortir une diminution de la production au cours des neuf premiers mois de 1940 par rapport à la même période de l'année précédente. A l'égard des autres membres du groupe-yen, le Japon a pris des mesures pour empêcher l'exportation de ses excédents de marchandises à destination du Mandchoukouo et de la Chine du Nord, où la hausse des prix a même été plus grande encore qu'au Japon.

En Grande-Bretagne, la hausse initiale des prix au cours des mois qui ont immédiatement suivi l'ouverture des hostilités s'est ralentie en 1940.

#### Mouvements des prix en Grande-Bretagne.

Nombres indices: Août 1939 = 100	Août 1939	Déc. 1939	Déc. 1940	Mars 1941
Prix de gros* . . . . .	100	124	151	154
Prix de détail des den- rées alimentaires . . . . .	100	113	125	122
Coût de la vie . . . . .	100	112	126	127

\* Indice du Board of Trade.

En dehors de l'incidence du lourd déficit budgétaire et de l'évolution des prix sur les marchés mondiaux (où, comme on l'a déjà vu, des hausses relativement légères se sont produites), les principaux facteurs qui ont influé sur les prix britanniques des marchandises importées ont été la diminution de 14 % de la valeur de change de la livre en septembre 1939, les frais de transport plus élevés, les changements survenus dans les sources d'approvisionnement, enfin la politique d'achat du gouvernement. C'est la nécessité d'assurer des approvisionnements suffisants plutôt que des considérations de prix qui a, dans l'ensemble, déterminé les achats de l'État. On peut faire la même observation au sujet des achats de marchandises d'origine nationale, dont les prix de vente se sont ressentis de la hausse des prix de revient depuis l'augmentation des taux de salaires et des prix des matières premières, de l'outillage et des transports, en même temps que les bénéfices nets ont en général plutôt diminué. Les prix des produits agricoles ont accusé, du mois d'août 1939 au mois de septembre 1940, une hausse de 66 % due dans une large mesure au relèvement moyen de 12s. du taux de salaires hebdomadaires minima des ouvriers agricoles porté à 48s. en juillet 1940, et aux prix rémunérateurs fixés pour les fermiers en vue d'encourager l'extension de la culture. Le taux nominal des salaires s'est relevé de 14 % d'août 1939 à décembre 1940. Les prix de détail des denrées alimentaires, qui se sont relevés de 25 % pendant la même période, ont été de

plus en plus fixés par l'Etat; dans certains cas, des subsides ont été accordés pour arrêter la progression du coût de la vie.

L'Allemagne a continué d'appliquer un système de contrôle général des prix qui a maintenu la hausse des prix de gros et du coût de la vie dans des limites étroites.

#### Mouvements des prix en Allemagne.

Nombres indices: Août 1939 = 100	Août 1939	Déc. 1939	Déc. 1940	Mars 1941
Prix de gros . . . .	100	100,5	103,5	104,3
Prix de détail des den- rées alimentaires . .	100	98,3	101,4	102,5
Coût de la vie . . . .	100	99,3	102,7	103,8

Ce sont surtout les prix des produits finis (notamment des textiles, chaussures, meubles et articles en caoutchouc) qui ont augmenté tandis que, dans l'agriculture, les prix n'ont presque pas varié. Un strict rationnement de la consommation des denrées de première nécessité et la répartition des approvisionnements de matières premières par des agences officielles sont parties intégrantes du système de distribution élaboré pour empêcher la pénurie de provoquer des hausses de prix.

Le contrôle des prix en Allemagne, qui s'étend aussi aux salaires depuis le début de la guerre, a été encore développé en 1940. Par décret du 6 novembre 1940, la réduction des prix a été rendue obligatoire lorsqu'à la suite, par exemple, de progrès techniques ou d'une diminution de la qualité les bénéfices ont augmenté. On peut, dans des cas exceptionnels, permettre aux entreprises d'abandonner une partie de leurs bénéfices au lieu d'avoir à baisser les prix. Au «stoppage» des prix et au «stoppage» des salaires existant déjà, on a donc ajouté un «stoppage» des bénéfices; ceci soulève un grand nombre de questions techniques délicates parce que, par exemple, il faut entre autres tenir compte de la situation des entreprises dont le coût de production s'écarte considérablement de la normale; mais on applique le principe directeur que tous les éléments qui entrent dans la composition du prix des articles finis doivent être soumis au contrôle. Au printemps de 1941, un nouvel impôt très lourd a été appliqué à tous les dividendes supérieurs au taux «normal» de 6% pour assurer la stricte limitation des bénéfices. Il est toutefois permis de procéder à une adaptation du capital lorsqu'il y a disproportion évidente, au point de vue des ressources propres de l'entreprise, entre son capital social et l'importance de ses affaires.

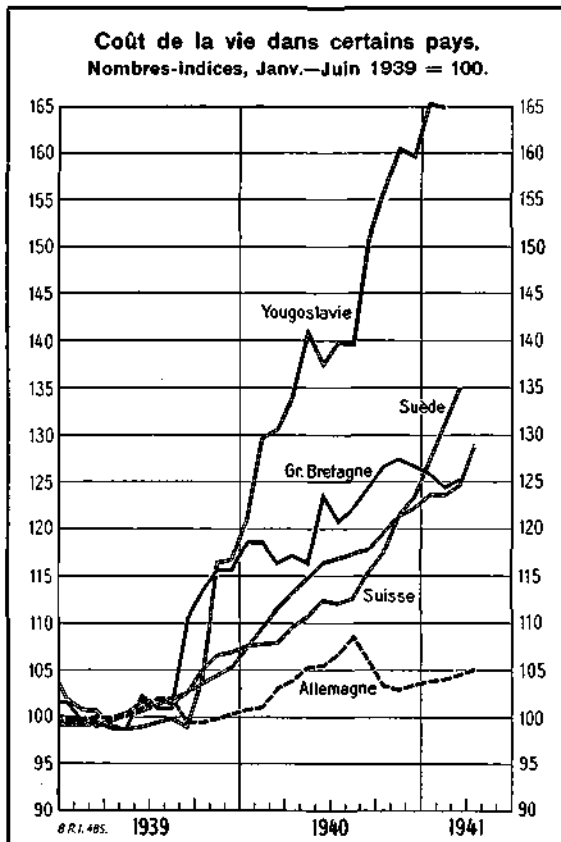
En Italie, un décret ministériel du 12 mars 1941 a prorogé pour la durée de la guerre l'application du «stoppage» des prix institué en juin 1940. On a

Mouvements des prix en Europe.

Nombres indices : Août 1939 = 100	Prix de gros		Coût de la vie	
	Déc. 1940	Mars 1941	Déc. 1940	Mars 1941
Bulgarie . . . . .	135	135	119	121
Danemark . . . . .	172	178	136	139
Espagne . . . . .	130	.	134	.
Finlande . . . . .	.	.	124	132
Grèce . . . . .	.	.	123	.
Hongrie . . . . .	127	131	115	117
Norvège . . . . .	150	160	130	134
Portugal . . . . .	145	.	111	114
Suède . . . . .	144	152	119	128
Suisse . . . . .	153	159	117	120
Turquie . . . . .	.	.	120	124*
Yougoslavie . . . . .	188	203*	149	155*

\* Février 1941.

pris des dispositions pour maintenir les prix à leur niveau du 30 juin 1940 et pour proroger les contrats en cours concernant la rémunération de travaux, les assurances, les loyers (sous réserve de certaines restrictions), l'éclairage, etc. Bien que l'on n'ait pas repris la publication officielle des indices des prix, on



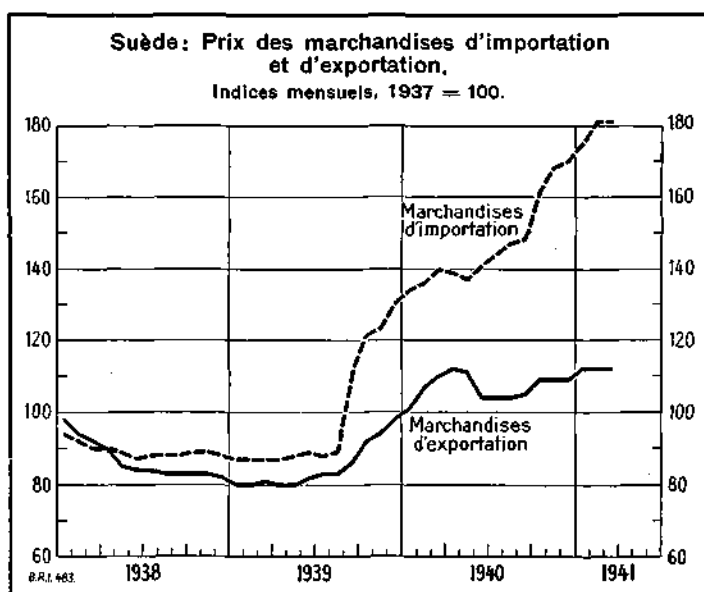
sait que ceux de certaines marchandises ont été relevés, à la suite notamment d'une hausse du coût des marchandises importées. De plus, certaines denrées de première nécessité ayant été rationnées ou vendues à des prix modérés, les consommateurs ont eu entre les mains une plus grande marge de revenu et ont acheté des denrées alimentaires et autres produits non rationnés qui, à cause même de leur variété, n'ont pu être facilement soumis au contrôle des prix. Dans certains cas, spécialement quand des considérations d'ordre social ont été en jeu, l'Etat est intervenu et, pour abaisser les prix, a accordé des subsides aux producteurs; il a ainsi fait passer une partie des frais du consommateur à la charge du contribu-

able. Certains relèvements de traitements, dans des limites modérées, ont été officiellement décrétés, pour tenir particulièrement compte des intérêts des mobilisés et de leurs familles.

Dans les autres pays continentaux d'Europe dont nous avons les statistiques des prix, la hausse des prix de gros a été d'au moins 30 % depuis l'ouverture des hostilités jusqu'en mars 1941.

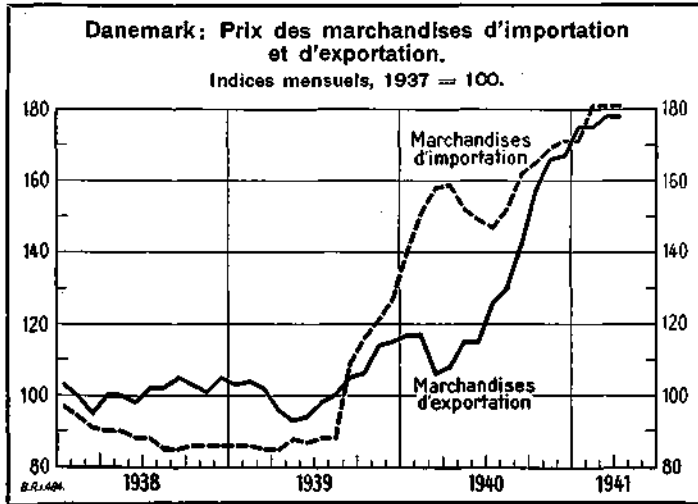
La hausse la plus forte a été constatée en Yougoslavie, où elle a dépassé 100 %; viennent ensuite le Danemark avec une augmentation de plus de 75 %, la Norvège et la Suisse avec environ 60 %, la Suède avec plus de 50 %, la Bulgarie avec 35 %, et la Hongrie avec juste un peu plus de 30 %. La hausse du coût de la vie a été moins rapide que celle des prix de gros dont elle n'a souvent pas dépassé la moitié.

Les obstacles au commerce, les frais de transport plus élevés et l'impulsion des prix des matières premières ont généralement été la cause d'écart considérable entre les prix des marchandises importées et ceux des marchandises nationales, ou entre les prix des matières premières et ceux des articles finis. En Suède, les prix des produits agricoles ont été relevés pour compenser la mauvaise récolte de 1940 et pour stimuler la production agricole, mais l'augmentation des prix des marchandises importées est néanmoins plus du triple de celle des produits nationaux. Les exportations suédoises ayant été particulièrement affectées par l'interruption du commerce avec les pays d'Occident, l'écart entre les prix à l'importation et les prix à l'exportation est extraordinairement marqué.



Au Danemark d'autre part, les prix des marchandises ont augmenté à peu près également à l'exportation et à l'importation au début de 1941. Avant le printemps de 1940, les exportations danoises de produits agricoles suivaient les cours des marchés mondiaux, c'est-à-dire que, calculé en or, leur niveau était bas. Le fait pour les exportations





d'avoir été détournées vers l'Allemagne, où les prix des produits agricoles étaient beaucoup plus élevés au cours des changes en vigueur, a provoqué une hausse rapide des prix des marchandises danoises d'exportation.

En général, l'alignement au niveau des prix allemands a constitué un facteur important

des mouvements des prix sur le continent d'Europe depuis l'ouverture des hostilités. Pendant les années 1929 à 1933, les prix et les salaires en Allemagne ont été réduits de 35 et 20% respectivement, c'est-à-dire dans une plus large proportion que dans les autres pays d'Europe; mais les monnaies de ces autres pays s'étant dépréciées alors que le reichsmark était maintenu au pair, les prix allemands, au cours officiel des changes, étaient en réalité plus élevés qu'ailleurs. Au début de 1939, l'écart pour les prix de gros était d'au moins 30%; avec la France, il était même plus grand, en raison de la forte dépréciation du franc français en 1938. Pour maintenir l'équilibre de sa balance des paiements malgré cet écart considérable des prix, l'Allemagne a appliqué un système général de contrôle du commerce extérieur en vertu duquel elle a restreint ses importations et accordé des subsides aux exportateurs allemands pour les mettre en mesure de faire concurrence aux marchés étrangers.

L'ouverture des hostilités et l'isolement virtuel de l'Europe continentale du reste du monde a raffermi la position commerciale de l'Allemagne en Europe. Ce pays a pu supprimer les subsides à l'exportation et exercer une attraction sur les marchandises qui avaient précédemment été exportées vers les Iles Britanniques ou les pays extra-européens. Il en est résulté que les prix en Allemagne sont devenus l'un des facteurs dominants de l'évolution des prix sur le continent. C'est ce qui est arrivé en particulier pour le Protectorat de Bohême et Moravie et pour les Pays-Bas après l'abolition des restrictions de change entre ces pays et l'Allemagne (et l'abolition des droits de douane pour le Protectorat); les mêmes forces ont été à l'œuvre à l'égard des autres pays continentaux d'Europe également. Les relèvements de prix et de salaires déjà opérés depuis l'ouverture des hostilités ont sans doute considérablement contribué à les rap-

procher du niveau allemand, mais il existe encore dans certains cas des divergences qui, aux cours actuels des changes, sont parfois loin d'être négligeables.

Abstraction faite des influences qui découlent de la situation du commerce extérieur, les mouvements des prix ont été soumis dans les différents pays à des influences nationales variées dont les plus importantes ont été tant l'augmentation du prix de revient des produits de remplacement, les mauvaises récoltes de 1940 et les prix plus élevés payés pour encourager l'extension de l'agriculture, que les déficits budgétaires croissants. Partout, en 1940, des systèmes de contrôle des prix sont en vigueur, et des pouvoirs accrus ont été donnés aux contrôleurs des prix. Le contrôle des salaires est encore une mesure exceptionnelle, mais en aucun pays l'Etat ne peut rester indifférent à des changements importants des taux des salaires. On admet en général qu'il ne convient pas de neutraliser entièrement une hausse du coût de la vie par un relèvement correspondant des salaires; si le coût plus élevé de la vie reflète une plus grande pénurie de denrées de consommation, il est matériellement impossible d'indemniser tout le monde; et quand les impôts indirects sont majorés, c'est précisément, en partie du moins, pour restreindre les achats des consommateurs, si bien qu'un relèvement proportionnel des salaires aurait pour effet d'annuler cette majoration d'impôt. La compensation qui a, en fait, été consentie aux salariés de différents pays a été en général limitée à la moitié environ de la hausse du coût de la vie, avec des allocations spéciales en faveur des familles nombreuses. Le rationnement permet, en général, d'assurer une distribution des approvisionnements disponibles plus équitable que ne le ferait la surenchère sur un marché non contrôlé; il permet aussi d'empêcher la pénurie d'amener des hausses exagérées des prix. Partout on a eu plus de confiance dans une intervention directe sur le système des prix par voie de rationnement et de contrôle, que dans des restrictions de crédit. Contrairement à ce qui s'est passé pendant la guerre de 1914—18, on suit maintenant une politique de crédit abondant et à bon marché, mais en coordination avec des majorations d'impôt et des mesures (telles que le rationnement du fer et de l'acier) destinées à empêcher que les fonds disponibles ne servent à des placements non autorisés. Jusqu'à quel point la politique ainsi adoptée réussira-t-elle dans la lutte contre les hausses excessives de prix? Son succès dépendra sans doute dans une large mesure de la détermination avec laquelle elle sera appliquée, et, en particulier, de l'énergie dont feront preuve les autorités, quand il s'agira de résister à des intérêts divers. Néanmoins, il n'est pas facile de donner à un système de contrôle des prix une efficacité complète: si on laisse le volume du crédit et du pouvoir d'achat qui sont entre les mains du public s'accroître sans freiner, il n'est pas certain

que les mesures directes de contrôle des prix puissent neutraliser entièrement la progression des dépenses. Plus le «secteur non contrôlé» est grand dans un pays, plus il est important d'envisager de prendre toutes les garanties possibles, y compris les garanties d'ordre monétaire, si l'on veut empêcher l'inflation.

### III. OR: PRODUCTION ET MOUVEMENTS.

Les faits caractéristiques en ce qui concerne la production et les mouvements de l'or sont d'une part un nouvel accroissement de cette production et de l'autre une concentration toujours plus accentuée du stock d'or monétaire mondial aux Etats-Unis.

Même si, à défaut d'indications officielles, on ramène l'évaluation de la production de l'or en U.R.S.S. de 4,5 millions d'onces en 1939 à 4 millions d'onces en 1940, la production de l'or dans le monde entier n'en aura pas moins atteint un nouveau chiffre record de 40,7 millions d'onces en 1940, total supérieur de 4,5 % à celui de l'année précédente. Pour la première fois, la production, qui était inférieure à 20 millions d'onces en 1929, a dépassé le chiffre de 40 millions d'onces. Compte tenu par ailleurs de la dépréciation des monnaies depuis 1931 qui en a accru la valeur nominale, la production de l'or évaluée en dollars des Etats-Unis a plus que triplé depuis 1929. En 1940, elle a atteint pour le monde entier 1.425 millions de dollars: la quote-part de l'Empire britannique a été d'environ 850 millions, soit près de 60 % du total.

Le stock d'or monétaire des Etats-Unis a augmenté de 4.351 millions de dollars en 1940, soit trois fois la valeur de la production de l'année. A la fin de 1940, le stock d'or du gouvernement des Etats-Unis se montait à 22 milliards, représentant environ 70 % du stock d'or mondial, qui s'inscrivait approximativement à 31,5 milliards de dollars (y compris les stocks non déclarés des fonds de change et autres institutions monétaires)\*. Le montant que détiennent tous les pays autres que les Etats-Unis, soit 9,5 milliards de dollars, ne représente plus que 30 % du stock d'or monétaire mondial; il n'est pourtant pas encore très inférieur au montant détenu par ces mêmes pays en 1929, et qui peut être évalué à l'équivalent de 11 milliards de dollars actuels (à 35 dollars l'once). Les réserves d'or des Etats-Unis (sur la même base de 35 dollars l'once) sont montées de 6,8 milliards de dollars à la fin de 1929 à 22 milliards à la fin de 1940, ayant absorbé la totalité de l'or nouvellement extrait, soit une valeur

\*) On dit parfois que les Etats-Unis détiennent 80 % du stock d'or monétaire mondial. Il faut pour cela ne considérer que les réserves d'or déclarées des banques centrales, ce qui signifie que l'on ne tient pas compte dans le stock total de l'or détenu, par exemple, par les Fonds d'égalisation des changes et par la Banque d'Etat de l'U.R.S.S.

de 11,7 milliards de dollars, l'or déthésaurisé de l'Orient, soit 1,7 milliard environ, certains montants provenant de la circulation et de la déthésaurisation d'autres régions et enfin 1,5 milliard environ des réserves monétaires d'autres pays.

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

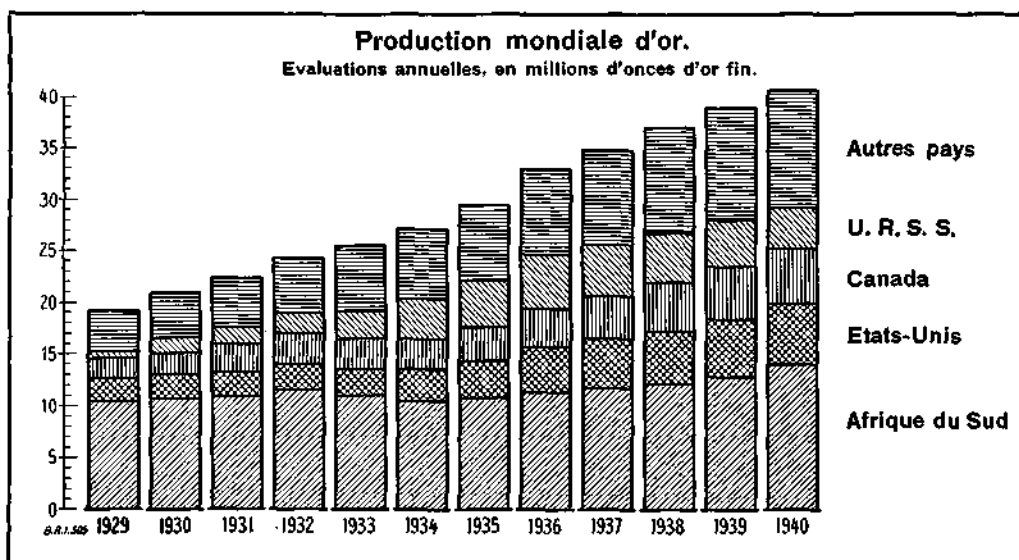
L'accroissement continu de la production d'or ressort du tableau. L'extraction de l'or en Afrique du Sud a augmenté de 9,5 %, passant de 12,8 à 14 millions d'onces, ce qui représente les deux tiers de l'accroissement de la production mondiale en 1940. Il a été possible de recruter plus de main-d'œuvre indigène, surtout sur la côte orientale et dans les territoires britanniques de la zone tropicale située au nord du 22<sup>ème</sup> degré de latitude sud. L'effectif de la main-d'œuvre indigène, 347.000 employés à la fin de 1940, n'a pas augmenté de moins de 42.000 hommes (on a constaté une nouvelle augmentation de 25.000 hommes au cours des deux premiers mois de 1941). Les frais d'exploitation ont subi une hausse de 7,5 % par once de fin extraite, par suite de la

Production mondiale d'or. Evaluations annuelles	1929	1932	1938	1939	1940
	Milliers d'onces d'or fin				
Union Sud-Africaine . .	10.412	11.559	12.161	12.822	14.047
Etats-Unis d'Amérique <sup>1)</sup>	2.208	2.449	5.089	5.611	5.920
Canada . . . . .	1.928	3.044	4.725	5.095	5.302
U. R. S. S. <sup>2)</sup> . . . . .	707	1.938	4.750	4.500	4.000
Australie . . . . .	426	710	1.574	1.636	1.633
Corée . . . . .	138	276	948	975	1.025 <sup>3)</sup>
Mexique . . . . .	652	584	924	944	950
Japon . . . . .	335	402	760	850	925 <sup>3)</sup>
Afrique Occid. Brit. . .	208	293	730	830	924
Rhodésie . . . . .	562	581	815	800	832
Colombie . . . . .	48	248	521	570	632
Congo Belge . . . . .	173	243	473	510	517
Chili . . . . .	26	38	294	325	341
Indes Britanniques . .	364	330	322	318	290
Pérou . . . . .	121	86	260	272	280
Nouvelle-Guinée . . . .	<sup>3)</sup>	<sup>3)</sup>	236	241	273
Suède . . . . .	<sup>3)</sup>	132	234	230	210
Nouvelle-Zélande . . .	120	166	152	172	204
Roumanie . . . . .	71	103	172	211	131
Autres pays . . . . .	693	1.072	1.898	2.071	2.264 <sup>3)</sup>
<b>Total de la production mondiale</b>	<b>19.192</b>	<b>24.254</b>	<b>37.038</b>	<b>38.983</b>	<b>40.700 <sup>3)</sup></b>
Valeur de la production mondiale totale . . . .	Millions de dollars <sup>4)</sup>				
	672	849	1.296	1.364	1.425

<sup>1)</sup> Y compris les Philippines.    <sup>2)</sup> Evaluations.    <sup>3)</sup> Compris dans le chiffre d'autres pays.  
<sup>4)</sup> Dollars à leur valeur actuelle équivalant à \$35 pour l'once d'or fin.

hausse des prix des matériaux, des relèvements de salaires payés aux employés et du paiement, à la charge des sociétés minières, durant une partie de l'année, de la taxe dite «de réalisation de l'or», qui varie de 35 à 38 shillings pour 100 livres sterling. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1940, le prix maximum de l'once a toutefois été relevé de 150 à 168 shillings; il est résulté de ce relèvement, joint à l'extraction plus considérable, que la valeur de la production de l'or en Afrique du Sud est montée de 96 millions de livres sterling en 1939 à 118 millions en 1940. Le bénéfice retiré, déduction faite des frais d'exploitation, est monté de 35,5 à 44,2 millions; mais comme les impôts et les postes divers, tels que les frais de matériel et d'outillage, ont considérablement augmenté, les paiements au titre des dividendes n'ont été relevés que d'environ 1,2 million, à un total approchant de 21 millions. Il convient d'ajouter que les mines de l'Afrique du Sud ont continué d'appliquer la politique adoptée par elles ces dix dernières années et de broyer du minerai moins riche; l'augmentation sensible des quantités d'or extraites au cours de l'année est d'autant plus remarquable que les mines ont encore abaissé en 1940 le degré de teneur en or du minerai broyé.

La production de l'or aux Etats-Unis a augmenté de 5,5% en 1940. Elle comprend la production des Iles Philippines qui représente 18% du total. Au Canada, la production de l'or s'est relevée de 4% de 1939 à 1940, et l'industrie emploie environ 40.000 personnes contre 25.000 en 1935. La production en Australie n'a pas progressé en 1940, mais le prix payé pour l'or étant plus élevé, les sociétés minières en ont retiré un bénéfice supérieur. En 1931, quatre sociétés australiennes de mines d'or seulement ont payé des dividendes, qui se sont élevés au total de 65.000 livres sterling; en 1940, il ne

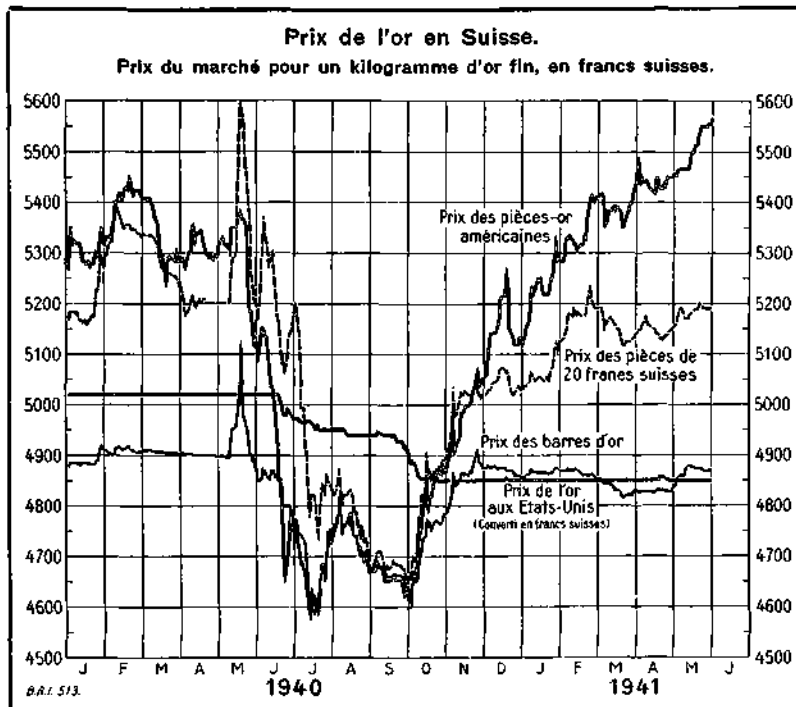


s'est pas trouvé moins de 54 sociétés en mesure de payer des dividendes, dont le total s'est élevé à 3,2 millions. La Corée et le Japon n'ont pas publié de renseignements sur leur production d'or en 1940, mais on sait que celle-ci a de nouveau augmenté; il faut considérer que les chiffres du tableau ne sont que des approximations. Pour l'U. R. S. S., les renseignements sont encore plus rares, les chiffres qui figurent dans le tableau pour les deux dernières années ne sont guère que des probabilités. En Europe (sans l'U. R. S. S.), la production totale d'or s'est élevée à 678.000 onces en 1939 et n'a probablement pas été plus élevée en 1940, représentant seulement 1,7 % de l'extraction mondiale d'or. Le transfert de certaines mines de Transylvanie de la Roumanie à la Hongrie, en conséquence des modifications territoriales survenues en septembre 1940, a obligé les autorités hongroises à déterminer dans quelle mesure elles accorderont aux compagnies minières actuellement sous leur juridiction les primes que la Banque Nationale de Roumanie leur allouait antérieurement.

Les montants d'or déthésaurisés en Orient avaient déjà cessé d'entrer en ligne de compte en 1939 en ce qui concerne la Chine et Hong-Kong. En 1940, les Indes Britanniques ont exporté pour 50 millions de dollars d'or aux Etats-Unis. Ce chiffre est le même que l'année précédente et dépasse d'environ 40 millions le montant de la production nationale; il est probable que cet excédent représente les montants d'or déthésaurisés par les particuliers.

Il semble que dans le monde, pris dans son ensemble, le mouvement de thésaurisation ait traversé différentes phases au cours de l'année 1940. Pendant l'été, on constate sur plusieurs marchés la présence d'offres émanant de particuliers mus par l'idée que l'utilisation de l'or comme moyen de paiement pourrait, à l'avenir, être soumise à certaines restrictions, ou que les réserves d'or pourraient être confisquées, et que ce métal serait alors une valeur-refuge moins sûre que par le passé. Au cours de l'automne et de l'hiver suivants, quand ces craintes semblent s'être en grande partie apaisées, les particuliers ont de nouveau acheté de l'or pour le thésauriser. Les mouvements du marché de l'or en Suisse mettent bien en lumière ces différentes tendances; il convient pourtant d'observer que les opérations ont porté sur de petits montants, insignifiants même en comparaison des rapatriements massifs de dollars convertis en francs suisses par des particuliers qui ont eu lieu au cours de l'été 1940.

Il est intéressant de mentionner qu'à partir de l'automne de 1940 les fluctuations du prix de l'or en lingots ont suivi de très près le prix de l'or aux Etats-Unis, converti en francs suisses. Les prix n'ont été plus élevés que pour les pièces d'or, indice que le mouvement de thésaurisation est resté très limité. L'écart de prix entre les pièces d'or suisses et les « eagles » des Etats-



Unis semble dû à des demandes extérieures au marché suisse et à la faible quantité d'« eagles » disponibles sur ce marché.

D'après les renseignements dont nous disposons sur les quantités d'or absorbées par l'industrie, la consommation a augmenté ces

dernières années aux Etats-Unis et peu varié ailleurs. Le tableau suivant reproduit les chiffres du rapport du directeur de la Monnaie des Etats-Unis pour l'exercice budgétaire clos le 30 juin 1940.

Aux Etats-Unis, les quantités d'or absorbées par l'industrie pendant la période de prospérité, dans la décade de 1920 à 1929, approchaient de 60 millions de dollars par an. Quand la crise est survenue et que le prix de l'or a été porté de 20,67 à 35 dollars l'once de fin, la consommation est descendue au

**Consommation industrielle d'or.**

En millions de dollars	1938	1939
Etats-Unis . . . . .	30,2	38,8
Grande-Bretagne . . . . .	11,4	10,5
Allemagne* . . . . .	7,8	5,9
Suisse . . . . .	**	3,4
Roumanie . . . . .	1,4	1,4
Suède . . . . .	1,4	**
Canada . . . . .	1,0	1,4
Hongrie . . . . .	0,9	1,3
Autres pays . . . . .	3,9	1,5
<b>Total</b>	<b>58,0</b>	<b>64,2</b>

\* Or fourni par la Reichsbank.  
\*\* Les chiffres n'ont pas été spécifiés.

minimum de 14 millions en 1934, pour se redresser ensuite jusqu'à près de 40 millions en 1939. Ce sont là des chiffres bruts qui ne tiennent pas compte de la récupération provenant des déchets, etc. L'or ainsi récupéré atteignait 76 millions en 1934, mais seulement 31 millions en 1939. Si l'on fait abstraction de cet or, la consommation industrielle de métal jaune est maintenant si infime par rapport au total et elle a si peu d'effet sur

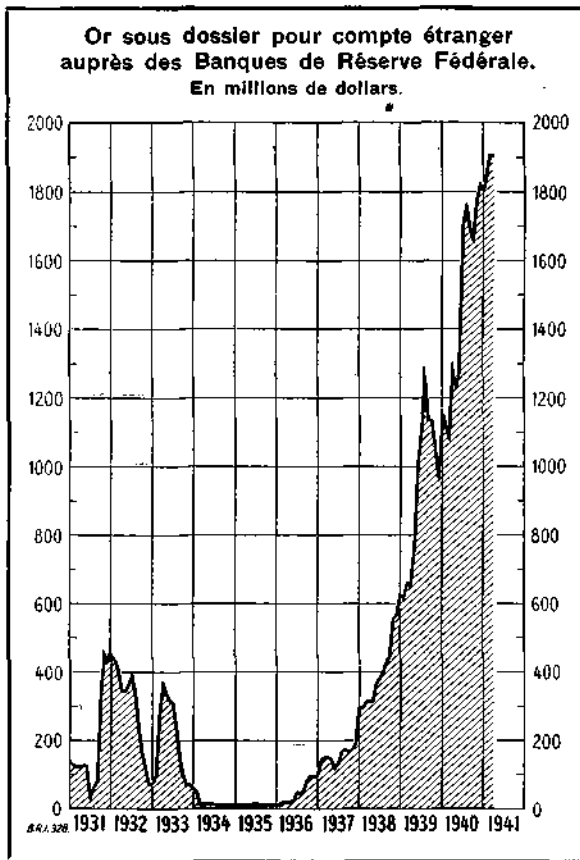


l'approvisionnement en or monétaire qu'on peut pratiquement n'en pas tenir compte.

## 2. LES MOUVEMENTS D'OR.

Ce qui met le mieux en lumière l'intensité des mouvements d'or vers les Etats-Unis en 1940, c'est peut-être le fait que pendant les trois mois de mai, juin et juillet il a été importé aux Etats-Unis pour 2.118 millions de dollars d'or. Pendant l'année entière, les importations d'or se sont élevées à 4.744 millions, dont 645 millions nets ont été placés sous dossier dans les banques de Réserve Fédérale. Le solde a été ajouté au stock d'or monétaire des Etats-Unis, qui, si l'on y comprend les acquisitions provenant de la production nationale et de certaines autres sources, s'est ainsi accru de 4.351 millions en 1940.

Quels ont été les principaux facteurs qui ont provoqué cet énorme mouvement? Il ressort de l'évaluation de la balance des paiements des Etats-Unis en 1940 un excédent de 1.319 millions de dollars de la balance des revenus (qui comprend, en plus de l'excédent des exportations, des postes



tels que paiements de dividendes, trafic touristique, fret, etc.). 30% des acquisitions d'or proviennent de la liquidation de cet excédent de la balance des revenus. Quant aux 70% restants, ils représentent un peu plus de 3 milliards dont l'origine n'est plus dans un afflux de capitaux privés aux Etats-Unis, mais principalement dans des transferts de fonds destinés à constituer à New-York des soldes officiels pour le compte de banques centrales et d'Etats étrangers.

Sur un total de 4.744 millions de dollars d'importations nettes d'or aux Etats-Unis en 1940, 3.255 millions sont venus du Canada et de la Grande-Bretagne. Les importations nettes provenant de France ont été de 242 millions

et presque toutes datent de juin 1940. L'Afrique du Sud en a envoyé directement aux Etats-Unis pour 185 millions. La valeur de l'or extrait en Afrique du Sud en 1940 a été de 492 millions de dollars, dont 118 millions ont servi à accroître les réserves de la Banque de Réserve d'Afrique du Sud. Abstraction faite des Etats-Unis, cet accroissement des réserves monétaires a été plus important que dans aucun autre pays. En 1940, les réserves d'or des Pays-Bas, de la Suède et de la Suisse ont diminué de 270 millions, presque entièrement pendant le premier semestre et par suite surtout de paiements dus pour des excédents d'importation de marchandises en provenance des Etats-Unis.

Après les événements militaires et politiques du printemps de 1940, certaines banques centrales ont cessé de faire connaître l'ordre de grandeur de leurs réserves d'or. Un certain nombre de banques ont déclaré à la fin de 1940 des réserves d'or exactement identiques à celles de fin 1939 (comme on en peut faire la constatation sur le tableau de la page suivante). Plusieurs banques ont encore conservé de l'or en dehors des réserves déclarées, et il est certain que des changements ont été apportés dans ces réserves cachées au cours de l'année.

Le total des réserves d'or déclarées valait à la fin de 1940 29 milliards de dollars, mais on peut probablement évaluer le total du stock d'or monétaire à cette même date (comme il a été dit plus haut) à 31,5 milliards. Ce stock pèse environ 28.000 tonnes. Si l'on songe qu'il représente la production accumulée pendant des siècles, il faut admettre que le métal jaune est encore très rare; mais il convient d'ajouter que plus de la moitié de ce stock total a été produit depuis 1920.

Les vives controverses auxquelles les problèmes relatifs à l'or ont donné lieu depuis le début de la guerre ont, en particulier, soulevé deux questions: En premier lieu, quels effets la concentration d'un volume d'or aussi considérable peut-elle avoir sur la structure des prix et sur le système du crédit aux Etats-Unis? En second lieu, quel effet le développement des clearings en Europe peut-il avoir sur le statut de l'or?

En ce qui concerne la première question, les opinions généralement exprimées peuvent être brièvement résumées comme suit: l'or envoyé aux Etats-Unis avant l'ouverture des hostilités reflétait dans une large mesure des mouvements de capitaux qui n'avaient à peu près aucun effet sur la demande immédiate de marchandises et de services, puisque les fonds produits par la vente de l'or restaient, pour la plupart, sous forme de dépôts improductifs dans les banques et, sous une forme ou sous une autre, venaient accroître la marge déjà considérable de crédit non utilisé dans le pays. Au contraire,

Réerves d'or visibles	Fin de 1938	Fin de 1939	Diminution (-) augmentation (+) pendant 1939	Fin de 1940	Diminution (-) augmentation (+) pendant 1940
	Millions de dollars (à \$ 35 l'once de fin)				
<b>Groupe 1:</b>					
Etats-Unis d'Amérique <sup>2)</sup>	14.512	17.644	+ 3.132	21.995	+ 4.351
Afrique du Sud	220	249	+ 29	367	+ 118
Turquie	29	29	0	88	+ 59
Java	80	90	+ 10	140	+ 50
Portugal	69	69	0	93	+ 24
Yougoslavie	57	59	+ 2	82	+ 23
Belgique <sup>3)</sup>	728	714	- 14	734	+ 20
Uruguay	69	68	- 1	88 <sup>4)</sup>	+ 20
Mexique	29	32	+ 3	47	+ 15
Bésil	32	40	+ 8	51	+ 11
Roumanie	133	152	+ 19	158	+ 6
<b>Total</b>	<b>15.958</b>	<b>19.146</b>	<b>+ 3.188</b>	<b>23.843</b>	<b>+ 4.697</b>
<b>Groupe 2:</b>					
Indes Britanniques	274	274	0	274	0
Bulgarie	24	24	0	24	0
Chili	30	30	0	30	0
Grèce	27	28	+ 1	28	0
Hongrie	37	24	- 13	24	0
Japon	164	164	0	164	0
Nouvelle-Zélande	23	23	0	23	0
Pérou	20	20	0	20	0
Grande-Bretagne <sup>5)</sup>	2.690	1	- 2.689	1	0
<b>Total</b>	<b>3.289</b>	<b>588</b>	<b>- 2.701</b>	<b>588</b>	<b>0</b>
<b>Groupe 3:</b>					
Danemark	53	53	0	52	- 1
Egypte	55	55	0	52	- 3
Allemagne	45	43	- 2	40	- 3
Colombie	24	21	- 3	17	- 7
Italie	193	144	- 49	137 <sup>6)</sup>	- 56
Finlande	25	27	+ 2	12	- 13
Suisse	701	549	- 152	502	- 199
Pays-Bas	998	692	- 306	617	- 381
Argentine	431	466	+ 35	353 <sup>7)</sup>	- 88
Suède	321	308	- 13	160	- 148
Canada	192	214	+ 22	7 <sup>8)</sup>	- 185
France <sup>9)</sup>	2.435	2.714	+ 279	2.222	- 213
<b>Total</b>	<b>5.473</b>	<b>5.285</b>	<b>- 187</b>	<b>4.171</b>	<b>- 1.115</b>
<b>Total général<sup>10)</sup></b>	<b>25.200</b>	<b>25.500</b>	<b>+ 300</b>	<b>29.000</b>	<b>+ 3.500</b>

<sup>1)</sup> Evaluation partielle.

<sup>2)</sup> Non compris l'or du Fonds de stabilisation: \$ 80 millions en décembre 1938, \$ 156 millions en décembre 1939 et \$ 48 millions en décembre 1940.

<sup>3)</sup> Non compris l'or détenu par le Trésor: \$ 81 millions en décembre 1937, \$ 44 millions en décembre 1938 et \$ 17 millions en décembre 1939 et décembre 1940.

<sup>4)</sup> Y compris certaines réserves précédemment non déclarées.

<sup>5)</sup> 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.

<sup>6)</sup> Dernier chiffre connu.

<sup>7)</sup> Depuis 1940, les chiffres de certaines réserves d'or ne sont plus disponibles.

<sup>8)</sup> En mai 1940, l'or appartenant à la Banque de Canada a été transféré au Bureau du contrôle des devises étrangères. L'or déclaré depuis est l'or détenu par le ministre des finances.

<sup>9)</sup> Non compris l'or détenu par le Fonds de stabilisation des changes, à savoir: \$ 331 millions en décembre 1938 et \$ 477 millions en mai 1939 (derniers chiffres connus).

<sup>10)</sup> Chiffres en partie évalués et comprenant également d'autres pays (mais ni l'U. R. S. S., ni l'Espagne).

les envois récents d'or ont eu principalement pour objet d'acquérir les dollars destinés au paiement (et même au paiement anticipé) de marchandises et à des investissements en installations et outillages; c'est pourquoi on peut prévoir qu'ils auront pour conséquence de développer la demande active de marchandises et de services sur le marché américain. Il ne sera pas facile toutefois de suivre les effets de cette expansion puisqu'en même temps les Etats-Unis ont accru

leurs propres dépenses budgétaires dans des proportions telles que les commandes étrangères financées par des envois d'or représentent un poste peu important en comparaison de l'énorme progression des dépenses intérieures. En ce qui concerne le système du crédit, les entrées d'or ont, bien entendu, pour effet d'accroître l'excédent des réserves, puisque les dépôts de fonds à vue nouvellement créés n'ont besoin que d'une couverture de 12—22,75 %. Mais, ces derniers temps, l'augmentation rapide des dépôts auprès des « member banks » a d'autres causes que les importations d'or et résulte d'avances commerciales accrues et d'achats ininterrompus de fonds d'Etat par les banques; le montant de la circulation monétaire a également augmenté; ces deux mouvements tendent à réduire l'ensemble des réserves en excédent des « member banks ». En fait, tandis que les entrées d'or se ralentissaient depuis l'automne de 1940, les réserves en excédent sont tombées d'un maximum de 7 milliards à la fin d'octobre à 5,4 milliards en juin 1941. La question des nouvelles acquisitions d'or et des moyens de parer à leurs effets semble avoir quelque peu perdu de son importance du moment où l'excédent des réserves diminue.

Dans un discours du 3 mai 1940, le Secrétaire du Département du Trésor des Etats-Unis a déjà discuté un certain nombre de suggestions, parfois mises en avant dans les controverses relatives à l'or. Il s'est opposé à la cessation des achats d'or, à l'abaissement du prix de l'or et à l'établissement d'une discrimination entre pays pour l'achat d'or. Il a conclu que les Etats-Unis doivent continuer à acheter l'or qui leur est offert, cette politique étant, a-t-il affirmé, « la seule politique saine qui nous soit ouverte ».

Le développement des clearings en Europe a provoqué certaines craintes au sujet du rôle futur de l'or comme élément du système monétaire. On a fait observer que l'Allemagne a été à même de financer le réarmement et la guerre malgré le faible montant de ses réserves d'or et que le commerce extérieur de l'Allemagne et de l'Italie s'est largement développé à travers le système du clearing. La question se pose donc de savoir si un nouveau système monétaire éliminant entièrement l'usage de l'or n'est pas en train de se développer.

Des exposés faits à ce sujet en Allemagne et en Italie par des personnes bien informées établissent une distinction entre les différentes fonctions de l'or. Le Président de la Reichsbank Allemande a dit dans un discours prononcé le 26 juillet 1940, qu'« en tout cas, l'or ne jouera plus aucun rôle comme étalon des monnaies européennes, car la monnaie ne dépend pas de sa couverture, mais de la valeur que lui donne l'Etat, c'est-à-dire en l'espèce l'organisation économique dirigée par l'Etat ». « C'est tout à fait une autre question, a-t-il ajouté, de savoir si l'or restera un moyen approprié de règlement des balances

des paiements . . . ; mais jamais nous n'appliquerons une politique monétaire qui nous rende si peu que ce soit tributaires de l'or, car nous ne pouvons pas nous lier à un moyen de paiement dont nous ne fixerions pas nous-mêmes la valeur.»

Dans un discours prononcé le 29 mars 1941, le Gouverneur de la Banque d'Italie a fait également observer qu'il n'est pas impossible à priori que le commerce de l'Europe avec les pays d'outre-mer se développe dans ce sens, mais qu'il est difficile de croire que cette évolution se produise dès la cessation des hostilités, au moment même où il sera, selon toutes probabilités, nécessaire d'utiliser l'or pour corriger les déséquilibres des balances de paiement; il faudra toutefois concentrer de plus en plus les réserves métalliques dans les centres de clearing. «Voilà maintenant des années que l'or n'a plus aucune importance comme soutien de la monnaie et base de la structure du crédit, l'automatisme du système n'ayant pas résisté à l'épreuve, au moment précisément où les circonstances eussent exigé qu'il fonctionnât parfaitement: sous le contrôle de l'Etat, le crédit a été proportionné à la production et au travail, et la stabilité de la monnaie a été maintenue quel qu'ait été le montant des réserves d'or.»

Ces exposés, et d'autres analogues, tendent à limiter strictement le rôle imparti à l'or dans le système monétaire: il ne dominera plus la politique du crédit, son utilité consistera plus particulièrement dans les services qu'il peut rendre comme moyen de paiement international pour régler les soldes occasionnels des balances internationales des paiements, et pour empêcher ces soldes de devenir une cause de perturbation sur les marchés des changes. Il donnera ainsi au système une souplesse plus grande que si l'équilibre absolu était exigé à toute époque. En dehors de l'or, le dollar des Etats-Unis et quelques autres monnaies ont souvent servi de moyen de paiement international; mais depuis l'application du système des licences aux avoirs en dollars aux Etats-Unis, il est devenu difficile, sinon impossible, pour un grand nombre de pays d'utiliser le dollar à cette fin. En conséquence, on tend de nouveau ces derniers temps à utiliser davantage l'or pour le règlement des balances des paiements; les banques centrales ont acheté de l'or entre elles à des prix plus ou moins fixes, applicables dans leurs relations réciproques à des transactions déterminées. Parfois, on a introduit dans des accords de clearing des clauses fixant l'ordre de grandeur des soldes qui peuvent être réglés autrement que par des exportations de marchandises.

Mais aussi longtemps que durera la guerre, il est probable que les politiques nationales de crédit seront peu influencées par les mouvements des réserves d'or et des autres actifs étrangers, en raison de l'importance dominante d'autres

facteurs. Néanmoins, il paraît impossible de négliger complètement les changements constatés dans les stocks d'or (et cette remarque s'applique sous certaines réserves aux modifications des avoirs en devises étrangères et des soldes de clearing). En temps normal, quand une banque centrale achète ou vend de l'or, la structure du crédit est directement affectée, et seules des mesures spéciales peuvent en général en neutraliser les conséquences. De plus, les mouvements d'or peuvent alors être considérés comme l'indice d'un déséquilibre auquel il convient de remédier. Si, au lieu de porter sur des entrées et des sorties effectives d'or, les changements portent sur les mouvements d'autres actifs étrangers, y compris les soldes de clearing détenus par les banques centrales, le problème n'est pas essentiellement différent, à cela près toutefois que le transfert de ces actifs à des tiers est plus difficile. Si l'on admet que le fonctionnement d'un système monétaire n'est satisfaisant que lorsque l'équilibre est maintenu dans les relations économiques et financières entre les différents pays qui en font partie, il est probable que tout changement net constaté dans la balance des paiements entre les divers pays (et par conséquent dans leurs réserves monétaires) sera considéré comme l'un au moins des indices de déséquilibre et, pour y remédier, il faudra prendre des mesures appropriées soit en modifiant la politique de crédit, soit en intervenant directement dans le commerce extérieur, soit en agissant dans ces deux domaines à la fois. Cela ne veut pas dire qu'il suffise d'appliquer des règles automatiques, mais seulement que si l'on veut maintenir un équilibre fondamental, force est bien, dans tous les cas, de tenir compte de la répercussion de la balance des paiements sur les réserves monétaires.

#### IV. MOUVEMENTS INTERNATIONAUX DES CAPITAUX.

Les placements européens aux Etats-Unis au début de la guerre de 1914 étaient évalués à plus de 6 milliards de dollars, dont la plus grande partie était constituée par les participations britanniques dans les chemins de fer américains. Pendant la guerre de 1914—1918, on a fait d'importants prélèvements sur ces avoirs, et, à la fin de 1919, le total des avoirs étrangers aux Etats-Unis ne dépassait probablement plus 2,8 milliards de dollars. L'important mouvement de reflux des capitaux hors des Etats-Unis au cours de ces années, qui ressort tant de la diminution des placements étrangers que des « dettes de guerre » croissantes, s'est poursuivi après la guerre sous la forme d'émissions privées et, dans la décade de 1920 à 1929, les Etats-Unis ont été le principal exportateur de capitaux du monde. En 1929—1930, il est probable que le total des placements américains à l'étranger atteignait 15 milliards de dollars, compensé en partie par les placements étrangers aux Etats-Unis. De plus, un montant nominal de « dettes de guerre » supérieur à 10 milliards restait dû et le service en était assuré.

Après l'effondrement des cours à la bourse de New York, la crise monétaire internationale et le moratoire Hoover, ce mouvement s'est brusquement renversé, et pendant la décade suivante les Etats-Unis sont devenus le principal importateur de capitaux du monde, non seulement parce qu'ils ont dénoncé les crédits en dollars qu'ils avaient antérieurement consentis aux marchés étrangers, mais, et cela surtout depuis 1934, à cause de l'afflux de capitaux étrangers. A la fin de 1939, les placements américains à l'étranger avaient été ramenés à 11,4 milliards, tandis que les placements étrangers aux Etats-Unis étaient passés à 9,5 milliards; aussi le poste créditeur net de ce pays, abstraction faite des dettes de guerre, était-il tombé à moins de 2 milliards. Pendant quelques temps, ce solde créditeur net avait diminué de plus de 1 milliard par an, en moyenne, et on prévoyait qu'en 1940 ou 1941 les Etats-Unis pourraient redevenir un pays débiteur de l'étranger (tout en restant le principal détenteur du stock d'or mondial). Le déclenchement de la guerre en Europe a interrompu cette évolution: le mouvement des capitaux vers les Etats-Unis a changé de caractère lorsque les ressources en dollars ont servi à l'achat de matériel de guerre. L'excédent croissant de la balance commerciale et l'octroi de crédits par la Banque d'Exportation et d'Importation ont eu pour effet de consolider au cours de l'année dernière la position créancière des Etats-Unis.

Le graphique et le tableau suivants donnent une analyse du mouvement des capitaux vers les États-Unis.

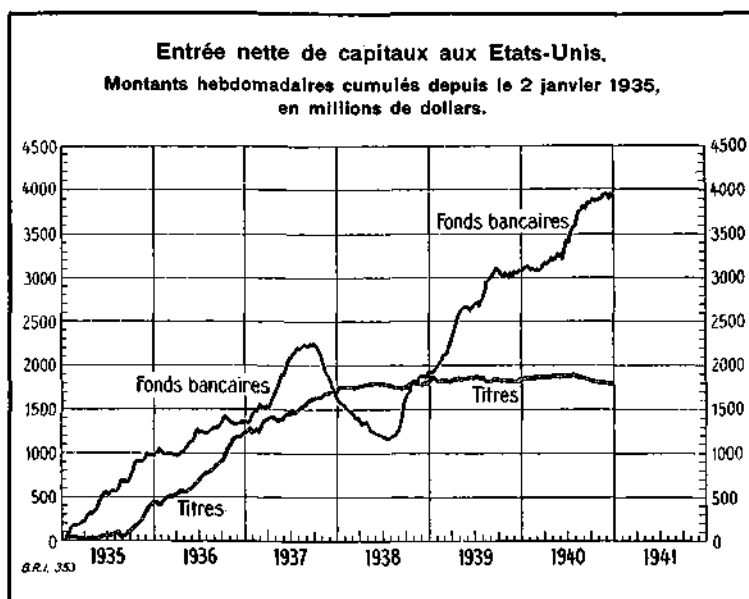
**Mouvements de capitaux vers les États-Unis.**

Par année, en millions de dollars	Sous forme de						Total des entrées de capi- taux dé- clarées	« Divers » de la balance des paie- ments
	dépôts en banque			valeurs mobilières				
	Dépôts officiels <sup>1)</sup>	Autres dépôts	Total	Valeurs des États- Unis	Valeurs étran- gères	Total <sup>2)</sup>		
1935	10	955	965	317	125	448	1.413	350
1936	71	326	397	601	191	799	1.196	170
1937	163	93	256	245	267	546	802	600
1938	10	321	331	57	27	84	415	530
1939	288	844	1.132	85*	116	64	1.196	1.040
1940	658	188	846	141*	78	42*	804	1.430

\* Vente de valeurs mobilières ou sorties de capitaux.  
<sup>1)</sup> Fonds des banques centrales à New-York, y compris les fonds transférés de la banque centrale au compte de l'État.  
<sup>2)</sup> Y compris les mouvements des soldes de courtage.  
 Note: Il convient de faire observer que, bien que très intéressants, les mouvements de capitaux déclarés sont nécessairement incomplets. Les « Divers » qui représentent le volume des postes non identifiés (mouvements divers de capitaux surtout) de la balance des paiements figurant à la dernière colonne du tableau ont atteint des chiffres très élevés ces dernières années et indiquent dans une certaine mesure le volume des opérations non déclarées.

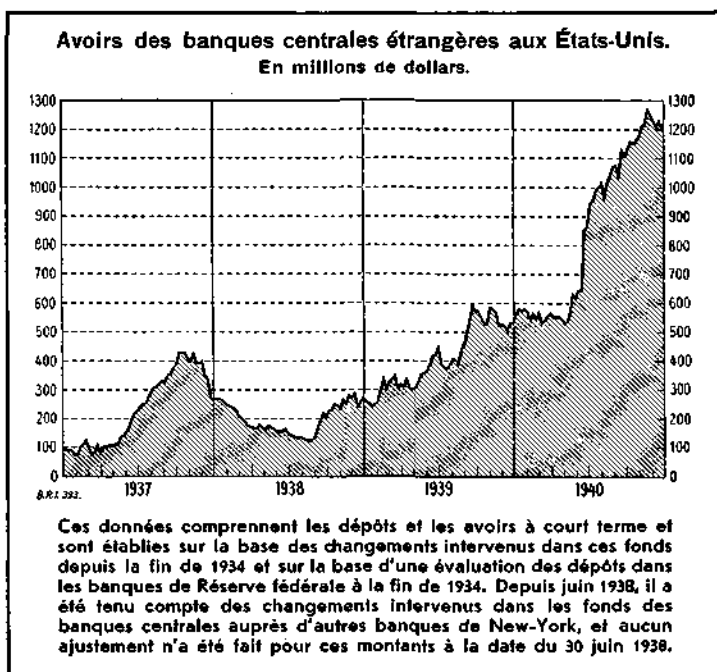
Le mouvement des capitaux étrangers venant aux États-Unis pour y être placés en valeurs mobilières du pays s'est presque arrêté lors de la crise boursière de 1937; cette même année, les rapatriements de valeurs mobilières étrangères ont également été suspendus quand les prix des marchandises ont baissé et que les balances des paiements des pays étrangers débiteurs (notamment des pays de l'Amérique Latine) sont brusquement devenues passives.

En 1938, l'afflux net de capitaux étrangers a été relativement minime; mais en 1939, la fuite des capitaux hors d'Europe a pris une grande envergure, et 95 % des entrées déclarées aux États-Unis ont été constituées par des dépôts en dollars, dont les trois quarts pour compte privé.





En 1940, la liquidation des valeurs mobilières des États-Unis, commencée en 1939, s'est poursuivie, si bien que l'augmentation des dépôts en dollars a été plus forte que celle des entrées nettes déclarées de tous les capitaux étrangers. Comme le contrôle des changes est en vigueur maintenant dans la plupart des pays dans lesquels le mouvement des capitaux prenait son origine avant la guerre, environ 80% des entrées nettes déclarées ont représenté des dépôts officiels (pour le compte de banques centrales et de gouvernements) et



ont eu lieu pendant le second semestre de l'année. Une partie de cette augmentation des dépôts officiels en dollars provient d'envois d'or; une autre partie, de cessions de dépôts privés à la banque centrale du pays d'origine pour en éviter le « blocage », une autre encore, de la mobilisation des valeurs mobilières des États-Unis et de leur vente pour le compte d'États étrangers.

La Grande-Bretagne n'a pas participé à l'accroissement des dépôts bancaires étrangers aux États-Unis en 1940, les principales augmentations ayant été inscrites, en Europe, au compte de la France (202 millions) et de la Suisse (139 millions), et, dans le reste du monde, au compte du Canada (182 millions), de l'Amérique Latine (123 millions) et de l'Asie (125 millions). Une proportion considérable des dépôts en dollars et autres avoirs européens aux États-Unis ont été « soumis à licence ». Le 10 avril 1940, le Président des États-Unis a pris un décret soumettant à un système de « licences » toutes les opérations sur devises étrangères, les transferts de crédit, etc. du Danemark, de la Norvège et de leurs ressortissants. La conséquence pratique de ces mesures a été d'immobiliser tous les avoirs de ces pays aux États-Unis et d'en empêcher l'utilisation ou le transfert. Des décrets ultérieurs pris jusqu'à la fin de 1940 ont successivement étendu cette mesure à la Belgique, aux Pays-Bas, au Luxembourg, à la France, à la Lettonie, à l'Estonie, à la Lituanie et à la Roumanie. Les montants affectés sont indiqués dans le tableau.

**Biens étrangers aux Etats-Unis, affectés par le contrôle  
(décembre 1940).**

Catégories d'actif en millions de dollars	Dane- mark	Nor- vège	Pays- Bas	Bel- gique	Luxem- bourg	France	Letto- nie, Litua- nie, Esto- nie	Rou- manie	Total
Lingots, monnaies, dé- pôts à terme et à vue	55	100	700	442	30	988	26	46	2.387
Valeurs mobilières étrangères et natio- nales . . . . .	27	54	796	251	16	448	2	2	1.596
Instruments de crédit et créances . . . .	2	10	94	52	1	59	1	2	221
Denrées, marchandises et biens meubles .	4	6	9	6	1	17	0	2	45
Propriété immobilière	1	2	14	1	0	10	0	1	29
Tous autres droits sur des biens . . . . .	3	5	9	9	0	72	0	0	98
<b>Total . . . . .</b>	<b>92</b>	<b>177</b>	<b>1.622</b>	<b>761</b>	<b>48</b>	<b>1.594</b>	<b>29</b>	<b>53</b>	<b>4.376</b>

*Note:* Ce résumé ne tient pas compte des sommes enregistrées par les compagnies d'assurances, ni de certains postes passifs peu importants.

Le montant soumis à licence à la fin de 1940 s'élevait donc à près de 4.400 millions de dollars, soit approximativement la moitié du total des actifs appartenant à des étrangers et situés aux Etats-Unis. La libération de certains montants a été autorisée en vertu de licences, dont la plus importante a porté sur environ 14 millions, en vue de permettre au gouvernement roumain d'acheter les biens appartenant à la Compagnie Internationale du Téléphone et du Télégraphe situés en Roumanie. En 1941, de nouveaux fonds étrangers ont été soumis à licence par décret du Président.

Les mouvements des capitaux non contrôlés vers des pays autres que les Etats-Unis ont eu relativement moins d'ampleur et ont sans doute été dus dans une large mesure à la crainte éprouvée par leurs détenteurs de voir leurs avoirs en dollars immobilisés aux Etats-Unis. Le Canada et certains pays de l'Amérique du Sud, en particulier l'Argentine et le Brésil, semblent avoir été les principaux destinataires de ces fonds en quête d'un refuge dont l'exode s'est fait non seulement par voie de transferts de capitaux sur les marchés, mais aussi par voie de retraits effectifs de valeurs mobilières, de bijoux et autres valeurs. Il est difficile de dresser des statistiques indiquant l'ampleur de ces mouvements, mais ils n'ont pas été sans importance pour les pays qui les ont reçus. En Europe, on a constaté des mouvements notables de capitaux privés provenant des Etats-Unis d'Amérique vers la Suisse et la Suède pendant le second semestre de 1940: des dollars ont été vendus pour le compte de particuliers et des dollars

(ou de l'or) achetés par les banques centrales qui, pour maintenir la stabilité des changes, ont été elles-mêmes forcées d'assumer le risque d'immobilisation. Le montant détenu aux Etats-Unis n'a pas varié, mais les fonds ont changé de mains. Le chapitre des cours des changes a donné quelques détails de ces mouvements. En Extrême-Orient, il s'est produit un certain mouvement de capitaux de Hong-Kong vers le marché non contrôlé de Changhaï.

En ce qui concerne les ventes par des étrangers des valeurs mobilières des Etats-Unis, l'intérêt se concentre naturellement sur la position-dollars de la Grande-Bretagne. Les ventes nettes d'actions et d'obligations des Etats-Unis provenant de Grande-Bretagne déclarées en Amérique ne se sont élevées qu'à 67 millions de dollars au cours de 1940, bien que le volume des valeurs mobilières effectivement liquidées ait été beaucoup plus considérable; d'après les sources d'information britanniques, elles se seraient élevées à 334 millions pendant les seize premiers mois de la guerre, une grande partie de ces ventes étant directement négociées par des intermédiaires qui ne font pas de déclaration. Une semaine environ avant l'ouverture des hostilités, les résidents britanniques furent obligés de déclarer à la Banque d'Angleterre toutes les valeurs mobilières payables en dix monnaies étrangères déterminées, dont les dollars américains et canadiens. Au cours de 1940, trois mesures de réquisition de valeurs américaines ont été prises. Elles ont porté sur 164 catégories d'actions ordinaires, dont les principales du marché; de nouvelles mesures de réquisition ont été prises en janvier et en avril 1941. (On a également réquisitionné les actifs en dollars dans d'autres parties de l'Empire britannique, mais ces réquisitions sont moins importantes.) Sur les 950 millions déclarés en Grande-Bretagne, il en avait été vendu un peu moins d'un tiers à la fin de 1940, ainsi que le montre le tableau suivant.

**Grande-Bretagne: Ressources en or et en dollars.**

En millions de dollars	Montant détenu		Utilisées en seize mois
	31 août 1939	31 décembre 1940	
Or . . . . .	2.038	292	1.746
Avoirs en dollars . . . . .	595	359	236
Valeurs mobilières sur le marché . . . . .	950	616	334
Placements directs et divers . . . . .	900	900	—
<b>Total</b>	<b>4.483</b>	<b>2.167</b>	<b>2.316</b>

Notes: Evaluations officielles britanniques présentées par le Secrétaire du Trésor des Etats-Unis au président de la Commission des Affaires étrangères de la Chambre des Représentants, le 21 janvier 1941 (d'après le Bulletin de la Réserve Fédérale). Evaluations au cours du marché.

On considérait que sur l'or et les actifs en dollars restant à la fin de 1940, 356 millions n'étaient pas disponibles, 51 millions étant en or (dont 30 millions éparpillés dans différentes parties du monde, et 21 millions déposés en garantie de contrats de change à terme) et 305 millions représentaient des soldes en dollars appartenant à des particuliers, minimum nécessaire pour traiter les affaires courantes.

Sur le total des ressources en or et en dollars de la Grande-Bretagne, soit près de 4.500 millions de dollars lors de l'ouverture des hostilités, un peu plus de la moitié avait été utilisée à la fin de 1940, la liquidation ayant surtout porté sur l'actif le plus facilement réalisable, l'or, tandis qu'on n'avait pas touché aux placements directs dans des affaires (bien qu'on ait engagé des négociations en vue de réaliser ces actifs ou d'obtenir des avances sur eux, notamment auprès de la « Reconstruction Finance Corporation »). En plus des 2.316 millions effectivement utilisés, comme nous l'avons indiqué plus haut, 965 millions d'or extrait ou déthésaurisé au cours de la période des seize mois en question ont été vendus à l'étranger pour couvrir le total des besoins du bloc-sterling qui s'élevaient à 3.281 millions.

Il est nécessaire d'englober dans ces chiffres la totalité du bloc-sterling, étant donné que la Grande-Bretagne met à la disposition des autres pays du bloc les dollars dont ils ont continuellement besoin, et que ces pays ont coutume de mettre à la disposition de la Grande-Bretagne la majeure partie de l'or nouveau ou déthésaurisé et le change-dollars acquis par eux. Nous donnons ci-après un tableau des transactions opérées pendant les seize premiers mois de la guerre.

**Transactions sur or et dollars des pays du bloc-sterling.  
Septembre 1939 — Décembre 1940.**

	Millions de dollars
<b>Denrées et services</b>	
Achetés aux Etats-Unis . . . . .	2.045
Vendus aux Etats-Unis . . . . .	1.015
Excédent des achats sur les ventes . . . . .	1.030
Paiements nets en or et en dollars aux pays autres que les Etats-Unis (certains pour des placements de capitaux) . . .	725
<b>Sorties de capitaux</b>	
Investissement et paiements anticipés aux Etats-Unis . . . .	720
Retraits de capitaux, principalement de la Grande-Bretagne . .	735
Postes divers et erreurs d'évaluation . . . . .	71
<b>Paiements nets en or et en dollars . . . . .</b>	<b>3.281</b>

Notes : Résumé de statistiques officielles comme dans le tableau précédent.  
Le bloc-sterling comprend l'Empire britannique, sans le Canada, Terre-Neuve et Hong-Kong, mais y compris les territoires sous mandat britannique, l'Egypte, l'Irak et le Soudan Anglo-Egyptien.

Sur les 3.281 millions de dollars, 725 millions ont été payés en or ou en dollars pour régler un excédent d'achats de marchandises provenant de pays situés en dehors du bloc-sterling et des Etats-Unis (dont 225 millions au Canada). Le solde de plus de 2.500 millions a été payé presque entièrement aux Etats-Unis. Les achats faits aux Etats-Unis ont été doubles des ventes, et il a fallu payer en espèces un excédent de plus de 1 milliard. En outre, le

remboursement de crédits à l'exportation antérieurs, que la clause « cash and carry » de la loi de neutralité a rendu nécessaire, a absorbé 200 millions; les paiements anticipés des fournitures américaines ont requis 570 millions, et les investissements dans des entreprises américaines exécutant des commandes britanniques ont absorbé 150 millions nets. La vente des 535 millions restants a dû être faite pour des opérations de change, 300 millions ont été prélevés par des Américains et des ressortissants d'autres pays par la vente de sterling libre à des importateurs américains, et 235 millions ont été absorbés par la liquidation de la position dollars à terme.

Les dépenses de guerre de la Grande-Bretagne couvertes par des ressources extérieures ont été indiquées dans le Livre Blanc publié en avril 1941.

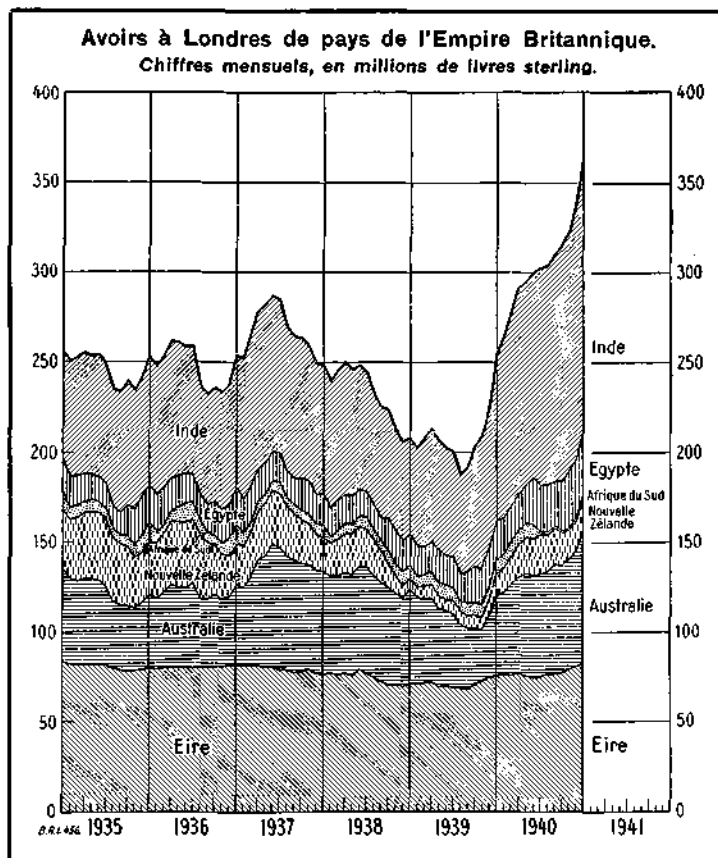
**Grande-Bretagne: Dépenses de guerre couvertes  
par des ressources extérieures.**

Forme des ressources extérieures	1er sept. 1939 — 31 août 1940	1er sept. 1940 — 28 février 1941	Total pour dix-huit mois	Total en dollars
	Millions de livres sterling			
Produit des ressources du Fonds d'égalisation des changes avant la guerre	184	204	388	1.552
Produit d'autres sources d'outre-mer	358	275	633	2.532
Total	542	479	1.021	4.084

Il est impossible avec les renseignements dont nous disposons de faire une comparaison directe entre ces chiffres et ceux donnés plus haut concernant l'utilisation des avoirs en or et en dollars. Les périodes couvertes ne sont pas les mêmes: l'une des séries de chiffres s'applique à la position extérieure du bloc-sterling pris dans son ensemble, tandis que l'autre ne se rapporte qu'à la Grande-Bretagne et aux dépenses de guerre.

Ce dernier tableau comprend, en particulier, l'aide spéciale du Canada à la Grande-Bretagne (que ne comprend pas le tableau précédent) ainsi que l'accumulation des avoirs en sterling que les autres Dominions et territoires de l'Empire britannique conservent à Londres. On peut dire que les achats du gouvernement britannique dans l'Empire ou dans d'autres parties du bloc-sterling se financent automatiquement, du moment où le produit des ventes est conservé sous forme de dépôts en sterling ou placé en valeurs mobilières libellées en sterling. L'accumulation à Londres de fonds appartenant à l'Empire britannique, qui figure dans le graphique suivant, a donc un rôle de tout premier plan dans le financement de la guerre.

La tendance à la baisse du volume des fonds conservés à Londres par les pays de l'Empire, qu'il faut attribuer au déficit de la balance des paiements de ces pays, s'est brusquement renversée en août 1939, et, pendant les seize mois qui ont suivi jusqu'à la fin de 1940, ils se sont continuellement accrus; cet accroissement pour les pays figurant dans le graphique s'est élevé à 170 millions de livres sterling.



La hausse verticale de plus de 100 millions jusqu'en mars 1940 comprend la principale saison d'exportation pour ces pays et le premier paiement anticipé d'exportations achetées pour le compte du gouvernement britannique. Ce paiement anticipé est entré en jeu une seule fois, et l'accroissement des fonds à Londres pendant les quatre derniers mois de 1940 a été inférieur de 15 millions à celui de la période correspondante de 1939. La hausse apparemment

plus rapide pendant la première période s'explique également par le fait que les fonds que l'Empire conserve à Londres tendent à s'accumuler tout d'abord sous forme de dépôts en sterling et de bons du Trésor et ne sont utilisés que plus tard à l'achat et au rapatriement de valeurs mobilières (moment où ils disparaissent généralement du graphique).

L'augmentation de beaucoup la plus forte est celle qu'accusent les fonds de l'Inde, soit environ 90 millions de livres sterling depuis août 1939 jusqu'à la fin de 1940. De plus, des valeurs mobilières hindoues ont été rapatriées tant au moyen d'achats sur le marché que par une opération de conversion annoncée en février 1940, qui a permis de libeller en roupies des actions hindoues exprimées en sterling. Il a été plus difficile de rembourser les valeurs

mobilières libellées en sterling encore en circulation, parce que les valeurs amortissables ne pouvaient pas être remboursées avant 1942, au plus tôt. Pour vaincre cette difficulté, la Trésorerie britannique a réquisitionné, en février 1941, tous les titres hindous à terme fixe (dont les dates de rachat les plus rapprochées s'échelonnaient de 1942 à 1958), donnant un total d'environ 90 millions de livres et portant intérêt à des taux variant de 3 à 5%. Au milieu de mai 1941, on a fait savoir que parmi les valeurs réquisitionnées on avait acheté pour 70 millions des valeurs hindoues libellées en sterling.

Les mouvements des autres fonds en sterling qui figurent sur le graphique sont de beaucoup moindre importance. Dans le cas de l'Eire, il semble qu'il y ait à l'augmentation des avoirs nets en sterling des banques, en partie tout au moins, des raisons spéciales: réalisation des valeurs mobilières en sterling par le public irlandais et transfert de fonds par les compagnies d'assurances britanniques sur la vie à la compagnie irlandaise récemment formée. L'augmentation des fonds australiens et néo-zélandais doit être considérée à la lumière de l'arrangement conclu avec la Grande-Bretagne pour que des avances temporaires couvrent les dépenses de guerre outre-mer (ces avances sont faites au taux auquel les fonds ont pu être obtenus par la Trésorerie britannique). La diminution des fonds en sterling de la Banque de Réserve de l'Afrique du Sud à un solde infime vient du remboursement de 7,9 millions de livres sterling de titres 5% sud-africains, le 1<sup>er</sup> juillet 1940. L'excédent des ressources en sterling des banques privées sud-africaines semble être resté sans grand changement aux environs de 5 millions.

En dehors des mouvements de fonds figurant au graphique, l'aide la plus substantielle que l'Empire ait fournie a été le financement des achats britanniques par le gouvernement canadien. On a déclaré officiellement au Canada que, pendant les 17 1/2 premiers mois de la guerre (c'est-à-dire jusqu'à la mi-février 1941), le déficit des comptes britanniques avec ce pays s'est monté à 737 millions de dollars canadiens, soit 166 millions de livres sterling, dont 56 millions de livres ont été réglés avec de l'or, 75 millions par le rapatriement de valeurs mobilières canadiennes libellées en sterling (en partie réquisitionnées à cet effet par la Trésorerie britannique en 1940) et un accroissement de 35 millions des dépôts canadiens en sterling. Les achats du gouvernement britannique dans les Colonies de la Couronne ont représenté un élément important qui explique l'accroissement des ressources en sterling des diverses administrations monétaires, mais jusqu'à présent il n'est pas facile d'évaluer les montants en question.

D'autres pays en dehors de l'Empire britannique détiennent des soldes en sterling dont le mouvement semble accuser un net fléchissement. Le reliquat

des fonds français en sterling en juin 1940 a été bloqué; il n'a donc pu être utilisé que pour des paiements spécialement autorisés. Les autres fonds bloqués à Londres, ceux par exemple de la Norvège, des Pays-Bas et de la Belgique, ont dans certains cas été crédités du produit de certains postes «invisibles» de la balance des paiements de ces pays (recettes des transports maritimes, etc.), ou débités des montants de certaines dépenses, dont le service de la dette extérieure, mais, au total, ce mouvement n'a pas été important si on le compare à celui des pays de l'Empire. L'augmentation des réserves en sterling de la Banque de Grèce de 6,9 millions de livres sterling en décembre 1939 à 18,8 millions en décembre 1940 provenait en grande partie de crédits en sterling consentis pendant la dernière partie de l'année. Les fonds de l'Argentine seraient montés à 2,5 millions de livres sterling à la fin de 1940, mais le gouvernement argentin a octroyé un crédit plus important pour l'achat de blé, etc. L'Islande a accumulé des fonds à Londres pendant l'année et, en novembre 1940, a remboursé les 500.000 livres sterling qui restaient dues sur l'emprunt 5 1/2 % de 1930 en sterling. D'autre part, à en juger d'après l'écart persistant des cours de la livre sterling libre sur le marché suisse, des prélèvements ont été faits, au cours de l'année, sur les actifs suisses en sterling.

L'Allemagne aussi a été en mesure d'utiliser des ressources extérieures pour financer son effort de guerre: elle a accumulé des dettes dans les clearings européens pendant le second semestre de 1940 et les paiements des frais d'occupation ont contribué à l'entretien de son armée en dehors du territoire du Reich. Pendant les derniers mois de 1939 et le début de 1940, l'excédent des exportations allemandes à destination des Pays-Bas, de l'Italie, de la Suisse, de la Yougoslavie et d'autres pays limitrophes avait permis à l'Allemagne de rembourser une partie considérable de ses dettes de clearing envers ces pays. Plus tard, surtout après la campagne du printemps et de l'été de 1940, l'Allemagne a importé du Danemark, de la Belgique, des Pays-Bas, de la France, de la Slovaquie, de la Suisse et de certains autres pays plus qu'elle n'a couramment exporté à destination des mêmes pays; il en est résulté des «pointes» de clearing considérables. Les banques centrales de ces pays ont généralement payé les montants dus individuellement à chaque exportateur, ce qui a été d'une importance toute particulière pour la monnaie des pays intéressés. Il conviendrait toutefois d'ajouter que l'Allemagne s'est constitué des créances de clearing sur d'autres pays, la Hongrie, l'Italie, la Suède et la Yougoslavie, par exemple. Il est difficile, étant donné le caractère fragmentaire des statistiques, d'évaluer le volume des dettes nettes de clearing contractées par l'Allemagne au cours de 1940, mais, d'après les données disponibles, 1 milliard de reichsmarks ne semblerait pas exagéré. Les frais d'occupation payés pour



l'entretien de l'armée allemande dans les territoires occupés sont plus importants, mais, dans ce cas encore, il n'a pas été publié de renseignements complets sur les montants payés et effectivement utilisés. Depuis le 25 juin 1940 et jusqu'à la fin de l'année, le compte de l'Allemagne à la Banque de France a été crédité d'un montant équivalant à 3.857 millions de reichsmarks (au cours de 20 francs français pour un reichsmark), dont 1.787 millions ont été effectivement utilisés. Les frais d'occupation d'autres pays ont sans doute porté à 2 milliards le total des sommes utilisées. On évalue à 36,4 milliards pendant l'exercice 1941—42 le produit des recettes fiscales et autres recettes intérieures de l'Allemagne; si l'on ajoute à cette somme la contribution «Matrikular» du Protectorat et les frais d'occupation, les recettes totales s'élèveront à «plus de 40 milliards», d'après le secrétaire d'Etat du ministère des finances allemand; au moins 10 % des recettes budgétaires totales de l'Allemagne (en dehors des emprunts) seraient donc couverts par des ressources extérieures.

Bien que le commerce extérieur en temps de guerre soit détourné de ses courants normaux pour suivre une direction déterminée par des motifs surtout politiques, et bien que chaque exportateur pris individuellement soit, en général, payé en espèces, il est nécessaire que les autorités responsables de l'économie nationale trouvent un mode de paiement pour liquider les différences entre les exportations et les importations. Le gouvernement britannique paie comptant ou d'avance les fournitures qu'il reçoit de l'Empire, mais l'accumulation des dépôts officiels en sterling que l'Empire conserve à Londres finance directement (par l'achat de bons du Trésor) ou indirectement (par la détention de dépôts ou de placements en sterling sous toute autre forme) la Trésorerie britannique; de même, si l'importateur allemand paie comptant à l'Office de clearing, l'exportateur européen n'en est pas moins payé en fait par le système bancaire de son propre pays qui, en contrepartie, conserve des créances de clearing en reichsmarks. Ces créances ne représentent pas des crédits d'un montant fixe consentis pour couvrir des opérations déterminées, mais des crédits globaux qui se sont accumulés au fur et à mesure des opérations commerciales. Les crédits extérieurs qui ont été expressément consentis en Europe, l'ont en général été pour des motifs militaires ou politiques: les crédits britanniques à la Grèce et à la Turquie rentrent dans la première catégorie et les crédits suédois à la Finlande, dans la seconde.

Hors d'Europe, l'activité de la Banque d'Exportation et d'Importation des Etats-Unis prend une importance de plus en plus grande pour les pays de l'Amérique du Sud, coupés de leurs marchés européens, spécialement depuis que le Congrès a donné l'autorisation de relever le capital de la banque de 500 millions de dollars qui seront consacrés à des avances. Bien que la

Chine ait été le principal bénéficiaire des prêts effectivement consentis en 1940 et que l'Amérique Latine n'ait reçu que 20% du total des crédits ouverts à la fin de mars 1941, la banque s'est engagée à faire à l'Amérique Latine de nouveaux prêts qui représentaient 70% de tous ses engagements. Les républiques de l'Amérique Latine, à l'exception de quatre (Bolivie, Salvador, Guatemala et Honduras), ont, à un moment quelconque, obtenu des crédits de la Banque d'Exportation et d'Importation. Les engagements envers l'Amérique Latine pendant 1940 se sont élevés à 168 millions de dollars: 70% devaient servir à liquider les arriérés de change et à fournir des dollars pour les importations courantes, afin d'amortir les répercussions de la clôture des marchés européens et permettre un certain relâchement du contrôle des changes. Le taux de ces emprunts est normalement de 3,6%. L'engagement pris de prêter au gouvernement brésilien 20 millions de dollars à 4% pour l'aider à construire

**Banque d'Exportation et d'Importation: Crédits ouverts.**

En millions de dollars	Crédits ouverts à la fin de			Crédits supplémentaires autorisés 31 mars 1941
	1939	1940	Mars 1941	
<b>A l'Amérique Latine:</b>				
Argentine . . . . .	—	0,1	0,1	62,4
Brésil . . . . .	16,4	13,6	13,5	51,4
Chili . . . . .	0,5	2,9	3,9	14,6
Colombie . . . . .	0,0	5,8	7,7	2,1
Costa-Rica . . . . .	—	0,0	0,1	5,5
Cuba . . . . .	—	—	—	15,3
Equateur . . . . .	—	0,0	0,0	1,2
Haïti . . . . .	1,9	3,4	3,9	1,6
Mexique . . . . .	0,1	0,1	0,1	—
Nicaragua . . . . .	0,1	1,1	1,6	2,9
Panama . . . . .	—	1,0	1,1	3,3
Paraguay . . . . .	0,1	1,2	1,5	2,4
Pérou . . . . .	—	—	—	10,0
République Dominicaine	—	—	0,0	3,3
Uruguay . . . . .	—	—	—	7,5
Venezuela . . . . .	—	0,1	0,2	3,4
<b>Total . . . . .</b>	<b>19,1</b>	<b>29,4</b>	<b>33,8</b>	<b>186,9</b>
<b>Au reste du monde:</b>				
Chine . . . . .	25,0	54,7	60,8	40,5
Danemark . . . . .	—	—	—	10,0
Espagne . . . . .	4,3	12,5	11,2	—
Finlande . . . . .	—	18,2	23,0	12,0
Hongrie . . . . .	—	—	—	1,0
Iran . . . . .	0,1	—	—	—
Islande . . . . .	—	0,6	0,6	0,4
Italie . . . . .	3,2	—	—	—
Norvège . . . . .	—	0,2	0,2	9,8
Pologne . . . . .	3,3	3,3	3,3	—
Portugal . . . . .	0,2	0,9	0,7	0,3
<b>Total . . . . .</b>	<b>36,2</b>	<b>90,3</b>	<b>119,8</b>	<b>74,0</b>
Aux exportateurs américains, pays non spécifiés . . . . .	9,9	11,3	12,5	5,1
<b>Total général</b>	<b>65,2</b>	<b>131,0</b>	<b>166,2</b>	<b>266,0</b>

une aciérie a une signification toute particulière comme encouragement donné à l'industrialisation de l'Amérique du Sud.

En ce qui concerne les crédits à l'Europe, la Finlande a fait d'importants prélèvements sur les 20 millions de dollars qui lui ont été avancés en 1940, mais le Danemark n'a pas utilisé celui qui lui a été fait, et la Norvège n'a dépensé qu'une très petite partie du sien. 15 millions ont été avancés à la Suède, qui a remboursé les 4 millions qu'elle a employés et n'a pas touché au solde. Après l'immobilisation des actifs européens aux Etats-Unis, certains de ces crédits n'ont plus eu qu'une valeur purement nominale.

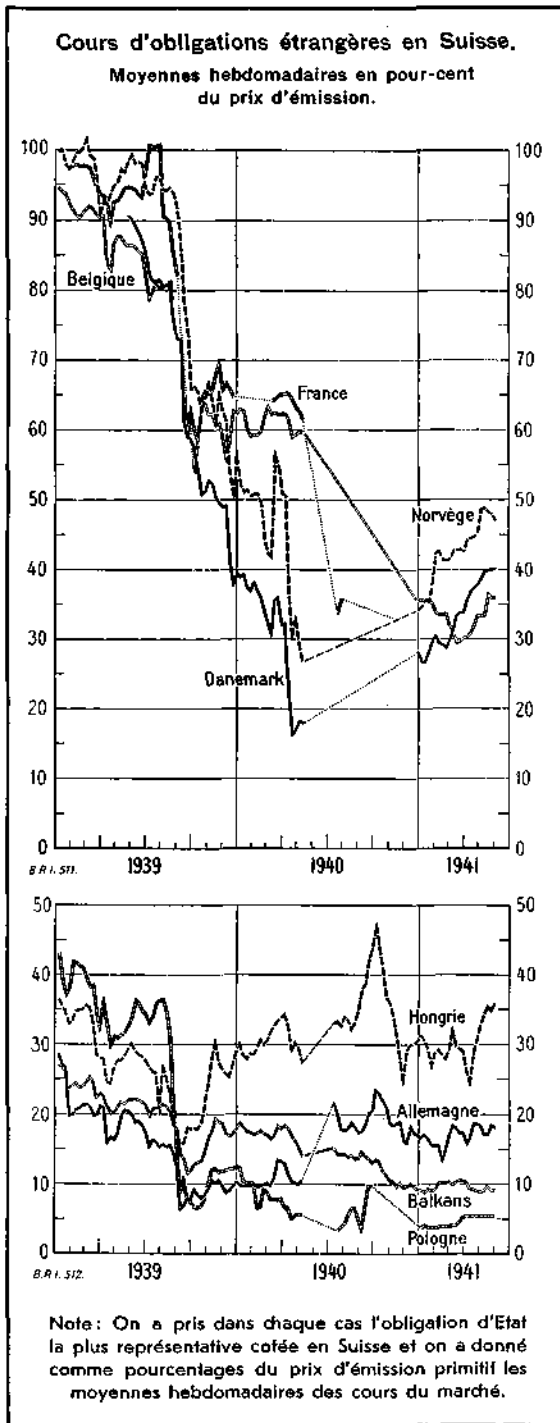
En 1940, la Banque d'Exportation et d'Importation a ouvert au gouvernement chinois et à la Banque de Chine trois crédits d'un total de 95 millions de dollars, dont 50 millions destinés à la stabilisation de la monnaie; ces crédits doivent être remboursés sur une période de plusieurs années par des exportations chinoises de matières premières d'importance stratégique et autres nécessaires à la défense des Etats-Unis. Le Fonds de stabilisation des changes des Etats-Unis a accordé d'autres crédits pour la stabilisation de la monnaie en 1940: il a mis 50 millions de change-dollars à la disposition de la Chine, 50 millions à celle de l'Argentine et jusqu'à 60 millions à celle du Brésil. Le gouvernement britannique a également consenti à la Chine un crédit de 10 millions de livres sterling, dont 5 millions pour la stabilisation de la monnaie et les 5 autres pour des achats de marchandises dans les pays du bloc-sterling.

Le prêt que la National City Bank de New-York a consenti en décembre 1940 à la Banque Centrale du Venezuela, pour liquider la question des changes bloqués et faciliter le commerce extérieur, présente un intérêt particulier parce qu'il est un cas exceptionnel de reprise de l'afflux des capitaux frais privés des Etats-Unis vers l'Amérique du Sud, mouvement qui avait complètement cessé ces dernières années. La République de Panama a également offert au public à New-York, à la fin de mars 1941, un emprunt de consolidation 3,5%, remboursable en 26 ans dont 4 millions de dollars d'obligations ont été souscrits. C'était la première offre publique d'obligations étrangères aux Etats-Unis depuis l'emprunt argentin de novembre 1938, exception faite des émissions du gouvernement canadien.

En dehors des cas mentionnés ci-dessus, le renouvellement et le remboursement d'anciens crédits ont été presque les seules opérations de crédit extérieur. Le crédit de 40 millions de francs suisses des banques suisses au gouvernement argentin a été renouvelé pour une période de six mois, en décembre 1940. Les accords de «standstill» conclus par l'Allemagne restent en vigueur en ce qui concerne la Suisse et les Etats-Unis, et les intérêts en sont encore transférés;

entre l'Allemagne et les Pays-Bas, tout accord est devenu superflu depuis l'introduction de la liberté des transferts de capitaux, le 1<sup>er</sup> avril 1941, et des arrangements séparés ont été conclus avec les banques belges, sur la base de crédits à long terme: les 6.300 millions de reichsmarks de la dette totale de «standstill» en 1931 sont maintenant réduits à moins d'un dixième (même en y comprenant les dettes envers l'Angleterre et envers la France), à la suite de remboursements en «registermarks» ou de dépréciations monétaires. La question des remboursements et des consolidations du crédit que des banques centrales et la Banque des Règlements Internationaux ont consentis en 1931 à la Banque Nationale de Hongrie est mentionnée à la section du présent Rapport qui traite des opérations de la Banque.

La question du service courant des emprunts extérieurs à long terme qui sont en cours est devenue plus épineuse que jamais. Etant donnés les changements intervenus dans les divisions politiques de l'Europe et les modifications constantes apportées aux accords bilatéraux, il est devenu impossible d'en faire un exposé détaillé dans ce Rapport. On peut dire, d'une façon générale, qu'au début de juin 1941 les pays continentaux d'Europe faisaient aux pays situés en dehors de ce continent très peu de paiements en espèces pour le service de leurs obligations privées ou publiques, sauf quelques exceptions, la Suède et la Suisse par exemple, et, malgré certaines difficultés, le Danemark et la Finlande. Le Portugal, placé dans une situation exceptionnellement favorable, a été en mesure d'éteindre sa dette publique extérieure représentée par environ 27 millions de livres sterling d'obligations 3% (qui étaient, en fait, presque entièrement détenues dans le pays) en échangeant celles-ci, à partir d'avril 1940, contre des titres libellés en monnaie nationale. A l'intérieur de l'Europe continentale, le service d'un même emprunt extérieur peut varier entre pays créanciers, en vertu d'accords de paiements spéciaux concernant les relations commerciales extérieures et d'autres postes de la balance bilatérale des paiements. Les carences, partielles ou totales, les retards et les interruptions dans le service ont été fréquents. Les deux graphiques joints montrent les cotations en bourse de certaines obligations étrangères caractéristiques et donnent une idée des expériences faites par les créanciers suisses. Seules les obligations allemandes (emprunt Young) ont enregistré une hausse légère des cours pendant l'année 1940. Certains pays d'Europe qui ont des représentants à l'étranger (comme la Belgique, les Pays-Bas et la Norvège) ont continué de faire le service de leur dette extérieure aux créanciers domiciliés en dehors de ce continent, principalement en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis, sur les ressources qu'ils possédaient en dehors du continent. Le service des emprunts français a été assuré aux Etats-Unis sur les avoirs



précédemment immobilisés. Les paiements au titre des obligations extérieures du Japon ont été maintenus comme de coutume, mais le service de la dette extérieure des emprunts considérables gagés antérieurement par la Chine sur les recettes des douanes, de la gabelle et des chemins de fer, a fait complètement défaut pendant toute l'année. En ce qui concerne l'Amérique du Sud, l'événement le plus important a été la reprise du service de la dette publique extérieure du Brésil, sur la base du Plan Aranha de 1934, ce qui a mis fin à la carence qui avait persisté depuis 1937. A la fin de 1940, sur les 6 milliards d'obligations étrangères libellées en dollars, la partie dont le service avait été suspendu atteignait 41,9% du total alors qu'elle atteignait 38,5% à la fin de 1939.

L'état de guerre, qui a aggravé encore les restrictions de change, immobilisé les actifs étrangers aux Etats-Unis et ailleurs, et placé le commerce extérieur sous contrôle, a opposé au financement privé en dehors des frontières de chaque pays pris séparément des obstacles presque insurmontables. Les crédits internationaux qui sont consentis sont en conséquence pres-

que tous financés par l'Etat ou par des organismes officiels et, comme il est inévitable dans ces conditions, sont surtout consentis pour des motifs politiques, soit pour soutenir directement l'effort de guerre, soit pour développer le commerce dans le sens désiré. Le volume des dettes extérieures, qui en 1930 atteignait des

proportions considérables, avait été fortement réduit au cours des années qui ont précédé l'ouverture des hostilités, à la suite de remboursements, de dépréciations monétaires, de rapatriements, etc. L'accroissement actuel de l'endettement international (de caractère surtout intergouvernemental) coïncide avec d'autres grands changements survenus dans la structure du capital dans le monde entier (mobilisation et réalisation de placements extérieurs, etc.). On ne peut encore prévoir quel sera le résultat final de ces transformations, mais de graves problèmes se poseront dont on ne connaîtra toute la complexité que lorsque la guerre sera terminée. Immédiatement après la guerre, au moment même où le besoin de matières premières et de denrées alimentaires se fera vivement sentir dans un grand nombre de régions, il se pourrait qu'une reprise rapide du financement international privé, actuellement arrêté, fût impossible, et les organismes publics devront peut-être encore se charger de fournir les ressources nécessaires. Certains gouvernements font évidemment de grands efforts pour maintenir leur crédit, en assurant le service de leurs dettes extérieures. Les mouvements des marchandises, s'ils ne sont pas soutenus par le crédit, seront nécessairement limités et insuffisants; ne serait-ce que pour cette raison, force sera bien d'attaquer sans retard le problème du financement international, sous peine de subir, après la guerre, des calamités parfaitement évitables.

## V. FINANCES PUBLIQUES, MARCHÉS DE L'ARGENT, DES CAPITAUX ET DES VALEURS.

### 1. FINANCES PUBLIQUES, MARCHÉS DE L'ARGENT ET DES CAPITAUX.

Pendant l'année 1940, le financement des dépenses publiques a dominé les marchés de l'argent et des capitaux dans le monde entier, non seulement chez les belligérants, mais aussi dans les États neutres et les territoires occupés. On n'a constaté que dans des cas très rares l'influence d'autres facteurs parmi lesquels on peut citer le financement des créances de clearing, au Danemark et en Slovaquie, et les rapatriements de dollars, en Suisse. L'Allemagne et l'Angleterre ont, l'une et l'autre, recouru presque uniquement à l'emprunt à court terme pour combler pendant les premiers mois leurs déficits budgétaires dus à la guerre; mais plus récemment, elles ont placé d'importants emprunts à long et moyen terme, de sorte que pendant les six mois d'octobre 1940 à mars 1941, les emprunts de ces deux gouvernements ont été constitués par moitiés à peu près égales à long et à court terme. En Italie, il a été procédé à des emprunts de conversion et de consolidation considérables, pour réduire la dette flottante, que les déficits budgétaires des récentes années avaient contribué à grossir. La plupart des autres pays d'Europe ont en grande partie comblé les déficits budgétaires dus aux dépenses d'armement, aux frais d'occupation, ou aux travaux de reconstruction, au moyen d'emprunts à court terme, parfois au moyen d'une expansion considérable du crédit bancaire (sans en excepter le crédit de la banque centrale). Outre-mer, les États-Unis ont approuvé un vaste programme de dépenses d'armement, et les dépenses effectivement engagées croissent chaque mois à une cadence accélérée; au Japon, le financement de la guerre avec la Chine a été la cause de déficits budgétaires croissants et d'émissions continuelles de fonds d'État depuis près de quatre ans.

La guerre n'a pas mis fin à l'ère de la monnaie à bon marché, si ce n'est dans des cas isolés et de façon temporaire. Les taux d'intérêt à long terme ont été abaissés pendant l'année aux États-Unis, en Allemagne, en Angleterre et dans quelques autres pays d'Europe, y compris les territoires occupés par l'Allemagne après la campagne du printemps et de l'été de 1940. En Suède, le taux officiel d'escompte a été relevé de 0,5% en mai 1940; ce relèvement du

taux d'escompte a été le seul enregistré pendant l'année dans le monde entier (si l'on fait abstraction de l'alignement au niveau allemand du taux d'escompte officiel dans le Protectorat de Bohême et Moravie); en Europe, huit taux d'escompte officiels sur un total de vingt et un ont été abaissés en 1940, le principal motif de cet abaissement ayant été, dans chaque cas, de permettre aux gouvernements d'emprunter à moindres frais.

En Allemagne, la technique du financement de la guerre a été mise au point dès le temps de paix, et, tandis que les autres pays ont été contraints d'improviser de nouvelles méthodes, pendant les premiers mois de la guerre au moins, l'Allemagne n'a eu qu'à intensifier son effort, la transition s'étant faite sans à-coups. Les ressources totales que le Reich a retirées de l'impôt et de l'emprunt se sont accrues considérablement après l'ouverture des hostilités et, à la fin de 1940, elles avaient plus que doublé par rapport à celles du dernier trimestre de 1938. L'exercice financier va d'avril à mars, et le tableau suivant donne les chiffres trimestriels des trois dernières années.

**Allemagne: Produit des impôts et des emprunts.**

Périodes trimestrielles, en millions de reichsmarks,	Impôts	Emprunts	Total	Impôts en pour-cent du total
1938 Avril—Juin . . . . .	3.671	3.447	7.118	51,6
Juillet—Septembre . . . . .	4.633	1.407	6.040	76,7
Octobre—Décembre . . . . .	4.718	3.449	8.167	57,8
1939 Janvier—Mars . . . . .	4.669	2.535	7.204	64,8
1939 Avril—Juin . . . . .	5.221	3.738	8.959	58,3
Juillet—Septembre . . . . .	6.179	5.074	11.253	54,9
Octobre—Décembre . . . . .	6.335	6.102	12.437	50,9
1940 Janvier—Mars . . . . .	5.840	6.159	11.999	48,7
1940 Avril—Juin . . . . .	6.067	8.134	14.201	42,7
Juillet—Septembre . . . . .	7.351	9.575	16.926	43,4
Octobre—Décembre . . . . .	6.987	9.819	16.806	41,6
1941 Janvier—Mars . . . . .	6.816	10.309	17.125	39,8
<b>Exercices financiers 1938—39 . . . .</b>	<b>17.691</b>	<b>10.838</b>	<b>28.529</b>	<b>62,0</b>
1939—40 . . . . .	23.575	21.073	44.648	52,8
1940—41 . . . . .	27.221	37.837	65.058	41,8

Toutes les recettes budgétaires ne figurent pas dans ce tableau, bien qu'il couvre plus de 90% des recettes budgétaires intérieures. La contribution de guerre que les autorités locales versent au gouvernement central, dont la moitié provient des économies d'administration, a fourni un supplément de 1,25 milliard de reichsmarks en 1940—41 qui, joint aux recettes nettes provenant des entreprises



publiques, etc., a donné un total d'environ 3 à 4 milliards en plus des recettes fiscales qui figurent dans le tableau.

Sur le total des recettes budgétaires, soit approximativement 68—69 milliards de reichsmarks en 1940—41, moins d'un cinquième a servi à couvrir les dépenses civiles, et le solde en a été consacré à l'effort de guerre. En plus de ces recettes budgétaires intérieures, les territoires occupés fournissent des contributions sous la forme de frais d'occupation, qui, pour la France par exemple, ont atteint le chiffre annuel de 7.300 millions: les situations de la Banque de France montrent toutefois que jusqu'à la fin de 1940 moins de la moitié en a été effectivement utilisé. Les évaluations officielles portant sur les recettes de l'exercice financier 1941—42 donnent le chiffre de 30 milliards de reichsmarks pour les recettes fiscales, 5 milliards pour les recettes d'administration, et 1,4 milliard pour la contribution de guerre des autorités locales. Avec la contribution du Protectorat dite «Matrikular» et les frais d'occupation payés par les territoires occupés, le total des recettes courantes (sans les emprunts) dépasse 40 milliards.

Il faut compter en temps de guerre avec la baisse de certaines catégories de recettes fiscales et douanières, mais elle est compensée par la majoration d'autres taxes. Depuis l'ouverture des hostilités, un supplément de 50 % a été appliqué à l'impôt sur le revenu, et les impôts sur la bière, les vins mousseux et le tabac ont subi des majorations de guerre. Des déclarations officielles ont fait savoir qu'en 1941 aucun nouvel impôt ne sera perçu, que les taux d'impôt actuels ne seront pas majorés et qu'il ne sera pas offert d'«emprunts de guerre» au public sur le marché libre. En fait, les emprunts de guerre ont été couverts «silencieusement» par l'intermédiaire des banques et d'autres institutions. Le tableau suivant montre par trimestre les emprunts du Reich. Autant que possible on n'a indiqué que les recettes en espèces, mais, comme il ressort des notes, il se peut que les chiffres du total dépassent légèrement le produit des émissions effectivement versé en espèces.

Le total de la dette publique du Reich (non compris les certificats d'impôts) est passé, d'après les situations publiées, de 19 milliards de reichsmarks à la fin de mars 1938, à 34 milliards de reichsmarks lors de l'ouverture des hostilités, et à 86 milliards de reichsmarks (dont 38 milliards à court terme) à la fin de mars 1941. La division du tableau en deux catégories, court terme, moyen et long terme, est conforme aux statistiques officielles. Pendant l'année 1938, il a été émis d'énormes emprunts sur le marché, dont le plus grand nombre à long terme. Les émissions à court terme, en particulier de bons du Trésor, ont pris plus d'importance en 1939, spécialement si l'on tient compte des certificats d'impôt à six mois (la moitié du total).

**Allemagne: Dette intérieure  
augmentations ou diminutions(-) trimestrielles.\***

Périodes trimestrielles, en millions de reichsmarks	Court terme				Long et moyen terme					Certi- ficats d'im- pôt	Total géné- ral
	Reichs- bank	Bons du Trésor, etc.	Divers Emprunts à court terme	Total	Renten- bank	Emissions sur le marché	« Em- prunts de li- quidité »	Emprunts divers	Total		
	1)	2)	3)	4)	5)	6)	7)	8)	9)	10)	11)
1938 Avril-Juin . .	(- 73)	1.230	—	1.157	—	1.932	396	(- 38)	2.290	—	3.447
Juillet-Sept. . .	35	1.216	—	1.251	—	( 1)	405	(-248)	156	—	1.407
Oct.-Déc. . . .	42	209	9	260	—	3.018	365	(-194)	3.189	—	3.449
1939 Janv.-Mars . .	(- 73)	1.605	(- 10)	1.522	—	423	748	(-158)	1.013	—	2.535
1939 Avril-Juin . .	73	1.090	281	1.444	—	(- 33)	964	(-135)	796	1.498	3.738
Juillet-Sept. . .	119	2.128	(-281)	1.966	400	—	253	(- 77)	576	2.532	5.074
Oct.-Déc. . . .	567	3.628	—	4.195	274	—	1.082	(- 90)	1.266	641	6.102
1940 Janv.-Mars . .	(-470)	4.381	—	3.911	117	741	2.173	(-174)	2.917	(- 659)	6.159
1940 Avril-Juin . .	370	3.726	634	4.730	75	1.967	1.766	(- 17)	3.791	(- 387)	8.134
Juillet-Sept. . .	(- 59)	4.738	874	5.553	—	2.383	1.696	2	4.081	(- 59)	9.575
Oct.-Déc. . . .	(- 46)	4.508	—	4.462	60	2.717	2.597	(- 8)	5.366	(- 9)	9.819
1941 Janv.-Mars . .	(-400)	5.421	410	5.431	—	3.777	1.312	(-209)	4.880	(- 2)	10.309
<b>Exercices financiers</b>											
1938—39 . . . . .	(- 69)	4.260	(- 1)	4.190	—	5.372	1.914	(-638)	6.648	—	10.838
1939—40 . . . . .	289	11.227	—	11.516	791	708	4.472	(-416)	5.555	4.002	21.073
1940—41 . . . . .	(-135)	18.393	1.918	20.176	135	10.844	7.371	(-232)	18.118	(- 457)	37.837

\* Il n'est tenu compte que de la « nouvelle » dette intérieure, c'est-à-dire de la dette contractée depuis 1924. Les augmentations figurent pour leur valeur nominale, légèrement supérieure au produit effectif quand les emprunts ou les bons sont émis au-dessous du pair (voir également la note 8) ci-dessous.)

1) Fonds de roulement du Trésor dont le plafond, fixé à 100 millions de reichsmarks, a été supprimé en juin 1939. Bien qu'aucun nouveau plafond n'ait été publié, on croit savoir qu'à aucun moment le total emprunté n'a dépassé 1 milliard de reichsmarks.

2) Les chiffres de cette colonne comprennent certains autres bons à court terme, notamment les « bons de livraison » à 6 mois émis d'avril 1938 à avril 1939, et intégralement remboursés en octobre 1939. Les montants nets sont donnés, compte tenu d'une diminution, pendant les trois années, d'environ 200 millions de reichsmarks de bons du Trésor « zur Sicherheitsleistung » qui ne représentent pas nécessairement des versements en espèces.

3) En avril et en mai 1939, un crédit « de soudure » spécial, accordé par les banques. Aux dates ultérieures, cette colonne comprend la dette du Reich envers l'Administration centrale des caisses de crédit du Reich.

4) Total des emprunts à court terme.

5) Prêt au Reich, correspondant à l'émission de billets libellés en rentenmarks, pour compléter la circulation des pièces de monnaie.

6) Aucune émission publique n'a été faite en 1939, les montants indiqués pendant le trimestre janvier-mars représentent des arriérés dus au titre de souscriptions à l'emprunt de décembre 1938. En 1940, les émissions de certificats du Trésor 4% (et en 1941 de certificats 3,5%) ont été inscrites dans cette colonne.

7) Emprunts émis directement pour utiliser les ressources liquides des caisses d'épargne, des compagnies d'assurances, des fonds d'œuvres sociales, etc.

8) On a fait figurer sous cette rubrique le mouvement trimestriel de toutes les autres dettes à long et moyen terme, à l'exclusion seulement des emprunts de 1938 et 1939 émis pour indemniser les porteurs des emprunts des gouvernements autrichien et tchécoslovaque, soit 1.395 millions de reichsmarks jusqu'à la fin de mars 1941. Les chiffres comprennent toutefois environ 300 millions de reichsmarks pour la liquidation des dettes agricoles et la liquidation de la Banque Nationale d'Autriche, qui ne correspondent à aucun apport d'argent frais à la Trésorerie. Les éléments principaux de cette colonne sont le rachat et l'amortissement des emprunts figurant aux colonnes (6) et (7) qui sont donnés nets, c'est-à-dire déduction faite de l'amortissement courant.

9) Augmentation nette du total des emprunts à long et moyen terme non encore remboursés.

10) Certificats d'impôt pouvant servir aux paiements, conformément au Nouveau Plan financier de 1939 — ces chiffres ne représentent donc pas intégralement des rentrées d'espèces, mais constituent un supplément de recettes générales. Le remboursement en est fait lors de leur remise, qui tient lieu de paiement de l'impôt, mais, pour plus de commodité, il est préférable d'inclure ces certificats dans les emprunts (il conviendra de se souvenir de ce détail quand on comparera le rendement des impôts et le produit des emprunts qui figurent dans le tableau précédent).

11) Total des emprunts figurant dans le tableau précédent.

En 1940, il a été procédé à d'importantes émissions de bons du Trésor, mais le volume des emprunts à long et à moyen terme a également augmenté, de sorte que les recettes provenant des emprunts, soit 20 milliards de reichsmarks pendant les six derniers mois de l'exercice 1940—41, ont été réparties presque également en émissions à long et à court terme. En 1940, nous avons classé dans la catégorie des emprunts «publics» à long terme les nouvelles émissions de certificats du Trésor à 4<sup>o</sup>/<sub>o</sub> dont les premières tranches étaient à échéance de 5 ans seulement, tandis que les tranches ultérieures ont été jusqu'à échéance de 20 ans. Il est remarquable que cette année les caisses d'épargne, compagnies d'assurances et institutions semblables, qui toutes centralisent la petite épargne, aient placé des sommes considérables en fonds d'Etat («emprunts de liquidité»). Les dépôts des caisses d'épargne ont, à eux seuls, dépassé 33 milliards de reichsmarks en 1940, contre 22 milliards seulement au milieu de 1939. Sur cette augmentation, 2 milliards proviennent de l'inclusion des banques de l'«Ostmark» et du Pays des Sudètes dans les chiffres de 1940. Un autre fait caractéristique de cette période est la faiblesse du montant prélevé sous forme d'avances directes de la Reichsbank (compris dans le bilan de la Reichsbank au poste «actifs divers», qui comprend également les avances directes à l'administration des postes du Reich et à la compagnie des chemins de fer du Reich).

Bilan de la Reichsbank Allemande.

Chiffres de fin de trimestre, en millions de reichsmarks	Actifs			Passifs	
	Effets et chèques	Valeurs mobilières	Actifs divers	Billets en circulation	Dépôts etc.
1938 Décembre . . . . .	8.244	855	1.488	8.223	1.527
1939 Mars . . . . .	8.180	969	1.329	8.311	1.249
Juin . . . . .	8.159	1.203	1.514	8.731	1.281
Septembre . . . . .	10.105	1.716	1.604	10.995	1.602
Décembre . . . . .	11.392	1.197	2.033	11.798	2.018
1940 Mars . . . . .	12.242	537	1.822	12.176	1.760
Juin . . . . .	12.611	597	1.863	12.785	1.854
Septembre . . . . .	13.206	472	1.797	12.847	1.795
Décembre . . . . .	15.419	389	1.726	14.033	2.561
1941 Mars . . . . .	15.367	385	1.246	14.188	2.127

En fait, le fonds de roulement du Trésor accuse, au cours de l'année 1940, une réduction nette de 205 millions à 580 millions de reichsmarks, tandis que le poste «valeurs mobilières» a diminué à mesure que les fonds d'Etat ont été vendus en Bourse. D'autre part, le volume des «effets et chèques», des bons du Trésor pour la plupart, représentant par conséquent des emprunts indirects de l'Etat, a augmenté de 4 milliards de reichsmarks pendant l'année. L'augmentation de la circulation des billets en 1940 s'explique

en grande partie par l'expansion territoriale, par le ralentissement de la circulation de la monnaie et le maintien de réserves en espèces plus considérables. Les bons du Trésor émis par l'Etat pendant l'année 1940 se sont élevés à 17,4 milliards de reichsmarks (ce qui a porté le total en circulation à 30,7 milliards). Environ 13,4 milliards de bons du Trésor ont ainsi été placés en dehors de la Reichsbank, surtout auprès des autres banques, dont les dépôts en 1940 ont augmenté d'une manière remarquable, parallèlement aux bons du Trésor et aux valeurs mobilières.

**Banques allemandes: Postes du bilan.**

Chiffres de fin d'année, en millions de reichsmarks	Actifs				Passifs
	Effets et chèques	Bons du Trésor	Valeurs mobilières	Avances	Dépôts etc.
<b>A. Cinq grandes</b>					
banques de	2.620	365	617	3.012	6.781
Berlin <sup>1)</sup>	2.243	1.229	768	3.223	7.627
1937	2.137	2.563	488	3.416	8.803
1938	2.282	3.793	1.300	2.715	11.699
1939					
1940					
<b>B. Quatre banques</b>					
spéciales <sup>2)</sup>	1.311	566	529	298	2.833
1937	1.471	749	532	416	3.296
1938	985	3.071	455	475	5.103
1939	1.504	4.701	828	640	7.846
1940					
<b>C. Total des neuf</b>					
banques	3.931	931	1.146	3.310	9.614
1937	3.714	1.978	1.300	3.639	10.923
1938	3.122	5.634	943	3.891	13.906
1939	3.786	8.494	2.128	3.355	19.545
1940					

<sup>1)</sup> Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank, Reichskreditgesellschaft, Berliner Handelsgesellschaft.

<sup>2)</sup> Deutsche Girozentrale, Preussische Staatsbank, Deutsche Zentralgenossenschaftskasse, Bank der Deutschen Arbeit.

Outre l'acquisition de bons du Trésor, l'extension des opérations des banques aux territoires rattachés ou occupés a constitué un facteur important pendant l'année. Les dépôts dans les cinq grandes banques de Berlin ont augmenté d'un tiers en 1940, et dans les quatre banques spéciales, de plus de moitié. On a calculé que les dépôts dans toutes les banques qui publient des bilans s'élevaient à la fin de 1940 à environ 33--35 milliards de reichsmarks contre 21 milliards en juillet 1939, époque à laquelle le dernier bilan mensuel a été publié, soit une augmentation de 12 à 14 milliards, dont la plupart en contrepartie de bons du Trésor. Pendant la même période, l'émission totale des bons du Trésor a augmenté de 23 milliards de reichsmarks dont environ 7 milliards ont été pris par la Reichsbank et 16 milliards par les banques et autres institutions du marché. La diminution des avances en 1940, qui est particulièrement marquée pour les trois banques dont les opérations commerciales sont très étendues (la Deutsche Bank, la Dresdner Bank et la Commerzbank),

et atteint plus de 20% dans l'année, est symptomatique de la liquidité de l'économie dans son ensemble et du changement de structure des actifs bancaires. Chacune des ces trois grandes banques de Berlin dont le réseau de succursales s'étend sur tout le pays a augmenté son capital pendant l'année pour le maintenir au niveau de l'augmentation de l'ensemble du passif. Le capital et les réserves de toutes les banques allemandes qui publient des bilans atteignaient en juillet 1939 2,5 milliards de reichsmarks, leurs dépôts se montant à 21 milliards, contre 4,5 milliards et 11,5 milliards de dépôts en 1913. Procéder à un accroissement de capital quand les bénéfices tendent à diminuer et que la marge des taux d'intérêt se rétrécit soulève un problème semblable à celui qui se pose aux Etats-Unis et, comme dans ce pays, fait ressortir combien il est important de constituer des réserves. Dans les deux cas, le montant élevé des actifs liquides de première catégorie des banques est, plutôt que le volume du capital nominal, un assez sûr garant de leur solvabilité et de la protection des déposants.

L'émission de bons du Trésor, qui a atteint des proportions relativement considérables, a été un facteur important de la forte liquidité des banques et du marché de l'argent. Le 9 avril 1940, la Reichsbank a ramené à 3,5% son taux officiel d'escompte, qui était à 4% depuis septembre 1932.

L'importance de la réduction des taux d'intérêt en Allemagne depuis le commencement de la guerre ressort du tableau suivant.

Allemagne: Taux monétaires.

En pourcentages	Au début des hostilités	Au début de 1941	Diminution
Rendement des actions . . . . .	5,20	3,80	1,40
« Emprunts de liquidité » et certificats du Trésor à plus long terme . . . . .	4,50	3,50	1,00
Bons du Trésor à 17—18 mois . . . . .	3,75 <sup>1)</sup>	3,00	0,75
« Block Wechsel » à 360 jours . . . . .	3,56	2,75	0,81
Bons du Trésor à 6—7 mois . . . . .	3,25 <sup>2)</sup>	2,50	0,75
Taux d'escompte privé . . . . .	2,75	2,25	0,50

<sup>1)</sup> Effets à 12—13 mois.

<sup>2)</sup> Effets à 4—5 mois.

Le marché à long terme reflète également la liquidité de l'économie. Les conditions d'émission des certificats du Trésor en sont peut-être l'exemple le plus frappant; en mars 1940, la première émission à 99 de certificats 4% (remboursables en cinq ans) a donné un rendement de 4,33%, tandis qu'il a été possible, au début de janvier 1941, de faire une émission à 98,75 de certificats 3,5% (remboursables en 15 ans) dont le rendement a été de 3,63%. Pendant la première partie de 1940, le marché pour les emprunts du Reich à long terme avait, par moments, donné des signes de faiblesse quand il était question de convertir les émissions 4,5% pour en abaisser le taux d'intérêt. Du 7 mars à la fin

d'avril 1940, la Reichsbank a augmenté son portefeuille de valeurs mobilières de 100 millions de reichsmarks, mais a été en mesure de les vendre quelques mois plus tard et, vers la fin de l'année, le total des valeurs qu'elle détenait était tombé très bas (à moins de 390 millions).

Ces conditions étaient favorables à des émissions sur le marché et on en a profité pour placer des emprunts industriels quand il s'est agi de financer l'effort de guerre. Les plus importantes émissions d'obligations ont été faites pendant le premier trimestre de 1940, tandis que pendant la dernière partie de l'année, on a nettement préféré le financement sous forme d'actions.

#### Allemagne: Emissions d'actions et d'obligations industrielles.

En millions de reichsmarks	Actions	Obligations industrielles	Total
1940 Janvier-Mars . . . . .	66	399	465
Avril-Juin . . . . .	232	212	444
Juillet-Septembre . . . . .	179	229	408
Octobre-Décembre . . . . .	385	43	428
1941 Janvier-Mars . . . . .	1.304	—	1.304

Source: Frankfurter Zeitung. Les émissions d'obligations figurent pour leur montant nominal, mais, à la colonne des actions, les chiffres représentent l'évaluation du produit total de l'émission, primes comprises.

Pendant le premier trimestre de 1941, il n'a pas été émis d'obligations industrielles, tandis qu'il a été placé pour plus de 1.300 millions de reichsmarks d'actions, soit plus que le total des émissions de chacune des dernières années.

En Allemagne, comme dans les autres pays, on s'est demandé quelles répercussions sociales les taux d'intérêt très bas pourraient avoir, notamment sur le placement de la petite épargne par l'intermédiaire, par exemple, des compagnies d'assurances sur la vie. Le tableau suivant indique le mouvement qui s'est produit dans les actifs des principales compagnies d'assurances privées en Allemagne.

#### Allemagne: Placements des compagnies d'assurances.<sup>1)</sup>

En millions de reichsmarks	Nombre des compagnies	Propriété immobilière	Hypo- thèques	Prêts aux collectivités publiques	Valeurs mobilières	Total des placements
1913	67 <sup>2)</sup>	104	4.669	253	174	5.640
1933	267	387	2.368	350	1.014	4.437
1938	258	739	2.713	697	2.683	7.261

<sup>1)</sup> Source: Frankfurter Zeitung.

<sup>2)</sup> Assurances sur la vie et contre les maladies seulement.

En 1938, les hypothèques représentent seulement 37% du total des placements contre 83% en 1913. Les valeurs mobilières, au contraire, ont passé de 3% en 1913 à 37% en 1938. Il est difficile d'en calculer le rendement véritable,

étant donné qu'il existe des réserves invisibles considérables, mais alors que le total des placements a doublé de 1931 à 1938, on constate que le revenu des placements a augmenté de deux cinquièmes seulement; il y a donc eu diminution de près d'un tiers dans le rendement général. Il est permis de rappeler à cet égard qu'une déclaration officielle faite en février 1941 disait qu'il n'était pas question pour le moment d'abaisser d'une manière générale le taux d'intérêt moyen de 3,5% pour les emprunts du Reich.

L'événement le plus important, du point de vue financier, survenu dans le Protectorat de Bohême et Moravie a été le «rattachement» douanier et monétaire à l'Allemagne, le 1<sup>er</sup> octobre 1940, date à laquelle le Protectorat est entré dans le système douanier et de contrôle des changes de l'Allemagne. Pendant l'année, le marché a subi l'influence d'une liquidité croissante, due principalement à l'excédent des exportations, la plus grande partie à destination du Reich (les échanges de clearing avec les autres pays étant également faits en reichsmarks par l'intermédiaire de Berlin). L'aisance de la situation ressort de la disparition presque complète des opérations de crédit intérieur dans le bilan de fin d'année de la Banque Nationale, de l'augmentation des «autres engagements à vue» et de la circulation accrue des «bons de caisse» émis depuis le second semestre de 1938 pour absorber l'excédent des fonds sur le marché.

**Banque Nationale de Bohême et Moravie.**

Chiffres de fin de mois, en millions de couronnes	Actifs			Passifs		
	Or et devises étrangères	Crédit intérieur	Actifs divers	Billets en circulation	Autres en- gagements à vue	Bons de caisse
1938 Décembre . .	3.942	3.550	1.045	6.950	656	395
1939 Décembre . .	2.402	1.896	3.791*	6.345	1.054	525
1940 Septembre . .	2.494	710	5.345	5.976	969	931
Décembre . . .	2.232	24	7.816	6.453	1.560	1.002
1941 Mars . . . .	2.234	250	8.444	7.007	2.051	1.320

\* 2.831 millions de couronnes de ce montant figurent au bilan comme créances sur l'Allemagne, au compte des avoirs en billets et pièces libellés en reichsmarks (636 millions de couronnes) ou d'autres actifs flottants (2.195 millions de couronnes).

Pour s'aligner sur la Reichsbank, la Banque Nationale a relevé son taux d'escompte de 3 à 3,5 %, le 1<sup>er</sup> octobre 1940, alors que les autres taux étaient de même alignés dans le pays. Pendant l'année, les dispositions régissant la Banque Nationale ont été modifiées pour exclure de la couverture statutaire les billets du Protectorat émis en échange de monnaie allemande et d'autres créances libellées en reichsmarks, dont les bons et certificats du Trésor du Reich que la Banque a également été autorisée à escompter ou acheter.

Le budget italien a été en déficit depuis l'exercice clôturé le 30 juin 1931 (exercice 1930—31), mais c'est seulement depuis la campagne d'Abyssinie (début d'octobre 1935) que les dépenses militaires « exceptionnelles » occupent une place prédominante dans les dépenses budgétaires. Les chiffres des derniers budgets ont été les suivants:

Italie: Comptes du budget.

En milliards de lires	Recettes	Dépenses totales	Déficit	Dépenses « exceptionnelles » <sup>1)</sup>
Moyenne de quatre années 1930—31 à 1933—34	19,0	22,6	3,6	—
1934—35	18,8	20,8	2,0	1,0
1935—36	20,4	33,1	12,7	11,1
1936—37	24,7	40,9	16,2	17,5
1937—38	27,5	38,6	11,2	9,0
1938—39	27,6	39,9	12,3	6,5
1939—40	32,4	60,4	28,0	21,9
1940—41 <sup>2)</sup>	31,0	96,0	65,0	.

<sup>1)</sup> Ces chiffres sont compris dans les dépenses totales (deuxième colonne).

<sup>2)</sup> Évaluations du Ministère des Finances.

Dès avant la présente guerre, les dépenses ont augmenté pour un certain nombre de raisons, dont les principales ont été les frais de la campagne d'Abyssinie, les plans de développement de l'empire, la guerre d'Espagne, l'union avec l'Albanie, la politique d'autarcie et de réarmement. Les dépenses « exceptionnelles », élevées pendant les deux années qui vont de juillet 1935 à juin 1937, ont été comprimées pendant les deux années suivantes, et le déficit du budget a été quelque peu réduit. Mais, malgré une augmentation des recettes de 50% répartie sur les cinq années qui se sont écoulées depuis 1934—35, les dépenses « exceptionnelles » très lourdes en 1939—40, année qui comprend les trois premières semaines de guerre effective, ont de nouveau porté le déficit à un chiffre record. Les dépenses pour l'exercice 1940—41 ont été évaluées à 96 milliards de lires et le déficit à 65 milliards, soit environ 5,5 milliards par mois. Au début des hostilités, on a porté à 10 milliards de lires l'évaluation du déficit mensuel. Mais comme le déficit est tombé de plus de 7 milliards en juillet 1940 à 5,6 milliards en décembre et à 5,4 milliards en mars 1941, on a maintenu les évaluations primitives. Pour mesurer l'ampleur de l'effort italien, on peut comparer ces chiffres au revenu national, que l'on avait estimé à 125 milliards en 1939.

Le déficit global de 82 milliards de lires pendant les six exercices de 1934—35 à 1939—40 a été couvert par des emprunts à long ou moyen terme, et par des emprunts à court terme en proportions à peu près égales. Le produit des emprunts à plus long terme ressort à :



Conversion à 5% d'un emprunt antérieurement converti à 3,5% (de nouveaux certificats du Trésor étant offerts aux porteurs en guise d'espèces, à concurrence de 15% du montant converti)	milliards de lires 6,8
Emprunt amortissable gagé sur les propriétés foncières (le service en est couvert par un impôt spécial sur les proprié- taires fonciers)	6,4
Bons du Trésor spéciaux 5% (1944) émis en contrepartie d'avoirs extérieurs réalisés	2,8
Bons 4% remboursables en neuf ans (1943)	2,0
Bons 5% remboursables en neuf ans (1949)	22,0
Total	<u>40,0</u>

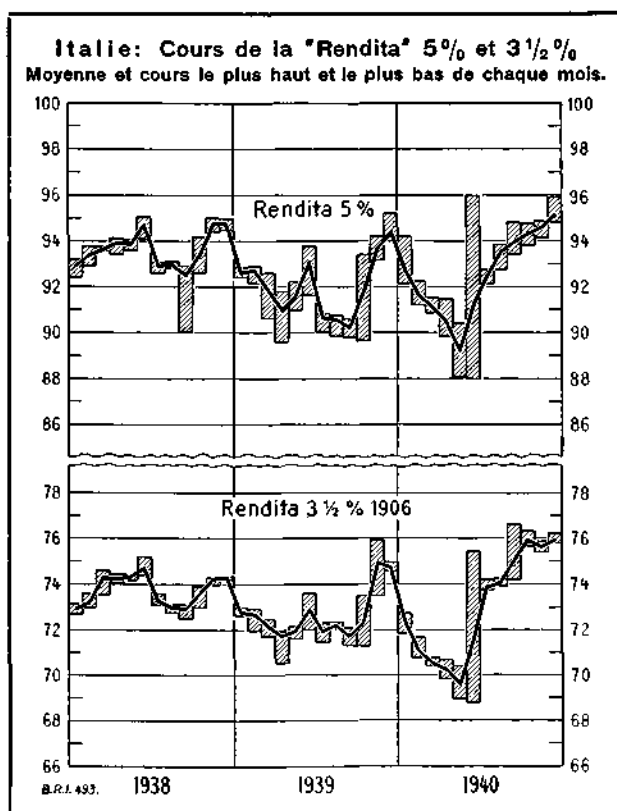
Les bons 5% remboursables en neuf ans (1949) ont été émis en février 1940 pour un total de 28 milliards de lires, dont 10 milliards au moins contre versement d'argent frais: sur le solde, 6 milliards provenaient de la conversion des bons 1931 et de l'Emprunt national 5% de 1916, le reliquat, soit 12 milliards, représentant les avances de consolidation antérieurement accordées à l'Etat par la Cassa Depositi e Prestiti (organisation centrale des caisses d'épargne). De même, la dette flottante s'est accrue, durant les six années en question, d'environ 40 milliards de lires, dont environ 8—9 milliards au compte des avances courantes de la Cassa Depositi e Prestiti (en plus du montant consolidé ci-dessus) et d'autres organisations officielles, 16 à 17 milliards ont été émis sous la forme de bons du Trésor remboursables en un an et le restant, soit 15 milliards, a été couvert par d'autres ressources de trésorerie et un crédit de la banque centrale. Il n'a pas été publié de statistiques détaillées de la dette publique depuis juin 1935, date à laquelle la dette intérieure se montait à 105 milliards de lires, dont 12 milliards constituaient la dette flottante. A la fin de juin 1940, la dette totale a été évaluée à environ 170 milliards de lires, dont 40 à 45 milliards seraient à court terme.

La circulation des billets, qui est tombée de 18 milliards de lires lors de la stabilisation de la monnaie, en 1927, à moins de 13 milliards au milieu de 1935 (avant la campagne d'Abyssinie), s'est accrue ensuite, ainsi qu'il ressort du tableau suivant.

Banque d'Italie: Principaux postes du bilan.

Chiffres de fin d'année, en milliards de lires	Actifs				Passifs		Total du bilan
	Crédit privé			Avances à l'Etat	Billets	Autres engagements à vue	
	Effets	Avances	Total				
1937	2,5	4,5	7,0	1,0	17,5	1,4	21,5
1938	3,7	3,7	7,4	3,0	19,0	1,7	23,6
1939	4,8	3,0	7,8	9,0	24,4	2,5	29,6

Pendant les deux années qui se sont écoulées jusqu'à la fin de 1939, la banque a directement avancé 8 milliards de liras à l'Etat, le total des engagements à vue de la banque accusant une augmentation correspondante. Pendant les neuf premiers mois de guerre, la banque centrale a fourni 10% environ du total des emprunts, qui s'élevait à 50 milliards (trois quarts du déficit prévu de 65 milliards). Sur cette base, la circulation des billets en mars 1941 a été évaluée à 30 milliards de liras au minimum (les avances à l'Etat étant d'environ 15 milliards).



La Banque d'Italie a maintenu son taux d'escompte sans changement à 4,5% depuis le mois de mai 1936, mais les conditions ont subi des modifications temporaires considérables, qui ressortent du graphique suivant des cotations de deux importants fonds d'Etat.

Le marché de l'argent a été quelque peu resserré pendant le premier semestre de 1940, partiellement au moins en raison d'emprunts contractés pour constituer des stocks et pour payer les impôts directs élevés. Pendant le second semestre, une détente s'est produite lorsque les stocks ont été liquidés et que le gouvernement a engagé de fortes dépenses.

L'Etat a commencé l'émission de bons du Trésor à échéance d'un à douze mois (les émissions antérieures avaient été à échéance d'un an au moins), les souscriptions s'élevant en moyenne à 1,5 milliard de liras par mois. L'accroissement dans le portefeuille d'effets et les dépôts des banques commerciales ressort du tableau suivant, qui donne quelques chiffres du bilan global de trois banques importantes.

En chiffres ronds, les effets escomptés, les bons du Trésor et les crédits à vue ont au cours de 1940 augmenté de 2.300 millions de liras, et les avances de 800 millions, tandis que les fonds d'Etat à long terme ont effectivement diminué de 200 millions; il est évident que l'Etat n'a pas fait largement

Italie: Trois grandes banques privées,\*  
principaux postes du bilan.

Chiffres de fin d'année, en millions de lires	Actifs				Passifs	Total du bilan
	Encaisse 1)	Effets 2)	Avances et découverts 3)	Fonds d'Etat 4)	Dépôts 5)	
1938	1.961	10.139	5.917	1.437	17.430	21.751
1939	2.537	10.491	6.626	1.560	18.882	23.716
1940	2.635	12.812	7.408	1.355	21.714	27.472

\* Banque Commerciale Italienne, Crédit Italien et Banque de Rome.

1) Effets escomptés, bons du Trésor et crédits à vue.

2) Comptes courants et correspondants débiteurs.

4) Ces chiffres comprennent les fonds d'Etat et les titres garantis par l'Etat.

5) Ces chiffres comprennent les comptes courants et dépôts d'épargne, les comptes courants et correspondants créditeurs.

appel à ces banques privées pour financer ses achats, les titres d'Etat étant dans une large mesure souscrits par les caisses d'épargne et le public. En particulier, les institutions spéciales semi-officielles telles que l'I. M. I. (Istituto Mobiliare Italiano), l'I. R. I. (Istituto per la Ricostruzione Industriale) et le Consorzio Sovvenzioni sont chargées de fournir les fonds pour le financement intermédiaire des industries de guerre.

On a observé en Italie, ces dernières années, qu'en général le revenu épargné a augmenté plus rapidement que le revenu consommé. On a évalué qu'en 1937 les dépôts auprès des établissements de crédit et des caisses d'épargne (non compris les nouveaux placements nets, les compagnies d'assurances, etc.) avaient augmenté d'environ 5 milliards de lires et en 1939 de plus de 8 milliards (le revenu national étant respectivement d'environ 100 milliards et 125 milliards de lires). Il est probable qu'en 1940 le relèvement des salaires ainsi que les restrictions à la consommation et la limitation des dividendes ont provoqué une nouvelle expansion de l'épargne. En février 1941, l'Italie a émis son premier emprunt de guerre, sous forme de bons à lots 5% à neuf ans, au taux de 97,5, pour rembourser environ 4 milliards de lires d'obligations 1932 venant à échéance et pour se procurer de nouveaux fonds. Le 12 mars, il en avait été souscrit pour 18,85 milliards, dont 15,25 milliards d'argent frais.

Dans les pays occupés par l'Allemagne après la campagne du printemps et du début de l'été de 1940, l'évolution présente certaines similitudes. Après les mesures de circonstances (impliquant en général un appel à la banque centrale) auxquelles le gouvernement a recouru pour couvrir ses dépenses subitement accrues, après les moratoires partiels, les restrictions sur

le retrait des dépôts en banque et la fermeture des bourses, les troupes allemandes d'invasion ont introduit des moyens de paiement allemands à leur usage, les bons des caisses de crédit du Reich. Quand l'occupation a été complète, des commissaires allemands ont été nommés auprès des banques centrales, et les bons des caisses de crédit sont restés en usage jusqu'à ce que des arrangements aient mis les autorités allemandes en mesure de faire leurs paiements en monnaie locale; les banques furent entièrement rouvertes, les moratoires furent levés, et les bourses reprirent graduellement leur activité. Des restrictions de change furent imposées pour mettre les monnaies locales à l'abri des influences extérieures, leurs cours furent fixés par rapport au reichsmark et par rapport aux autres monnaies. Les impôts recommencèrent à rentrer, et l'Etat put de nouveau recourir à des modes de financement plus normaux, mais en général la banque centrale dut continuer de fournir certains crédits pour les paiements des clearings avec l'Allemagne et pour couvrir les frais d'occupation; la circulation des billets et les réserves en espèces des banques commerciales augmentèrent donc, il y eut accumulation des dépôts en banque, une plus grande liquidité sur les marchés et les taux d'intérêts diminuèrent.

Nous avons exposé dans le chapitre II, section 1, les détails concernant l'émission des bons des caisses de crédit du Reich et la fixation des cours auxquels ces bons doivent être échangés contre les monnaies des territoires occupés. Considérée du point de vue du crédit, l'émission des bons des caisses de crédit du Reich en Europe septentrionale et occidentale n'a guère différé de celle à laquelle il a été procédé en Pologne. Dans ce dernier pays, le système bancaire a été complètement paralysé et l'on a recouru aux caissés autant pour fournir des facilités de crédit que des moyens de paiement. Elles remplirent donc pendant un temps certaines fonctions incombant à la banque centrale, ce qui n'est guère arrivé à l'ouest que dans des cas exceptionnels. Au Danemark et en Norvège, on n'ouvrit pas de caisses, le système bancaire étant resté intact, les bons des caisses de crédit du Reich qui avaient été introduits furent graduellement retirés de la circulation à mesure qu'ils revenaient aux banques centrales, avec lesquelles des arrangements furent pris pour fournir aux troupes allemandes de la monnaie locale. Des arrangements semblables ont été pris aux Pays-Bas, en Belgique, au Luxembourg et en France, où, toutefois, les émissions furent plus considérables, et le retrait des bons des caisses de crédit du Reich fut plus lent.

L'Allemagne a occupé le Danemark et la Norvège en avril 1940, la Belgique et la Hollande en mai, et le Nord et l'Ouest de la France en juin de la même année. Rien ne fait mieux ressortir les principales causes du change-

ment qui s'est produit dans la situation du crédit au Danemark depuis avril 1940 qu'un tableau indiquant les principales variations survenues dans le bilan de la banque centrale.

**Danemark: Bilan de la Banque Nationale.**

Chiffres de fin de mois, en millions de couronnes		Décembre 1939	Mars 1940	Mars 1941	Variation mars 1940- mars 1941
Actifs	Comptes de clearing . . .	—	—	498	+ 498
	Débiteurs divers . . . .	47	47	561	+ 514
	Autres actifs <sup>1)</sup> . . . . .	905	818	414	— 404
Total du bilan . . . . .		952	865	1.473	+ 608
Passifs	Billets en circulation . . .	600	609	707	+ 98
	Dépôts à vue <sup>2)</sup> . . . . .	134	75	554	+ 479
	Autres engagements . . .	218	181	212	+ 31

<sup>1)</sup> Y compris les réserves d'or et les crédits intérieurs.    <sup>2)</sup> et comptes-courants.

Les exportateurs danois travaillant par l'intermédiaire du clearing sont payés immédiatement et la Banque Nationale prend à son compte la créance extérieure. Un excédent considérable des exportations de produits agricoles à destination de l'Allemagne a provoqué l'accumulation de créances de clearing en contrepartie desquelles il n'a pas été fait d'importations. En mars 1941, les actifs nets en devises étrangères et en compte de clearing étaient de 513 millions de couronnes à l'égard de tous les pays, tandis qu'un an auparavant les comptes se soldaient par une dette nette de 36 millions de couronnes. Le poste « débiteurs divers », qui comprend la créance sur les caisses de crédit du Reich représentée par les bons que la Banque Nationale a remboursés ainsi que le financement des frais d'occupation, s'est accru dans la même proportion. Ensemble, ces deux postes ont augmenté de plus de 1 milliard pendant l'année, d'avril 1940 à mars 1941. Sur le milliard de couronnes de nouveaux crédits que la Banque centrale a ainsi créés, 400 millions ont servi au remboursement de crédits antérieurement consentis, 100 millions ont été mis en circulation et près de 500 millions se sont accumulés dans les comptes à vue à la Banque Nationale.

La liquidité, que reflètent des réserves d'espèces plus considérables et le remboursement des dettes, ressort également des bilans des banques privées.

En mai 1940, le gouvernement a créé un fonds de 100 millions de couronnes pour garantir, à concurrence de 50%, les avances consenties par les banques aux entreprises industrielles, mais le total des avances continue néanmoins de diminuer. Comme le volume des dépôts et des espèces croissait et

**Danemark: Bilan des banques privées.**

En millions de couronnes		Décembre 1939	Mars 1940	Mars 1941	Variation mars 1940- mars 1941
<b>Actifs</b>	Caisse etc. . . . .	211	129	614	+ 485
	Crédits divers* . . . .	2.275	2.250	1.929	- 321
	Obligations et actions .	454	430	670	+ 240
<b>Passifs</b>	Comptes courants . . .	843	702	939	+ 237
	Dépôts à terme . . . .	1.612	1.647	1.747	+ 100

Avances, découverts et effets escomptés.

que les crédits étaient remboursés, les banques ont employé sur le marché des obligations une partie de leurs ressources accrues (achetant les valeurs mobilières que la Banque Nationale a vendues pour arrêter l'expansion de ses actifs). Pendant l'année, les prix des obligations ont enregistré une hausse de 10 %, et la Banque Nationale a réduit à deux reprises son taux d'escompte, qui est tombé de 5,5 à 4,5 % en mai, et à 4 % en octobre 1940 (les banques privées ont fait des réductions parallèles en ce qui concerne les dépôts et les crédits). Il est à remarquer qu'il n'a pas été fait de versements dans les dépôts des caisses d'épargne, qui sont restés pendant toute l'année 1940 au-dessous du niveau de 1939.

Le gouvernement a émis quelques petits emprunts, mais de volume insuffisant pour arrêter l'expansion du crédit de la banque centrale: un emprunt 3,5 % de 40 millions de couronnes, remboursable en un an, a été placé auprès des banques en juillet; en octobre, il a été émis dans le public, à 97,75, pour 50 millions d'obligations 4 % à échéance de 10 ans; en février 1941, un emprunt 4 % de 30 millions, remboursable en 25 ans, a été émis à 93,5: 30 millions de couronnes du second emprunt et la totalité du troisième ont servi au remboursement d'emprunts venus à échéance.

Il est plus difficile de donner une idée de la situation en Norvège. Le bilan de la banque centrale fait défaut, le dernier ayant été publié le 30 mars 1940. Ce bilan a accusé l'accroissement de la tension, la circulation des billets ayant atteint 600 millions de couronnes, contre une moyenne de 480 millions en 1939. Cette tension s'est accentuée en avril, quand, pour répondre aux demandes de retraits dont elles furent assaillies, les banques firent à la banque centrale des opérations de réescompte plus considérables. Un moratoire fut déclaré du 16 avril au 9 mai. Un changement se produisit ce dernier mois: le 11, la Banque d'Oslo réduisit son taux d'escompte de 4,5 à 3 %, et

les banques privées et les caisses d'épargne procédèrent à des réductions parallèles des taux d'intérêt. La situation devint plus aisée, grâce à la détente qui se produisit lorsque la campagne prit fin et que la banque centrale accorda de nouveaux crédits à l'Etat. La circulation des billets continua de s'accroître, et on estime qu'elle atteignit environ 1 milliard de couronnes à la fin de l'année, alors que les bilans publiés par les banques privées font apparaître un gonflement de leurs réserves en espèces.

**Norvège: Banques privées et caisses d'épargne**  
(chiffres globaux).

Chiffres de fin de mois, en millions de couronnes	Dépôts			Em- prunts	Valeurs mobi- lières	Caisse <sup>2)</sup>	Rées- comptes <sup>3)</sup>
	A vue <sup>1)</sup>	Autres	Total				
1938 Décembre . . . . .	146	2.834	2.980	1.680	1.021	100	1
1939 Décembre . . . . .	157	2.740	2.897	1.825	922	81	19
1940 Mars . . . . .	209	2.768	2.977	1.871	915	71	47
Décembre . . . . .	554	2.636	3.190	1.579	1.001	441	1
1941 Mars . . . . .	667	2.719	3.386	1.475	1.063	668	—

<sup>1)</sup> Dans les banques commerciales seulement.  
<sup>2)</sup> Y compris les soldes à la Norges Bank.

<sup>3)</sup> Des banques commerciales seulement.

La réduction des opérations de réescompte et l'énorme accroissement des réserves en espèces des banques mettent en lumière le changement complet survenu depuis l'occupation, en contraste avec la tension qui a duré jusqu'en avril 1940. Les réserves en espèces se sont au total élevées à environ 50—80 millions de couronnes jusqu'en 1937 inclusivement, et à 80—100 millions de couronnes en 1938—39: exceptionnellement elles ont dépassé 100 millions. Pendant les six mois d'octobre 1940 à mars 1941, elles ont augmenté à une cadence de près de 80 millions par mois. La cause de cette augmentation des réserves en espèces des banques, se produisant en même temps que le remboursement des emprunts et qu'un accroissement des dépôts à vue auprès des banques privées, doit être une création de crédit par la banque centrale faite, directement ou indirectement, pour le compte de l'Etat. Les «autres dépôts» qui reflètent plus directement les variations de l'épargne proprement dite ont au contraire diminué.

Pour financer la reconstruction, l'institution spécialement chargée de cette mission a placé deux emprunts auprès des banques et des compagnies d'assurances: à la fin de juin 1940, un emprunt 4% de 50 millions de couronnes, remboursable en quatre ans et, en octobre, un emprunt 4% de 75 millions, remboursable en cinq ans. En mars 1941, le gouvernement a, pour la première fois depuis l'occupation, émis un emprunt d'un montant de 100 millions sous forme d'obligations 3,5% remboursables en dix ans.

Les dépenses de mobilisation et les autres dépenses extraordinaires ont provoqué aux Pays-Bas une expansion de la dette flottante (contractée auprès de la Nederlandsche Bank et sur le marché), qui a atteint le maximum de 630 millions de florins au début de mars 1940. En février, le gouvernement a émis un emprunt 4% de 300 millions, remboursable en 40 ans, et, en mars, il a reçu 132 millions, représentant sa part des bénéfices comptables provenant de la réévaluation de la réserve d'or. En avril, la dette flottante envers le marché s'est donc trouvée ramenée à moins de 400 millions de florins; l'Etat n'avait plus de dette envers la Nederlandsche Bank et, en réalité, disposait à son compte d'un solde créditeur.

Les hostilités avec l'Allemagne ont commencé le 10 mai. A ce moment, on imposa certaines restrictions sur les retraits de dépôts en banque. La campagne fut brève, et la Nederlandsche Bank a publié ses situations hebdomadaires comme à l'accoutumée, celle du 13 mai 1940 fut la seule à ne pas paraître. La dernière situation publiée avant le conflit n'accusait aucun signe de tension: nous donnons ci-dessous une comparaison de cette situation avec d'autres parues plus tard.

**Bilan de la Nederlandsche Bank.**

En millions de florins	1939	1940			1941
	Fin déc.	6 mai	20 mai	Fin déc.	Fin mars
<b>Actifs</b>					
Comptes divers . . .	29	21	21	123	212
Effets étrangers . . .	2	1	1	15	23
Avances à l'Etat <sup>1)</sup> . . .	83	(-23)	15	261	175
<i>Total (trois postes)</i> . . .	114	(-2)	37	399	410
Or <sup>2)</sup> . . . . .	1.014	1.160	1.115	1.102	1.096
Crédits intérieurs <sup>3)</sup> . . .	238	228	302	211	221
Autres actifs . . . . .	65	65	60	71	71
<b>Total du bilan</b> . . . . .	1.431	1.474	1.514	1.783	1.798
<b>Passifs</b>					
Billets en circulation . . .	1.152	1.159	1.261	1.552	1.593
Comptes particuliers . . .	229	232	193	175	144
Autres engagements . . . . .	50	60	61	57	60

<sup>1)</sup> Net, c'est-à-dire les avances directes, plus les bons du Trésor placés auprès de la banque, moins le crédit en compte courant.  
<sup>2)</sup> Principalement à l'étranger en 1940 et en 1941.      <sup>3)</sup> Non compris le crédit à l'Etat.

Pendant les deux semaines qui s'étendent du 6 au 20 mai 1940, l'appel fait à la banque centrale a été considérable; l'Etat lui a demandé 38 millions de florins (par prélèvement sur son dépôt et par un emprunt) et les clients privés (principalement les banques) 111 millions de florins (retraits de dépôts et octrois de crédits), tandis que 102 millions de florins ont été mis en circu-



lation sous forme de billets. Une détente se produit bientôt, les crédits privés furent remboursés, et, le 11 juin, les restrictions sur les retraits de dépôts bancaires (déjà moins strictes depuis le 23 mai) furent complètement levées.

Depuis l'occupation, toutefois, la situation monétaire a été dominée par l'excédent des dépenses publiques sur les recettes, qui se reflète dans l'augmentation considérable de trois postes d'actifs du bilan de la Nederlandsche Bank (qui figure en tête du tableau). Depuis le 20 mai jusqu'à la fin de décembre 1940, l'accroissement global de 362 millions de florins de ces trois postes a pour contrepartie une augmentation de 291 millions de la circulation des billets et un remboursement net de 73 millions de crédit intérieur privé. Vers la fin de juillet 1940, les bons des caisses de crédit du Reich, jusque là monnaie purement complémentaire, sont devenus moyens de paiement pour les règlements faits à travers le clearing germano-hollandais, et à partir du mois d'août, les « comptes divers » de la Nederlandsche Bank ont accusé des augmentations d'environ 25 millions de florins par mois et ont ainsi vu leur total porté à 212 millions à la fin de mars 1941. Les deux augmentations des « effets étrangers » représentent la contre-valeur exacte de 30 millions de reichsmarks au cours officiel de change. Les créances en reichsmarks de la Nederlandsche Bank sont comprises dans les « comptes divers » et « effets étrangers ». En plus du financement du solde de clearing et des frais d'occupation, l'Etat a fait face à d'autres dépenses extraordinaires à titre d'indemnisation de dommages de guerre et de secours de chômage, qu'il a financées au moyen d'emprunts à court terme sur bons du Trésor et d'emprunts à la Nederlandsche Bank, ainsi qu'il ressort du poste « prêt à l'Etat » figurant dans le tableau. Aux Pays-Bas, contrairement à ce qui s'est passé au Danemark et en Norvège, l'extension du crédit de la banque centrale n'a pas provoqué de remboursements considérables d'anciens

crédits ni le gonflement des réserves d'espèces à la Nederlandsche Bank, mais une expansion presque parallèle de la circulation des billets.

En dehors de l'emprunt à la banque centrale, l'Etat a placé un volume considérable de bons du Trésor sur le marché, ainsi que le montre la situation de la dette flottante.

**Pays-Bas: Situation de trésorerie.**

Chiffres de fin de trimestre, en millions de florins 1)	Actifs liquides: dépôt à la Nederlandsche Bank	Emprunts à court terme non remboursés		
		à la Nederlandsche Bank 2)	sur le marché 3)	Total
1940 Mars . . . . .	128	—	447	447
Juin . . . . .	—	30	488	518
Septembre . . . . .	—	112	796	908
Décembre . . . . .	—	251	1.059	1.310
1941 Mars . . . . .	—	175	1.094	1.269

1) Bilan du 1<sup>er</sup> du mois suivant.

2) Avance, découvert et bons du Trésor placés directement.

3) Obligations du Trésor, bons du Trésor et, occasionnellement, argent à vue.

Les bons du Trésor placés sur le marché ont été pris dans une large mesure par les banques dont les portefeuilles ont augmenté.

**Pays-Bas: Quatre grandes banques  
postes principaux.**

Chiffres de fin de mois, en millions de florins	Actifs		Passifs
	Avances et découverts	Bons du Trésor	Dépôts
1939 Décembre . . .	378	202	576
1940 Mars . . . . .	400	189	540
Mai . . . . .	386	148	508
Juin . . . . .	349	236	547
Septembre . . .	311	425	674
Décembre . . .	286	517	756
1941 Mars . . . . .	313	514	768

Pour faire face aux retraits de dépôts pendant les premiers mois de l'année, les banques ont réduit leur portefeuille de bons du Trésor qui était tombé, en mai, à moins de 150 millions de florins. De mai 1940 à mars 1941, les dépôts ont augmenté de plus de 50%, les crédits privés ont été remboursés et le portefeuille

de bons du Trésor ayant plus que triplé par rapport à son volume antérieur représente plus des deux tiers du total des dépôts.

Les dépôts des caisses d'épargne, contrairement à ceux des banques privées, n'ont pas cessé de diminuer pendant toute l'année depuis février 1940.

**Pays-Bas:  
Dépôts de la caisse d'épargne postale  
et des caisses d'épargne ordinaires.**

En millions de florins	Versements	Rembour- sements	Différence
1937	473	390	+ 83
1938	489	432	+ 57
1939	390	471	- 81
1940	270	518	- 248

Le retrait net de 248 millions de florins, en 1940, a représenté près du quart du montant global des dépôts dans les caisses d'épargne, à la fin de 1939, et est sans doute une des principales causes de l'accroissement considérable de la circulation fiduciaire.

En janvier 1941, le système fiscal a fait l'objet d'une refonte générale et l'on estime que les recettes fiscales peuvent avoir augmenté de 50%, de 800 millions de florins, en 1940, à environ 1.200 millions, en 1941. On estime toutefois, sur la base des emprunts récents, que les dépenses de l'Etat dépasseront pendant l'année de 1.500 à 1.700 millions les recettes ordinaires. On évalue les dépenses annuelles ordinaires à 900—1.000 millions, les travaux publics et de reconstruction à 200 millions, les frais d'occupation et les dépenses de l'administration civile allemande à 1.200 millions. De plus, certaines commandes allemandes à l'industrie néerlandaise nécessitent pour leur financement l'intervention du Trésor néerlandais. En janvier 1941, un emprunt 4% de 500 millions

de florins, remboursable en 10 ans, a été émis au pair pour consolider la dette flottante. En cas d'échec de cet emprunt, on eût procédé à un emprunt forcé 2,5 % remboursable en quarante ans. L'emprunt a toutefois réussi, et la dette flottante a été temporairement réduite, en février 1941. Le taux d'escompte de la Nederlandsche Bank est resté sans changement à 3 % depuis le 29 août 1939, malgré la tension extrême (et le moratoire des banques) du printemps de 1940 et l'aisance relative du marché à la fin de l'année.

L'ouverture des hostilités européennes, en septembre 1939, a produit en Belgique un choc sur les marchés de l'argent et des capitaux précédemment affaiblis par la crise des changes du printemps et les défaillances bancaires qui ont suivi le crack Mendelssohn à Amsterdam: la rente unifiée 4 % est tombée de près de 85, en août 1939, à moins de 70, en novembre. Au cours des premiers mois de 1940, certains signes ont indiqué un retour de confiance: la rente unifiée est revenue à 80, et, de janvier à mars, le marché a absorbé pour plus de 2 milliards de francs belges de la dette flottante publique (venant ainsi en aide à la Banque Nationale).

Les hostilités entre la Belgique et l'Allemagne ont commencé le 10 mai 1940; la convertibilité des billets de la Banque Nationale fut aussitôt suspendue et la banque ouvrit à l'Etat un crédit de 5 milliards de francs belges. Les banques privées ont librement emprunté à la Banque Nationale pour faire face aux demandes de leurs clients et pour se constituer des réserves en espèces, mais, dès le 13 mai, il a été nécessaire d'imposer des restrictions partielles sur le retrait des dépôts bancaires (et des comptes de chèques postaux), de proroger les protêts, etc. L'armistice est entré en vigueur le 28 mai. Le 27 juin, la nouvelle Banque d'Emission a été créée à Bruxelles, au capital de 150 millions de francs belges (dont 20 % ont été versés), souscrit par les banques privées belges, mais, le 7 juillet, le siège de la Banque Nationale a été ramené de l'étranger où il avait été temporairement transféré, enfin, au mois d'août, le moratoire partiel des banques a été levé.

La publication de la situation hebdomadaire de la Banque Nationale a été suspendue du 8 mai jusqu'au 26 décembre 1940 inclusivement, la Banque d'Emission n'a pas publié de statistiques avant son bilan du 31 décembre 1940 et n'a pas fait connaître le volume de la circulation des bons des caisses de crédit du Reich. La Banque Nationale a toutefois publié des bilans semestriels aux 25 juin et 25 décembre 1940 et, depuis le 2 janvier 1941, on connaît les situations hebdomadaires de la Banque Nationale et de la Banque d'Emission. Le tableau suivant donne un résumé combiné des situations de la dette publique et des statistiques de la Banque Nationale et de la Banque d'Emission.

**Belgique: Situations réunies de la Banque Nationale de Belgique  
et de la Banque d'Emission à Bruxelles.**

Chiffres de fin de mois*, en milliards de francs belges	Actifs					Passifs	
	Or 1)	Devises étran- gères 2)	Crédit à l'Etat		Crédits à l'éco- nomie privée 5)	Billets en cir- culation 6)	Comptes courants 7)
			Court terme 3)	Long terme 4)			
1938 Décembre . .	21,7	—	—	0,6	1,2	22,0	2,6
1939 Décembre . .	21,1	—	3,7	0,9	2,2	27,9	1,0
1940 Juin . . . .	21,6	0,3	5,9	0,9	4,7	33,5	1,4
Décembre . . .	21,7	3,8	9,4	1,3	1,3	34,8	2,6
1941 Mars . . . .	21,7	5,6	10,7	1,2	0,7	37,9	2,1

- \* Sources: Statistiques de la Dette publique, le dernier jour du mois. Les autres chiffres proviennent des bilans de la Banque Nationale, publiés le 25 de chaque mois jusqu'en juin 1940; pour décembre 1940 et mars 1941, les situations réunies de la Banque Nationale et de la Banque d'Emission aux 2 janvier et 27 mars 1941.
- 1) Y compris les «valeurs-or», etc. Le 25 juin 1940, il n'y avait en Belgique que 155.000 francs belges des réserves-or totales, et le 25 décembre 1940 8.190.000 francs belges, le reste en était détenu à l'étranger.
- 2) Y compris, pour décembre 1940 et mars 1941, deux nouveaux postes «Crédits en devises étrangères» et «Pièces métalliques et billets étrangers», ainsi que les comptes des caisses de crédit du Reich.
- 3) et 4) Fonds d'Etat détenus par la Banque Nationale. Court terme: à échéance d'un an au maximum. Le total en circulation, y compris le montant détenu par la Banque Nationale le 31 mars 1941, était de 18,6 milliards de francs belges. Long terme: les variations sont dues principalement aux interventions sur le marché des obligations. Ne sont pas compris dans les chiffres de décembre 1940 et de mars 1941 les 3.060 millions de francs belges transférés à la Banque d'Emission, le 3 août 1940, comme contrepartie des comptes de chèques postaux.
- 5) Effets et avances groupés sous cette rubrique dans les bilans des 25 juin et 25 décembre 1940 — pour les deux bilans antérieurs, les mêmes postes ont été pris, moins la colonne (3), ce qui peut donner lieu à une erreur de quelques millions, les situations ayant été établies à des dates différentes.
- 6) Billets de la Banque Nationale seulement — à partir du mois de mai 1940, il y avait, en outre, en circulation des bons des caisses de crédit du Reich.
- 7) Y compris le dépôt du Trésor, qui s'élevait à 573 millions de francs belges en décembre 1938, mais ne dépassait pas 71 millions de francs belges en 1939 et en 1940.

Mai et juin 1940 furent les mois critiques, et les «crédits à l'économie privée» ont probablement atteint leur point maximum vers la fin de juin. L'énorme accroissement de 5,6 milliards de francs belges de la circulation des billets pendant le premier semestre de 1940 a été dû principalement, en chiffres ronds, à 2,2 milliards d'emprunt direct de l'Etat et à 2,6 milliards d'autres demandes de crédits (provenant surtout des banques). La tension s'est relâchée au cours des mois suivants, et, d'après une déclaration du gouverneur de la Banque Nationale, la circulation des billets est tombée à 30,99 milliards, le 22 août (soit une diminution de 2,46 milliards en deux mois); mais pendant le second semestre de 1940, pris dans son ensemble, l'augmentation nette de l'émission des billets a dépassé 1 milliard de francs belges et a été accompagnée d'une nouvelle expansion d'environ 4 milliards des emprunts de l'Etat à la Banque Nationale, tandis que le portefeuille de «devises étrangères» des deux banques a grossi de 3,5 milliards de francs. Le 2 janvier 1941, ce poste réunit 956 millions de francs belges de «crédits extérieurs», 1.915 millions de «billets et pièces métalliques étrangers» et 1.015 millions aux deux comptes des caisses de crédit du Reich: le bilan de la Banque d'Emission montre que les créances extérieures

ont été surtout libellées en reichsmarks (et représentent sans doute, dans une large mesure, le retrait des bons des caisses de crédit du Reich et l'accumulation des créances de clearing). A la fin du mois d'août 1940, le ministère des finances a donné à la Banque d'Emission une garantie de 1 milliard de francs belges pour couvrir les pertes qu'elle s'exposait à subir en payant aux exportateurs belges les montants qui leur étaient dus, mais qui n'étaient pas transférés et restaient en reichsmarks au compte de clearing à Berlin. Pendant les trois premiers mois de 1941, la circulation des billets a augmenté, à un rythme accéléré, de 3,1 milliards de francs belges, contre 6,9 milliards pendant toute l'année 1940.

L'extension des crédits officiels a donné à l'économie du pays une très grande liquidité, et, à partir de juin 1940, les crédits de la banque centrale à l'économie privée sont tombés rapidement et ont, en 1941, atteint un niveau très bas, tandis que les banques privées ont reconstitué leurs réserves d'espèces. Ces conditions se reflètent également dans les situations de ces banques.

**Belgique: Banques privées**  
**Principaux postes des bilans trimestriels\*.**

Chiffres de fin de mois, en millions de francs belges	Actifs				Passifs	
	Caisse, Banque Nationale, etc.	Porte- feuille- effets	Débiteurs divers	Fonds publics belges	Dépôts et comptes courants	Créan- ciers
	1)	2)	3)	4)	5)	6)
1939 Décembre . . .	1.546	2.754	4.829	3.089	12.685	721
1940 Mars . . . . .	1.013	3.722	4.775	3.137	13.356	177
Juin . . . . .	2.750	2.233	5.370	4.551	12.144	2.459
Septembre . . .	1.040	4.751	4.708	3.575	14.264	152
Décembre . . .	2.205	6.210	4.632	3.160	16.070	38
1941 Mars . . . . .	1.681	8.962	4.491	3.092	18.075	144

\* Non compris les succursales et agences à l'étranger ou au Congo belge.  
 1) Y compris le solde à la Banque Nationale figurant aux «comptes courants» dans le tableau précédent.  
 2) Y compris les fonds d'Etat à court terme, certains transferts ayant été effectués pendant le second semestre de 1940 du poste figurant à la colonne 4.  
 3) C'est-à-dire les «débiteurs divers».  
 4) 90% ou plus à vue, ou venant à échéance dans un délai d'un mois.  
 5) Créiteurs privilégiés ou garantis (tels que la Banque Nationale et l'Institut de Réescompte).

Après avoir accusé une augmentation, au début de l'année, les dépôts sont tombés à leur niveau le plus bas, à la fin de juin. Pour faire face aux nombreuses demandes de retraits de dépôts et constituer une forte réserve d'espèces, les banques réescomptèrent leurs effets (le portefeuille d'effets a diminué de 1,5 milliard de francs belges, soit de 40 %, de mars à juin) et contractèrent pour 2,5 milliards de nouveaux emprunts auprès des organismes officiels. La situation était entièrement renversée en septembre, et de

juin 1940 à mars 1941 les dépôts se sont accrus de près de 6 milliards de francs belges, d'un mouvement parallèle à celui du portefeuille des bons du Trésor compris dans le portefeuille d'effets. Il ne fait aucun doute que les effets de commerce escomptés ont diminué, ainsi que les avances au public, depuis les niveaux élevés atteints en juin 1940. Pendant le second semestre de 1940, on a également constaté une augmentation appréciable du volume des comptes de chèques postaux (près de 800 millions de francs belges), mais les dépôts des caisses d'épargne ont eu tendance à diminuer (d'un peu plus de 1 milliard de francs belges pendant l'année).

Bien que la Banque Nationale ait maintenu son taux d'escompte sans changement à 2% depuis le 25 janvier 1940 (date à laquelle elle l'avait réduit de 0,5%), les conditions sur le marché ont foncièrement changé pendant l'année: la confiance des premiers mois a été suivie d'une extrême tension, puis d'un moratoire, en été, enfin, à partir du mois d'août, l'aisance a repris progressivement le dessus.

Pendant le second semestre de l'année, on a pris des mesures pour prolonger la période à courir des bons du Trésor à court terme (4 et 8 mois) qui font partie de l'« Emprunt de l'Indépendance », émis au début de 1940, et, en octobre, on émit à 97,5 un emprunt de consolidation 4% du gouvernement, de 3 milliards de francs belges, remboursable en dix ans et exempt d'impôts. En novembre 1940, la Banque d'Emission a annoncé qu'elle ferait sur ces obligations, à concurrence de 90% de leur montant nominal, des avances à 3% d'intérêt. Néanmoins, sur le total des emprunts, qui ont atteint 12,7 milliards de francs belges pendant l'année, 11,3 milliards représentent des emprunts à court terme (dont 5,7 milliards ont été contractés directement envers la Banque Nationale).

**Belgique: Recettes de l'Etat provenant de l'impôt et de l'emprunt.**

Période trimestrielle, en millions de francs belges	Emprunts intérieurs*			Recettes fiscales	Total
	A long et moyen terme	A court terme	Total		
<b>1940</b>					
Janvier—Mars . . . . .	+ 503	+ 1.804	+ 2.307	2.411	4.718
Avril—Juin . . . . .	— 292	+ 3.212	+ 2.920	1.492	4.412
Juillet—Septembre . . . .	— 1.000	+ 4.673	+ 3.673	1.604	5.277
Octobre—Décembre . . . .	+ 2.190	+ 1.607	+ 3.797	2.665	6.462
<b>Totaux . . . . .</b>	<b>+ 1.401</b>	<b>+11.296</b>	<b>+12.697</b>	<b>8.172</b>	<b>20.869</b>

\* Variation du montant nominal en circulation d'après la situation de la dette publique.

Les recettes fiscales, qui ont fortement diminué pendant le second et le troisième trimestre de l'année, mais sont revenues à leur chiffre normal pendant le

quatrième trimestre, ont fourni 40% du revenu de l'Etat pendant l'année, prise dans son ensemble. Les prévisions de dépenses au titre du budget extraordinaire ont été portées de 13,8 milliards de francs belges en 1940 (chiffre qui a été en réalité largement dépassé) à 16,2 milliards en 1941 (non compris les frais d'occupation).

En France, on peut diviser l'année 1940 approximativement en trois périodes, la première s'étendant jusqu'au début de mai, la deuxième jusque vers la fin de juillet et la troisième comprenant les cinq derniers mois de l'année. Les chiffres ci-après peuvent caractériser ces trois périodes :

#### Situation de la Banque de France.

En milliards de francs français	1939	1940							
	28 déc.	9 mai	10 juin	fin juil. <sup>5)</sup>	29 août	26 sept.	31 oct.	28 nov.	26 déc.
Encaisse-or . . . . .	97	85	85	85	85	85	85	85	85
Crédits privés <sup>1)</sup> . . . . .	17	19	29	29	25	21	19	18	17
Avances à l'État —									
anciennes avances . . . . .	30	10	10	10	10	10	10	10	10
avances de « guerre » <sup>2)</sup> . . . . .	14	22	36	58	64	69	65	61	64
frais d'occupation . . . . .	—	—	—	—	27	39	57	64	72
Billets en circulation . . . . .	151	159	174	197	199	205	213	214	218
Comptes courants créditeurs									
Trésor <sup>3)</sup> . . . . .	2	1	1	1	1	1	1	1	1
Particuliers <sup>4)</sup> . . . . .	15	14	25	31	28	26	25	25	25
Caisses de crédit du Reich	—	—	—	—	27	35	39	39	41

1) Effets escomptés, avances à 30 jours et autres avances, effets achetés sur le marché.  
 2) Avances autorisées par le décret du 1er septembre 1939 et par les conventions des 29 février et 9 juin 1940.  
 3) Trésor et Caisse autonome d'amortissement.  
 4) Y compris les autres engagements à vue.  
 5) 1er août.

La première période a été relativement calme. L'expansion de 8 milliards des billets en circulation a été provoquée par l'augmentation des avances de guerre à l'Etat. La réévaluation intervenue en février 1940 du stock d'or au cours effectif des changes en vigueur depuis septembre 1939 a permis, d'une part, la suppression de 20 milliards d'avances antérieures à la guerre, d'autre part, la cession de 30 milliards d'or au fonds de stabilisation des changes pour les achats de guerre à l'étranger. D'où la réduction de 20 milliards des « anciennes avances » et la réduction nette de 12 milliards du stock d'or.

La deuxième période correspond à la phase de guerre active et la période troublée du début de l'été. En un mois, du 9 mai au 10 juin, les crédits privés ont accusé une expansion de 10 milliards, les avances à l'Etat une expansion

de 14 milliards, en même temps que la circulation des billets augmentait de 15 milliards. Depuis le 10 juin, il n'a plus été publié de situation hebdomadaire (le siège social de la Banque a été transféré pendant ce mois de Paris à Saumur, puis de là à Bordeaux et enfin à Clermont-Ferrand). Mais les chiffres hebdomadaires depuis le 1<sup>er</sup> août ont été publiés dans le rapport annuel de la banque, et des précisions ont été données par le Ministre des Finances et le gouverneur de la Banque de France. D'après les déclarations de celui-ci à l'assemblée générale de mars 1941, le portefeuille d'effets, qui s'inscrivait à environ 6 milliards le 9 mai, atteignit son chiffre maximum aux environs de 18 milliards dans les premiers jours de juillet, et l'expansion totale des crédits privés a atteint 14 milliards en l'espace de quelques semaines. La Banque de France a pris toutes les mesures nécessaires pour éviter la proclamation d'un moratoire général. Un système de comptes courants de bons du Trésor (pour supprimer la manipulation incessante de titres) lui a permis d'aider les banques, et elle a escompté des effets de commerce, même s'ils portaient la signature de débiteurs des régions occupées. En même temps, pour faire face aux besoins immédiats, alors que les encaissements fiscaux étaient pratiquement interrompus, le Trésor avait conclu avec la Banque de France, le 9 juin 1940, une convention portant à 70 milliards le maximum des avances «de guerre». En fait, ce maximum n'a jamais été dépassé, en dépit de forts tirages en juin et juillet. Les appels au crédit de la banque ont eu pour effet de porter le volume de la circulation à 198 milliards au début du mois d'août (soit, en trois mois, une augmentation de près de 40 milliards, environ 25 %).

La troisième période est caractérisée par les efforts vers la remise en ordre des finances intérieures et du système bancaire mais aussi par l'intervention d'un nouveau facteur: le paiement des frais d'occupation fixés à 400 millions par jour à compter du 25 juin.

Aussitôt les administrations financières remises en place, les encaissements fiscaux ont pu reprendre. Les dépôts sont revenus aux comptes de chèques postaux et aux caisses d'épargne, et les émissions nettes de bons se sont relevées jusqu'à une moyenne de 6 milliards par mois. En dépit de beaucoup de dépenses exceptionnelles, le recours du Trésor à la banque pour les besoins intérieurs a donc pu se ralentir, puis disparaître. En même temps, les avances exceptionnelles au marché ont commencé à être remboursées à partir du mois d'août.

Mais, à ce moment, sont intervenus les premiers paiements des frais d'occupation pour lesquels une série de conventions entre la Banque de France et l'État ont ouvert à celui-ci des avances spéciales. La première de ces conventions a été signée le 25 août, et la somme de 27,2 milliards, montant des frais



d'occupation pour la période écoulée depuis le 25 juin à raison de 400 millions de francs français par jour, fut inscrite au débit du compte des nouvelles avances « pour frais d'occupation », et une somme correspondante fut créditée au compte courant des caisses de crédit du Reich. Au total, 77.144 millions de francs français avaient été crédités à ce compte à la fin de l'année, 72.317 millions étant inscrits au débit du compte d'avances spéciales et le solde provisoirement prélevé sur le compte des avances « de guerre » à l'Etat. Sur le total de 77 milliards de francs français en chiffre rond, 41,4 milliards (soit 54 %) n'avaient pas été dépensés et restaient disponibles au compte des caisses de crédit du Reich à la fin de l'année; 24 milliards avaient servi à divers paiements, tandis que 12 milliards avaient été affectés au remboursement des bons des caisses de crédit du Reich que les autorités d'occupation avaient antérieurement émis (on ne connaît pas le montant de ces bons encore en circulation en France).

Les avances « de guerre » à l'Etat, qui s'élevaient à 64 milliards le 26 décembre 1940, contre 36 milliards en juin, étaient en fait tombées de leur niveau le plus haut (près de 70 milliards) atteint le 3 octobre, et n'ont pas cessé de diminuer jusqu'à 60 milliards environ, à la fin de l'année. Les recettes mensuelles au titre des impôts sont redevenues plus normales et le placement de bons du Trésor plus aisé. « L'équilibre de la Trésorerie aurait donc été assuré », a dit le gouverneur de la Banque de France à l'assemblée générale, « si, aux charges qu'elle assumait déjà, et qui tendaient à diminuer, n'était venu s'ajouter, dans les premiers jours d'août, le paiement des frais d'occupation ». Les crédits que la banque centrale a accordés à l'économie privée en France ont également été ramenés, pendant le second semestre de l'année, à un chiffre légèrement inférieur à celui de la fin de 1939, fléchissement dû pour une part à la liquidité du marché et d'autre part au peu d'activité des affaires. En conséquence, l'augmentation de la circulation fiduciaire s'est ralentie. Après avoir atteint près de 40 milliards en mai, juin et juillet, elle a à peine dépassé 20 milliards pendant les cinq derniers mois de l'année (portant la circulation à 221 milliards le 2 janvier 1941) et, d'après les déclarations du ministre des finances, elle n'a été que de 11 milliards pendant les quatre premiers mois de 1941, portant les billets en circulation à 232 milliards le 30 avril.

L'armistice a mis fin en grande partie aux dépenses militaires: néanmoins, à côté des dépenses courantes d'administration et du service de la dette, il fallut, sous la pression des circonstances, faire face à des dépenses considérables de reconstruction immédiate (ponts, etc.), d'aide aux réfugiés et d'autres secours, alors que la source des revenus ordinaires tarissait (bien qu'on ne publie pas

le montant des recettes fiscales, il n'est pas douteux qu'elles ont diminué au cours du printemps et de l'été, comme en Belgique et aux Pays-Bas). Le déficit du budget, que l'on évaluait à près de 5 milliards par mois vers la fin de 1940, a été largement couvert par l'émission des bons du Trésor, ce qui explique l'arrêt des recours du Trésor à la Banque de France sauf pour le paiement des frais d'occupation.

Pour 1941, il a pu être établi un budget d'ensemble qui ne comprend pas les frais d'occupation (146 milliards couverts uniquement par la Trésorerie) ni les dépenses de la Caisse Autonome d'amortissement (9 milliards couverts par les ressources propres de la Caisse).

Les chiffres du budget sont les suivants:	Francs français
<b>Dépenses ordinaires:</b>	
Dette publique . . . . .	18,0 milliards
Dette viagère . . . . .	14,5 »
Dépenses administratives . . . . .	64,5 »
	<hr/>
Total	<u>97,0 milliards</u>
<b>Dépenses extraordinaires:</b>	
Liquidation des dépenses résultant des hostilités	29,0 milliards
Travaux publics, etc. . . . .	8,6 »
	<hr/>
Total	<u>37,6 milliards</u>

Les recettes ordinaires sont évaluées à 68,2 milliards. Elles couvrent environ les deux tiers des dépenses ordinaires (97 milliards) et la moitié des dépenses budgétaires totales (134,6 milliards).

Le Ministre des Finances, dans son exposé sur le budget de 1941, a fait ressortir que si le Trésor est alimenté régulièrement et à un taux modéré grâce au contrôle des changes, au rationnement et aux autres mesures qui limitent l'emploi des disponibilités, il serait excessif de croire « que l'augmentation de la dette publique puisse être poursuivie indéfiniment sans danger ».

Le large mouvement d'émission de bons du Trésor est reflété dans le bilan de trois grandes banques (Crédit Lyonnais, Société Générale et Comptoir National d'Escompte).

D'après le rapport annuel de la Société Générale, les retraits considérables du second trimestre de 1940 (que reflètent les emprunts des banques à la Banque de France) ont fait place à un mouvement de rentrée des dépôts qui prit une grande ampleur pendant la période de juillet à septembre (lorsque les stocks furent en grande partie liquidés), et les dépôts ont continué de progresser jusqu'à la fin de l'année et au début de 1941. Bien que les banques aient renforcé leurs réserves en espèces (en partie sans doute en raison de

France: Situation de trois grandes banques.

En milliards de francs français	Actifs			Passifs
	Encaisse, etc.	Portefeuille-effets et bons de la Défense	Avances, comptes courants, etc.	Dépôts, comptes courants, etc.
1938 Décembre . . . . .	3,7	19,9	7,5	31,1
1939 Mars . . . . .	3,5	22,2	6,8	32,2
Juin . . . . .	3,4	23,4	6,7	33,5
Septembre . . . . .	5,0	19,3	7,7	32,2
Décembre . . . . .	4,5	27,2	7,9	39,4
1940 Mars . . . . .	4,0	31,7	8,2	43,5
Juin* . . . . .	.	.	.	.
Septembre . . . . .	5,8	36,7	9,7	52,1
Décembre . . . . .	6,2	43,8	8,4	58,5
1941 Mars . . . . .	5,7	50,0	8,3	63,6

\* Les chiffres de juin n'ont pas été publiés.

l'interdiction de transférer des fonds de la zone occupée à la zone non occupée) et qu'elles aient consenti quelques avances et découverts à des particuliers vers le milieu de 1940, leurs situations font ressortir une augmentation parallèle des dépôts et du portefeuille-effets. La circulation des effets de commerce (et des acceptations) ayant fléchi en même temps que l'activité des affaires, le portefeuille de bons du Trésor doit avoir augmenté d'au moins 20 milliards de francs français pendant l'année 1940 (montant largement égal à l'accroissement des dépôts).

Deux décrets intéressants pour les banques privées ont été pris au début de novembre 1940, en vue de réduire le recours de l'État à la banque centrale et d'arrêter le mouvement ascendant d'émission des billets. Les dépenses de l'État résultant de marchés de travaux excédant 50.000 francs français et de marchés de fournitures excédant 200.000 francs français pourront être réglées jusqu'à concurrence de la moitié des sommes dues au moyen de traites à 6 mois d'échéance (jusqu'alors, l'État avait réglé ses contrats en espèces et seules les réquisitions du temps de guerre avec des bons du Trésor à un an d'échéance). Le créancier a le droit de payer ses dettes en utilisant dans la même proportion les traites qu'il a reçues en paiement. La loi s'applique également aux marchés de travaux et de fournitures passés par les départements, communes, établissements publics et entreprises concédées. Ces effets sont tirés par le créancier sur le Crédit National et portent intérêt au même taux que les bons du Trésor. Des arrangements spéciaux prévoient la possibilité de présenter ces effets à la Banque de France avant leur échéance. En vertu du second décret, les paiements de tous traitements, salaires, loyers, transports, services, fournitures ou travaux dépassant 3.000 francs sont obligatoirement

opérés par chèques barrés, par virement en banque ou par virement à un compte courant postal (ou pour les paiements du Trésor à un compte ouvert chez un comptable du Trésor). Tous les commerçants inscrits au registre du commerce sont tenus de se faire ouvrir un compte en banque ou un compte de chèques postaux.

Bien qu'il n'ait pas été publié de statistiques récentes, on sait que le fléchissement des dépôts a été plus durable auprès des caisses d'épargne qu'auprès des banques privées, mais que pendant les derniers mois de l'année les dépôts ont de nouveau excédé les retraits. En janvier 1941, la limite de 20.000 francs français, qu'aucun dépôt ne devait dépasser et qui avait été suspendue en août 1940, a été rétablie, et le taux d'intérêt des dépôts à la Caisse Nationale d'Épargne a été ramené de 2,75%, niveau auquel il s'était maintenu pendant de nombreuses années, à 2,5%. Le taux des bons de la Défense Nationale à trois ans a été réduit de 4% à 3,5%, le 1<sup>er</sup> janvier 1941, et à 3,25% à la fin du mois: en janvier également, le taux des bons du Trésor à deux ans a été abaissé de 3,5% à 3,25%, à un an de 3% à 2,75% et à 6 mois de 2,5% à 2,25%. Le taux des bons du Trésor de 75 à 105 jours est resté à 2%, comme le taux d'escompte de la Banque.

Au milieu de mars 1941, la Banque de France a réduit de 2 à 1,75% son taux d'escompte et celui des avances à 30 jours sur effets publics n'excédant pas deux ans. Cette réduction de 0,25% a été suivie d'une réduction semblable dans les taux des bons de la Défense Nationale et des diverses catégories de bons du Trésor. Un raffermissement du cours des fonds d'État 4,5% au pair, en avril 1941, a rendu possible une vaste opération de conversion portant sur près de 11,5 milliards de francs français de la dette publique, faite par l'intermédiaire du Crédit National.

La nouvelle Banque d'Émission du gouvernement général de Pologne a commencé ses opérations le 8 avril 1940. De nouveaux billets libellés en zloty ont été échangés contre les bons des caisses de crédit du Reich en circulation, et les billets de la Banque de Pologne ont été également retirés et échangés jusqu'au 31 mai 1940. Par décret du gouverneur général, la Banque d'Émission a été également autorisée à frapper des pièces de monnaie et à les mettre en circulation. Comme il n'a été publié de statistiques d'aucune sorte, on ne connaît pas le montant de la circulation actuelle des billets et des pièces métalliques ni le volume des dépôts bancaires.

Pour rétablir le système du crédit immédiatement après la campagne allemande de 1939, les chefs de l'administration civile prirent des mesures locales. Les livres des banques furent mis en ordre, et autant que possible remis à jour

(travail particulièrement difficile du fait que certains des actifs avaient été emportés à l'étranger). On réorganisa les banques, des changements furent apportés dans l'administration, on comprima les dépenses et l'on n'accorda plus de nouveaux crédits sans autorisation officielle. En plus des trustees polonais, des trustees allemands furent attachés aux grandes banques d'Etat (la Caisse d'Epargne Postale, la Banque de l'Economie Nationale, la Banque Agraire et, plus tard, la Banque Commerciale Polonaise), en vue de centraliser la responsabilité et de rassurer les déposants. On prit deux mesures bancaires importantes: l'une concernant la restriction des retraits de dépôts, l'autre la séparation des anciennes et des nouvelles opérations. A Varsovie, pour décharger les banques, on fixa les retraits maxima autorisés à 100 zloty par semaine pour les banques privées et à 50 zloty pour les caisses d'épargne; pour tout prélèvement supérieur sur des anciens avoirs, une autorisation est nécessaire. La libération hebdomadaire des dépôts fut d'abord fixée à des pourcentages peu élevés des soldes restant au 5 octobre 1939 et s'éleva, dans certains cas, jusqu'à 20 et 30% du solde primitif (la proportion fut plus élevée quand les soldes étaient très faibles). En dehors de Varsovie, les paiements sur les anciens avoirs furent en général déterminés par les montants des rentrées provenant d'anciennes transactions.

En 1940, on introduisit une plus grande uniformité dans tout le pays. Un décret du 8 avril a établi un Office de contrôle des banques, à la tête duquel on plaça un «Bankdirigent» allemand attaché à la Banque d'Emission. Le 8 juillet 1940, les dispositions concernant l'utilisation des anciens avoirs à Varsovie furent étendues à l'ensemble du territoire placé sous l'autorité du gouverneur général, et l'on fit une distinction plus nette entre les anciennes et les nouvelles opérations. On prescrivit en particulier que les nouveaux dépôts ne pourraient pas servir au paiement d'obligations résultant d'anciennes transactions. Il fut interdit de payer un intérêt sur les anciens dépôts, mais, à mesure que les nouveaux dépôts se sont accumulés et que les placements des banques ont pris plus d'importance, il devint nécessaire de fixer les conditions d'intérêt. Le 17 décembre 1940, des instructions du chef de l'Office de contrôle des banques définit les diverses catégories de nouveaux dépôts et fixa les taux d'intérêt: les fonds à vue reçurent 1%, les dépôts avec préavis de 1,5 à 3% et les dépôts fixes de 1,25 à 2,75% (suivant la durée du préavis requis ou le terme du dépôt); les dépôts d'épargne reçurent de 2 à 3%. Les taux ne furent pas fixés pour les opérations de crédit bancaire. Trois banques allemandes ont ouvert des succursales ou agences auxiliaires à Cracovie.

Le budget ordinaire du gouvernement général accuse pendant la première année un revenu de 974 millions de zloty et des dépenses de 1.004 millions de

zloty: il s'est donc clôturé par un léger déficit de 30 millions de zloty. Le budget extraordinaire a accusé des dépenses de 278 millions de zloty.

Malgré des différences profondes dans leur structure économique, leur situation monétaire et leurs expériences politiques en 1940, on peut percevoir certaines analogies dans l'évolution des pays du sud-est de l'Europe. En général, ces pays n'ont pas de marchés de l'argent et des capitaux organisés suivant les normes occidentales, chez eux le taux de l'épargne est très faible, et les billets de banque y sont d'un usage plus fréquent que les chèques et les dépôts en banque. Le déséquilibre des budgets, dû en grande partie à l'accroissement des dépenses militaires et des autres dépenses extraordinaires (telles que le financement des créances de clearing), n'a pu être couvert que difficilement par l'emprunt sur le marché, si même il a pu l'être. Les gouvernements ont donc fait de fréquents appels à la banque centrale, dans certains cas même dans une très large mesure, il en est résulté un accroissement correspondant de la circulation des billets (et des réserves des banques auprès de la banque centrale). Etant données les méthodes différentes de comptabilité, il est parfois difficile de préciser dans quelle mesure le développement récent des émissions de billets est dû, directement ou indirectement, aux emprunts des Etats aux banques centrales, mais l'influence de ces emprunts a été sans aucun doute le plus souvent prédominante. Dans certains cas, les retraits opérés sur leurs dépôts ont contraint les banques privées et les caisses d'épargne à faire

**Pays danubiens et balkaniques:  
Billets des banques centrales en circulation.**

Chiffres de fin d'année (ou de mois), en millions d'unités monétaires nationales	Bulgarie	Grèce	Hongrie	Roumanie	Slovaquie	Yougoslavie
1929	3.609	5.193	501	21.144	—	5.818
<b>Le plus bas</b> 1930—34 <sup>1)</sup>	2.449	4.003	353	19.605	—	4.327
1938	2.800	7.239	863	34.902	—	6.921
1939	4.245	9.454	975	48.800	1.392	9.698
1940	6.518	15.369	1.387	64.349	1.657	13.834
<b>Mars</b> 1941	7.800	18.116 <sup>2)</sup>	1.369 <sup>2)</sup>	68.886	1.568	14.339 <sup>2)</sup>
<b>Pourcentage d'augmentation:</b>						
pendant l'année 1940	54	63	42	32	19	43
en 2 ans 1939—40	133	112	61	84	—	100
en 11 ans 1929—40	81	196	177	204	—	138

<sup>1)</sup> Chiffre le plus bas en fin d'année; pour la Roumanie, 1930; pour la Grèce, 1931; pour la Hongrie, 1932; pour la Yougoslavie, 1933; pour la Bulgarie, 1934.

<sup>2)</sup> Dernière situation reçue: Grèce, 15 mars; Yougoslavie, 22 mars 1941.

<sup>3)</sup> A la fin de mai 1941, l'émission des billets s'élevait à 1.734 millions de pengoe, dont 491 millions avaient été émis dans les territoires incorporés, en échange des billets des anciennes banques centrales; 85 millions de pengoe, en échange de couronnes tchécoslovaques; 215 millions, en échange de lei roumains; 191 millions, en échange de dinars yougoslaves.

auprès des banques centrales d'importantes opérations de réescompte ou des emprunts considérables, mais, d'une façon générale, ces phénomènes ont été temporaires, les dépenses incessantes de l'État ayant rendu à l'économie sa liquidité. Le tableau suivant donne le volume de la circulation des billets depuis 1938, et comme point de repère le minimum atteint en période de dépression pendant les années 1929 et suivantes, ce qui permet d'apprécier l'ampleur des récents accroissements.

Dans tous ces pays, la circulation des billets en 1940 dépassait de beaucoup les chiffres de 1929, elle était en général deux à trois fois plus élevée (et trois à quatre fois plus qu'aux moments de la plus grande dépression). Dans tous les cas, l'expansion a été rapide depuis la fin de 1938 et s'est accélérée en 1940. Les changements territoriaux sont cause que, dans certains cas, il a été tenu deux fois compte d'un même montant de billets en circulation: la Banque Nationale de Hongrie avait, par exemple, émis le 31 décembre 1940 171 millions de pengoe de ses propres billets, en échange d'un montant équivalent de billets roumains retirés de la circulation dans le territoire incorporé à la Hongrie (environ 5.120 millions de lei), qui figurent également dans la circulation de la Banque Nationale de Roumanie.

Bien que l'augmentation de la circulation des billets en Bulgarie, de 1929 à 1940, ait été moindre que celle des autres pays (la déflation ayant continué pendant les premières années de la décade 1931—40), l'accroissement y a été le plus accusé pendant ces deux dernières années. On distingue quatre périodes bien définies au cours de ces deux années: une période de stabilité relative, pendant le premier semestre de 1939 (aux environs de 3 milliards de leva); une période d'expansion jusqu'à 4,5 milliards, lors de l'ouverture des hostilités, suivie d'une période de fléchissement jusqu'aux environs de 4 milliards, pendant les huit premiers mois de 1940; enfin, une période d'augmentation rapide, pendant les quatre derniers mois de 1940, jusqu'à plus de 6,5 milliards de leva. L'augmentation de la circulation de 2,8 milliards à 6,5 milliards, pendant les deux années qui ont précédé le mois de décembre 1940, n'a pas pour contrepartie, comme le cas s'est parfois produit ailleurs, des avances directes au Trésor. Néanmoins, des transactions officielles ou semi-officielles semblent être dans une large mesure responsables de l'expansion du crédit de la banque centrale. Le portefeuille-effets a grossi de 1,5 milliard de leva, les «valeurs mobilières» de 1,4 milliard et les devises étrangères qui ne peuvent faire partie de la couverture principale de 1,1 milliard. Ces trois postes ont couvert, en plus de quelques demandes provenant de particuliers, les octrois de crédits suivants: un montant considérable pour le financement de l'Office

des céréales (qui a le monopole du commerce d'un grand nombre de produits agricoles); des demandes consécutives à la réincorporation de la Dobroudja méridionale pendant la dernière partie de 1940, au nombre desquelles l'émission d'environ 200 millions de leva de billets en échange de la monnaie roumaine retirée de la circulation; des paiements aux exportateurs bulgares de sommes non encore transférées aux comptes de clearing avec des soldes dus à la Bulgarie; enfin, l'achat de bons du Trésor, en application de la loi du 9 mars 1940 qui a autorisé la banque à placer un montant maximum de 2,4 milliards de leva en bons du Trésor antérieurement délivrés à des maisons de commerce étrangères, en paiement d'importations pour le compte de l'Etat. Les achats considérables de l'Etat à l'Allemagne ne pouvant pas être payés sur les ressources du budget ordinaire, on a pris des dispositions pour l'ouverture d'un crédit à moyen terme remboursable en sept ans. Mais comme les exportations bulgares à destination de l'Allemagne ont été payées en espèces, l'équilibre du clearing avec l'Allemagne a été rompu, et la Banque Nationale s'est ainsi trouvée en possession d'une quantité considérable de reichsmarks. La loi du 9 mars 1940 a autorisé la banque à utiliser ses reichsmarks au rachat des bons du Trésor bulgares remis en paiement aux industries lourdes allemandes. Finalement, des arrangements ont été conclus pour que la banque achète les effets dès leur émission, de sorte qu'en réalité les maisons exportatrices étrangères ont été payées comptant et que la Banque Nationale a accordé un crédit à l'Etat.

Depuis septembre 1940, un effort a été fait en vue de réduire les taux d'intérêt, les taux des dépôts d'épargne ayant été ramenés de 4 à 3,5%. Le taux de la banque a été réduit à deux reprises de 0,5%, en octobre et en décembre, et ramené ainsi à 5%; des réductions semblables ont ramené à 8% le taux légal maximum (3% au-dessus du taux de la banque), et par conséquent aussi le taux des avances des banques commerciales, (ces banques exigeant une marge de 5% entre les taux des avances et ceux des dépôts).

La Grèce a été le seul pays du sud-est de l'Europe à prendre une part active à la guerre pendant l'année 1940, il n'est donc pas surprenant que ce soit ce pays qui ait fait le plus grand appel à la banque centrale, et que l'émission des billets y ait, pendant l'année, augmenté plus que dans les autres pays mentionnés dans le tableau. Les hostilités avec l'Italie ont commencé le 28 octobre 1940, et c'est pendant le dernier trimestre de l'année que la circulation fiduciaire a augmenté de 70%.

Lors de l'ouverture des hostilités, on a procédé à des retraits massifs de dépôts bancaires, les banques ont obtenu pour environ 1 milliard de drachmes



d'avances auprès de la Banque de Grèce, et on a déclaré un moratoire partiel des retraits de dépôts (on a donné également plus d'élasticité aux dispositions relatives au paiement des lettres de change, aux protêts, etc.). Les banques privées n'ont pas publié de situations mensuelles depuis la fin d'octobre, mais, à en juger d'après les bilans de la Banque de Grèce, l'étreinte s'est desserrée au début de 1941, les avances de la banque, qui avaient été portées de 2,5 à 3,5 milliards de drachmes, sont revenues à leur niveau antérieur. Le taux d'escompte de la banque a été maintenu sans changement à 6% pendant tout ce temps; en décembre on a relâché les restrictions sur le retrait des dépôts en banque, et on les a supprimées le 11 février 1941. Les demandes de crédit privé n'ont donc eu qu'une influence nette négligeable, et l'expansion entière a été faite contre des devises étrangères (crédits britanniques) reçues pour le compte de l'Etat.

Banque de Grèce.

Chiffres de fin de mois, en milliards de drachmes	Actifs	Engagements à vue		
	Devises étrangères	Billets en circulation	Comptes courants <sup>1)</sup>	Total
1938 Décembre . . . . .	0,7	7,2	3,5	10,7
1939 Décembre . . . . .	0,7	9,5	2,5	12,0
1940 Septembre . . . . .	2,0	11,3	2,3	13,6
Octobre . . . . .	2,3	12,6	2,8	15,4
Novembre . . . . .	4,9	14,2	2,9	17,1
Décembre . . . . .	6,9	15,4	4,9	20,3
1941 Janvier . . . . .	7,2	16,2	5,2	21,6
Février . . . . .	13,8	17,0	8,0	25,0
Mars <sup>2)</sup> . . . . .	15,4	18,1	8,0	26,1

<sup>1)</sup> Non compris le compte de la Commission Financière Internationale.

<sup>2)</sup> 15 mars 1941.

L'entrée en compte des crédits en devises étrangères a provoqué certains mouvements correspondants des avances de la banque à l'Etat, qui toutefois s'équilibrèrent finalement. Il se peut qu'on ait utilisé une partie des crédits à des achats hors de Grèce, le montant qui figure au bilan sert apparemment de contrepartie aux dépenses en drachmes du gouvernement grec et des forces britanniques en Grèce. Il n'a pas été reçu de situation de la banque depuis le 15 mars 1941.

On peut noter une évolution semblable en Turquie. La circulation des billets est passée de 300 à 420 millions de livres turques en 1940, les facteurs les plus importants étant une augmentation des avances à l'Etat de 110 millions (depuis le début d'août), mais aussi des entrées d'or qui affectent l'actif comme le passif du bilan.

En conséquence de la sentence arbitrale rendue à Vienne, à la fin d'août 1940, et du rattachement de la Transylvanie, le territoire de la Hongrie a été augmenté de plus d'un tiers, et sa population d'un quart. Malgré l'émission de 171 millions de pengoe de billets dans les nouveaux territoires, à la fin de 1940, la circulation des billets de la Banque Nationale de Hongrie a relativement moins augmenté, pendant les deux années 1939—40, que celle des autres banques centrales mentionnées dans le tableau. Si l'on fait abstraction des 171 millions de pengoe en question, l'augmentation n'a été que de 41 % pendant ces deux années. Il semble que la Hongrie soit redevable, au moins en partie, de l'appel relativement modéré fait au crédit de sa banque centrale, à l'organisation plus perfectionnée de son système bancaire commercial, à ses grands efforts fiscaux et au contrôle des prix plus strict chez elle que dans les autres pays du Sud-Est.

En novembre 1940, le ministre des finances a déclaré que le programme primitif de « placements » de 1938, qui comprenait un milliard de pengoe de dépenses (dont 600 millions pour les armements), a été développé: à cette date, 1.650 millions avaient été dépensés (dont 570 millions provenaient de l'impôt, 200 millions d'avances des banques sur les recettes fiscales à venir, et 880 millions d'emprunts), et les dépenses totales prévues avaient été portées à 2.800 millions, y compris les dépenses civiles en Transylvanie.

Les banques privées et les caisses d'épargne ont été appelées à prendre pendant l'année pour environ 350 millions de pengoe de fonds d'Etat sous des formes diverses pour financer une partie des impôts directs destinés au programme de placement, pour fournir les crédits plus considérables dont avaient besoin les industries chargées d'exécuter les commandes de l'Etat et pour répondre aux nouvelles demandes de crédit des territoires récemment rattachés.

**Hongrie: Dépôts dans les banques  
privées et les caisses d'épargne.**

Chiffre de fin de mois, en millions de pengoe	Dépôts d'épargne	Comptes courants	Total des dépôts
1937 Décembre	1.053	771	1.824
1938 "	938	810	1.748
1939 "	1.012	952	1.964 <sup>1)</sup>
1940 Mars . .	1.041	946	1.987
Juin . .	1.012	967	1.979
Septembre	1.040	1.028	2.068
Décembre	1.135 <sup>2)</sup>	1.142	2.277

<sup>1)</sup> Ce chiffre comprend pour la première fois 43 millions de pengoe de dépôts provenant des territoires de Haute-Hongrie et des territoires sub-carpathiques, rattachés en 1938 et en 1939.

<sup>2)</sup> L'intérêt est ajouté à la fin de l'année.

Les crédits ainsi consentis ont été compensés par un accroissement de dépôts d'environ 300 millions de pengoe (presque entièrement en compte courant et pendant le second semestre de l'année) et par l'aide de la Banque Nationale, dont le portefeuille d'effets escomptés a grossi de 125 millions. Cette expansion, ajoutée à l'avance directe de 100 mil-

lions de pengoe que la Banque Nationale a consentie à l'Etat, couvre presque entièrement l'augmentation de 241 millions de l'émission de billets (compte non tenu des 171 millions échangés contre des billets libellés en lei).

En octobre 1940, la Banque Nationale a abaissé son taux d'escompte de 4 à 3<sup>0</sup>/<sub>0</sub>; les banques privées ont alors diminué en conséquence les taux d'intérêt de leurs avances (dont le maximum a été fixé à 6,5<sup>0</sup>/<sub>0</sub>). Les taux des dépôts n'ont été abaissés que de 0,5<sup>0</sup>/<sub>0</sub> (à 2,25—3,25<sup>0</sup>/<sub>0</sub> pour les dépôts à vue et à 3—4<sup>0</sup>/<sub>0</sub> pour les dépôts à terme), ce qui a rétréci encore la marge entre les taux des emprunts et ceux des avances bancaires. La première tranche de 100 millions de pengoe de l'«Emprunt de Transylvanie» du gouvernement hongrois remboursable en 10 ans, émis en janvier 1941 (pour un total de 250 millions de pengoe), portait intérêt à 4,5<sup>0</sup>/<sub>0</sub>, alors que les «emprunts d'investissement» antérieurs, remboursables en 30 ans, portaient intérêt à 5<sup>0</sup>/<sub>0</sub>.

La plus grande partie de l'augmentation de 16 milliards de lei de la circulation fiduciaire en Roumanie, en 1940, est résultée des demandes de l'Etat, bien que les avances directes à celui-ci n'aient pas subi de changement pendant l'année. Une réévaluation de 50<sup>0</sup>/<sub>0</sub> des réserves d'or, en février 1940, a donné une plus-value de 10,5 milliards qui a été cédée au Trésor; la moitié environ en a servi à rembourser des crédits antérieurs, et l'autre moitié a fourni de nouvelles ressources pour les dépenses militaires\*. De plus, le portefeuille-effets de la Banque Nationale a augmenté progressivement de 3,5 milliards de lei de février à décembre 1940, bien que les opérations de réescompte des banques privées soient tombées au total net de 1 milliard pendant la même période. Le taux de la banque a été ramené de 3,5<sup>0</sup>/<sub>0</sub> à 3<sup>0</sup>/<sub>0</sub>, le 12 septembre 1940 (à 2,5<sup>0</sup>/<sub>0</sub> pour les effets agricoles, et même à 1,5<sup>0</sup>/<sub>0</sub> dans certains cas spéciaux, en vue d'accroître l'influence roumaine dans le domaine économique). Les pertes territoriales subies durant l'année ont entraîné la fermeture de 24 des 70 succursales de la banque. Sur les 64,3 milliards de lei de billets en circulation à la fin de l'année 1940, environ 5,1 milliards ont été gardés par la Banque Nationale de Hongrie et 0,4 milliard de lei par la Banque Nationale de Bulgarie, qui les ont échangés contre leurs billets. (On ignore à combien s'élevait le montant en circulation en Bessarabie sous le régime de l'U. R. S. S.). L'Etat n'a pas émis d'emprunts à long terme pendant l'année, le rendement moyen des fonds d'Etat étant passé de 7,9<sup>0</sup>/<sub>0</sub> pendant le premier trimestre de 1940 à 9,3<sup>0</sup>/<sub>0</sub> en décembre (après une pointe aux environs de 10<sup>0</sup>/<sub>0</sub> en octobre).

\* A partir du 1<sup>er</sup> avril 1941, la banque a réduit la valeur de ses réserves d'or; il en est résulté une perte comptable de 2.660 millions de lei.

Le bilan de la Banque Nationale de Slovaquie accuse 398 millions de couronnes slovaques de créances de clearing à la fin de 1940, contre une dette de 3 millions de couronnes slovaques un an plus tôt, mais une grande partie de ces créances figurait antérieurement au bilan sous une autre forme, comme montants dus en échange de billets de l'ancienne Banque Nationale de Tchécoslovaquie en circulation dans le territoire avant la création de la nouvelle banque. (Ce poste de la situation de la Banque Nationale ne constitue qu'une partie de la dette totale de clearing due à la Slovaquie; il atteignait 1.087 millions de couronnes slovaques à la fin de 1940 et 1.402 millions à la mi-avril 1941 — la quote-part de l'Allemagne étant de 589 et 963 millions respectivement. L'augmentation rapide des «excédents» en compte de clearing est un trait caractéristique de l'évolution monétaire en Slovaquie.) Les effets escomptés sont tombés de 333 millions de couronnes slovaques à 257 millions, et les avances sur titres ont augmenté de 3 millions de couronnes slovaques à 260 millions, accusant une diminution des crédits pour usages commerciaux en même temps qu'une demande pour d'autres fins. L'augmentation de 265 millions de couronnes slovaques dans la circulation des billets pendant l'année 1940 représente un développement de moins de 20% et est inférieure à celle des autres banques mentionnées dans le tableau.

En ce qui concerne la Yougoslavie, les avances directes de la Banque Nationale à l'Etat apparaissent nettement dans la situation reproduite ci-dessous.

Les emprunts de l'Etat à la Banque Nationale, qui ont atteint plus de 8 milliards de dinars depuis le début de la guerre en Europe jusqu'au 22 mars 1941 (date à laquelle a été publiée la dernière situation hebdomadaire), ont provoqué un accroissement de plus de 7,5 milliards de dinars dans la circulation des billets et dans les dépôts à vue à la banque (tandis qu'un demi-milliard de crédits privés a été remboursé). La seule émission des billets a augmenté de 43% en 1940 et de 100% en deux ans depuis décembre 1938. Les dépôts d'épargne n'ont pas augmenté: ils ont atteint leur niveau le plus bas en mai—juin 1940, et, bien que les comptes courants aient sensiblement augmenté, les banques, se ressentant encore de la crise de 1931, ont préféré augmenter leurs réserves d'espèces à la Banque Nationale plutôt que leurs placements. Le chiffre des opérations sur fonds d'Etat a diminué de près de 60% en bourse; le placement de fonds d'Etat à long terme a été impossible et les banques n'ont pris que le papier à très court terme. Bien que le taux de la banque soit resté sans changement à 5%, le taux d'escompte du marché à 8,5—9% a reflété plus exactement la situation du crédit, tandis que les avances coûtent 10%: on a payé 4% sur les dépôts d'épargne, alors que le rendement moyen des fonds d'Etat a oscillé entre 6,5 et 7,5%.

**Yougoslavie: Emission des billets et postes y relatifs.**

Chiffres de fin de trimestre, en millions de dinars	Banque Nationale					Autres banques		
	Avances consenties		Billets en circulation	Engagements à vue	Bilan total	Dépôts d'épargne	Comptes courants	
	à l'économie privée	à l'Etat					Administration des postes	50 banques
	1)	2)	3)	4)	5)	6)	7)	8)
1938 Décembre . . .	1.771	—	6.921	2.093	9.731	11.478	1.710	1.268
1939 Mars . . . . .	1.676	—	6.806	1.808	9.354	11.502	1.551	1.271
Juin . . . . .	1.825	—	7.177	1.724	9.637	11.140	1.605	1.314
Septembre . . .	2.494	170	9.108	1.095	11.424	10.463	1.654	1.099
Décembre . . .	2.223	1.392	9.698	1.718	12.323	10.185	1.971	1.252
1940 Mars . . . . .	1.815	2.755	10.400	1.874	13.196	10.245	2.294	1.364
Juin . . . . .	1.901	4.626	12.210	1.862	14.913	9.784	2.697	1.289
Septembre . . .	1.632	5.994	12.403	2.464	15.672	10.251	2.846	1.710
Décembre . . .	1.787	7.780	13.634	3.531	18.121	10.543	3.344	1.754
1941 Mars* . . . .	1.990	8.338	14.339	3.476	19.867	.	.	.

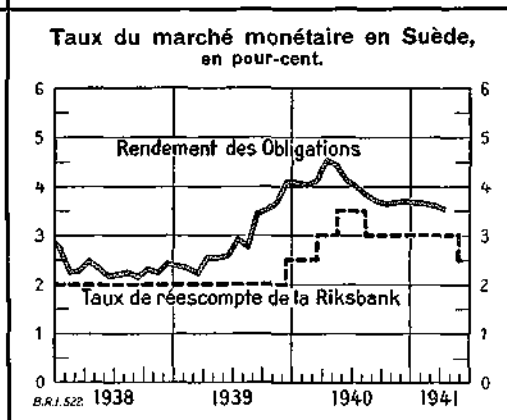
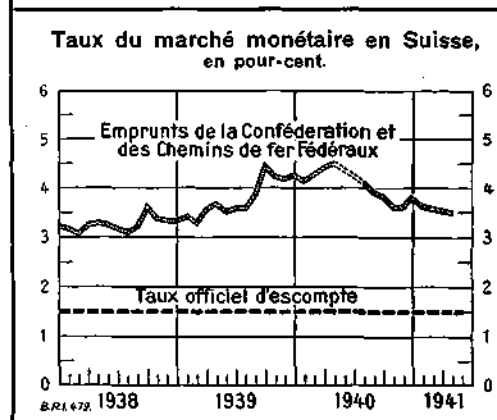
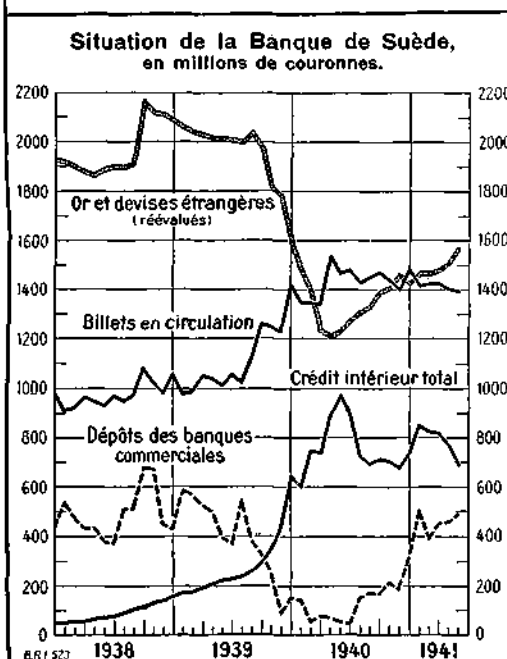
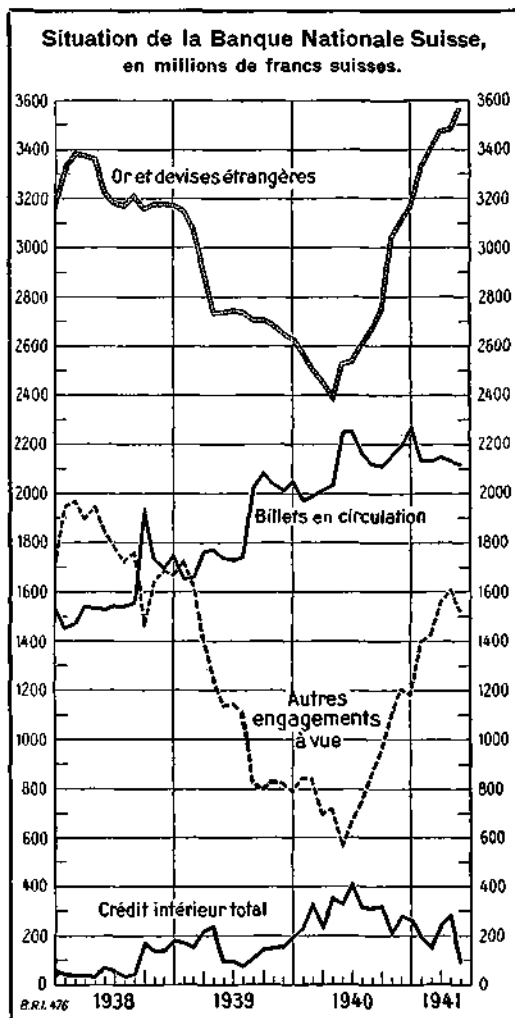
\* 22 mars 1941.      1) Effets escomptés et avances.  
 2) Nouveaux crédits sous la forme d'avances directes et de réescompte de bons de la Défense Nationale, en grande partie par l'intermédiaire de la Banque Hypothécaire d'Etat. En outre, il y avait pour 2.220 millions de dinars d'anciennes avances qui sont restées presque sans changement pendant toute la période examinée.  
 3) Dépôts de l'Etat et comptes privés.  
 4) Tous les dépôts d'épargne dans les banques et institutions officielles et privées.  
 5) Comptes de chèques dans les caisses d'épargne postales.  
 6) Comptes courants dans cinquante banques publiant leur bilan.

La Suède et la Suisse ont, à l'heure actuelle, bien des caractéristiques communes. Neutres pendant la guerre de 1914—18, ces deux pays, sans être directement impliqués dans la présente guerre, ont dépensé des sommes considérables pour leur défense. Ils ont de même un revenu national et un niveau de vie élevés et sont financièrement forts. Tous les deux sont coupés de leurs importantes relations d'outre-mer, mais ont maintenu leurs cours de change fixés sur le dollar et ont, en fait, vu leur position-devises s'affermir considérablement pendant le dernier semestre de 1940. Parmi les nombreuses différences, il convient de mentionner le fait que, bien que la Suède compte une fois et demi autant d'habitants que la Suisse (et qu'elle ait un territoire plus de dix fois plus étendu), les réserves d'or et de devises de la Riksbank sont inférieures à la moitié de celles de la Banque Nationale Suisse, la circulation des billets étant aussi beaucoup moins élevée. Les graphiques suivants permettent de suivre la situation de la banque centrale et la tendance du marché dans les deux pays.

La Suède et la Suisse ont toutes les deux perdu de l'or et des devises presque sans interruption de 1938 jusqu'au printemps de 1940, époque à laquelle le mouvement s'est renversé: l'exode a été relativement beaucoup plus

considérable en Suède, surtout depuis l'ouverture des hostilités; inversement, les rapatriements ont été beaucoup plus grands en Suisse. La situation du crédit à l'intérieur a été gravement affectée en Suède à l'époque de la guerre russo-finlandaise, et la Riksbank est intervenue pour répondre aux demandes

du Trésor (en particulier pour ses paiements à l'étranger) et pour secourir les banques commerciales dont les dépôts ont été retirés à un rythme rapide. En Suisse, les banques, dont les réserves d'espèces étaient considérables, ont peu emprunté à la Banque



Nationale (il ne faut pourtant pas oublier que la plus-value de la réévaluation du stock d'or, environ 475 millions de francs suisses, a été répartie entre la Confédération et les Cantons, en mai 1940). Dans les deux pays, la situation est redevenue plus aisée pendant le second semestre de l'année, mais en Suisse la circulation des billets (dont l'étranger a peut-être thésaurisé de 400 à 500 millions de francs suisses) a continué de se développer.

La pression plus grande en Suède sur la situation intérieure du crédit ressort également de la réaction rapide de la Riksbank qui, depuis la mi-mai 1940, a par trois fois relevé son taux d'escompte de 0,5 %, le portant ainsi à 3,5 %. Par la suite, deux réductions de 0,5 % chacune l'ont ramené à 2,5 % à la fin de mai 1941. En Suisse, le taux de la banque (dont l'influence sur les taux des hypothèques est grande dans le pays) est resté sans changement pendant cette période au niveau très bas de 1,5 %. La marge entre les taux du court terme et du long terme a été beaucoup plus étroite en Suède qu'en Suisse: le rendement des fonds d'Etat, qui en Suède a à peine dépassé 2 % jusqu'au printemps de 1939, s'est relevé à 4,5 % en avril 1940; en Suisse, le relèvement a été plus modéré, passant d'un peu plus de 3 % à 4,5 % le 10 mai 1940, date à laquelle les bourses ont été temporairement fermées. Dans les deux pays, le rendement des fonds d'Etat à long terme est tombé au-dessous de 4 % avant la fin de l'année.

Les changements qui se sont produits dans la situation des marchés de l'argent et des capitaux ont, bien entendu, influencé la politique d'emprunt de l'Etat, destinée à couvrir les dépenses de la défense nationale. En Suède, où ces dépenses s'élèvent annuellement à environ 1.800 millions de couronnes suédoises, dont plus de la moitié doit être couverte par des emprunts, l'Etat s'est procuré, en 1940, 1 milliard par des émissions d'obligations: la plus considérable a été l'émission d'obligations 4 % de la Défense Nationale, remboursable en cinq ans, dont il a été émis pour 800 millions, tandis que 340 millions de couronnes suédoises de nouveaux bons du Trésor ont été placés, en majeure partie auprès des banques. En Suisse, où les préparatifs de défense ont commencé plusieurs années avant la guerre, les dépenses courantes pour les travaux de fortification et pour la mobilisation sont faites au rythme de près de 1 milliard de francs suisses par an, dont la plus grande partie est couverte par des emprunts: pendant l'année, la Confédération s'est procuré 350 millions par des émissions d'obligations remboursables en 10 ans (225 millions à 3,5—4 %, en mars, et 125 millions à 3,5 %, en novembre 1940), 290 millions en deux émissions de bons du Trésor  $3\frac{1}{8}$ — $3\frac{3}{4}$  %, remboursables en 3 et 4 ans, 112 millions sous forme de certificats d'impôts 3,6 % (paiement anticipé des recettes de la contribution au titre du «sacrifice pour la défense nationale»), tandis

que 250 millions de francs suisses de la plus-value provenant de la réévaluation en mai 1940 du stock d'or de la Banque Nationale ont servi à l'amortissement des dépenses de guerre.

Mentionnons en regard de ces deux pays (Suisse et Suède), parce qu'elles font contraste avec eux, la Finlande et l'Espagne, toutes les deux en voie de reconstruction en 1940 après une période d'hostilités. La Finlande a été en état de guerre avec l'U.R.S.S. du 30 novembre 1939 au 13 mars 1940. Bien que cet état n'ait duré que trois mois et demi, on évalue à environ 20% de la fortune nationale de la Finlande les pertes matérielles subies par elle du fait des hostilités et des conditions du traité de paix de Moscou. On peut classer les pertes en trois catégories principales:

- a) frais de mobilisation et dépenses de guerre,
- b) dommages matériels causés par les actes de guerre,
- c) pertes de biens dans les territoires cédés en vertu du traité de paix.

La Finlande a décidé de faire face aux charges mentionnées aux lettres b) et c) ci-dessus par une assurance et, en compensation, l'émission d'obligations. Mais comme les paiements prévus par le projet d'assurance devaient commencer en janvier 1941 seulement, et ceux prévus par la loi sur les indemnités au printemps suivant, on peut attribuer l'évolution de la situation financière en 1940 presque uniquement aux dépenses de guerre proprement dites et aux charges d'entretien des réfugiés évacués des territoires cédés.

Les dépenses au titre du budget ordinaire finlandais étaient, avant la guerre, inférieures à 4 milliards de marks finlandais et largement couvertes par l'impôt et les autres recettes ordinaires. On n'a pas publié de statistiques régulières depuis l'automne de 1939, mais le ministre des finances a fait connaître, en octobre 1940, que le total de la dette publique s'élevait à 17,5 milliards de marks finlandais, contre 4,3 milliards à la fin d'octobre 1939, l'augmentation de 13,2 milliards de marks finlandais représentant dans une certaine mesure le déficit de l'année. Une partie de cette augmentation a été due aux crédits extérieurs, et le déficit interne a probablement approché de 10 milliards de marks finlandais, encouru principalement pendant la période d'hostilités effectives et couvert au moyen d'emprunts à court terme. En décembre 1939, les statuts de la Banque de Finlande ont été assouplis pour permettre au gouvernement d'emprunter à la Banque, contre remise de bons du Trésor à trois mois qui ont été placés dans le portefeuille d'effets (compris dans le poste «Crédit intérieur» du tableau suivant).



**Situation de la Banque de Finlande.**

Chiffres de fin de mois, en millions de marks finlandais	Actifs			Passifs	
	Or et devises étrangères	Crédit intérieur	Autres actifs *	Billets en circulation	Autres en- gagements à vue
1939 Septembre . . . . .	3.097	1.269	903	2.547	914
Décembre . . . . .	2.909	2.925	974	4.039	936
1940 Mars . . . . .	1.781	5.544	969	4.743	1.646
Juin . . . . .	1.689	5.511	1.226	4.647	1.869
Septembre . . . . .	1.853	5.506	1.549	5.090	1.886
Décembre . . . . .	1.790	5.396	2.307	5.551	1.935
1941 Mars . . . . .	1.686	5.447	2.200	5.724	1.691

\* Y compris le poste «comptes divers» comme suit: sept. 1939, 201 millions; déc. 1939, 228 millions; déc. 1940, 1.540 millions; mars 1941, 1441 millions.

Au début, la pression a été considérable sur les banques, qui, à la fin de 1939, avaient emprunté 740 millions de marks finlandais sous forme d'emprunts et de réescomptes à la banque centrale. Les dépenses de l'État et les rentrées des dépôts ont rendu une certaine aisance à la situation au début de 1940, et, vers la fin de l'année, il ne restait plus à rembourser que moins de 50 millions de marks finlandais de cette dette. L'augmentation jusqu'à 5,5 milliards de marks finlandais, en mars 1940, du «crédit intérieur» consenti par la Banque de Finlande, et la stabilisation de ce poste aux environs de ce niveau, renseignent sur l'emprunt direct que l'État a fait à la banque centrale contre remise de bons du Trésor pour couvrir les dépenses de guerre. Les dépenses extraordinaires ont continué pour la reconstruction immédiate et pour l'entretien des réfugiés. L'emprunt spécial de l'État a été inscrit à un compte inclus dans le poste général «compte divers» du bilan de la Banque, qui a augmenté de 1.300 millions de marks finlandais pendant l'année, jusqu'au 31 décembre 1940.

Les banques privées ont pris d'autres fonds d'État, ce qui ressort de l'augmentation des postes du crédit intérieur et du portefeuille d'obligations.

**Finlande: Banques privées.**

Chiffres de fin de mois, en millions de marks finlandais	Actifs			Passifs
	Caisse	Crédit intérieur	Obligations	Dépôts et comptes courants
1939 Septembre . . . . .	644	9.528	1.340	9.620
Décembre . . . . .	809	9.637	1.255	9.399
1940 Mars . . . . .	1.212	9.905	1.242	10.399
Juin . . . . .	1.218	10.676	1.611	11.541
Septembre . . . . .	1.099	11.233	1.509	11.704
Décembre . . . . .	1.854	11.021	1.655	12.150
1941 Mars . . . . .	1.032	11.592	1.756	12.076

Les dépôts et les comptes courants des banques ont augmenté de près de 3 milliards de marks finlandais, soit de 29% pendant l'année, jusqu'en décembre 1940, 1 milliard de marks finlandais ayant contribué à accroître les réserves d'espèces (qui figurent également dans le poste « autres engagements à vue » de la Banque de Finlande). Après quelques oscillations, les dépôts dans les caisses d'épargne également ont pendant l'année augmenté de 160 millions, s'inscrivant à 8.140 millions de marks finlandais le 31 décembre 1940.

La Banque de Finlande a maintenu son taux d'escompte à 4% pendant toute la période examinée, malgré la tension des premières semaines de la guerre avec la Russie et, plus tard, la période de liquidité. L'aisance croissante du marché a facilité le placement d'un certain nombre d'emprunts à long terme. A la fin d'octobre 1940, on a annoncé l'émission de 1 milliard de marks finlandais de certificats portant intérêt à 5%. En janvier 1941, on a émis un « Emprunt de reconstruction » de 1 milliard de marks finlandais remboursable en quatre ans, portant intérêt à un taux variable: 4% pendant la première année et passant, par augmentations annuelles de 0,5%, à 5,5% l'année qui précédera l'échéance. Cet emprunt, le plus considérable fait à l'intérieur de la Finlande, a été entièrement souscrit au milieu de mars, et sa souscription se reflète dans les situations des banques privées à la fin de mars 1941. En avril, on a émis un « Emprunt de la loterie » de 200 millions de marks finlandais, puis, au début de mai 1941, un second « Emprunt de reconstruction » de 1 milliard de marks finlandais.

La guerre civile, en Espagne, a duré de juillet 1936 à mars 1939. On a suspendu la publication des statistiques officielles, mais le ministère des finances a publié en juillet 1940 un état de la situation budgétaire pendant les années 1936—39. Alors que le budget a été approximativement équilibré à 4,5 milliards de pesetas en 1935, le revenu du gouvernement national pendant les trente-trois mois de guerre s'est élevé à 3,7 milliards, les dépenses s'inscrivant à 11,9 milliards de pesetas, ce qui a donné un déficit global de 8,3 milliards, dont 7,6 milliards ont été couverts par des emprunts à la Banque d'Espagne. Nous ne possédons pas le détail des comptes du budget républicain, mais les emprunts républicains à la Banque d'Espagne, pendant la même période, se sont élevés à 23 milliards de pesetas (y compris le crédit octroyé pour la prise en compte des coupures de 25 et 50 pesetas de la circulation fiduciaire). Les emprunts des deux gouvernements ont donc dépassé au total 30 milliards de pesetas et auraient porté la circulation des billets (et autres engagements à vue) de 6,5 milliards, au début de la guerre, à un niveau près de six fois plus élevé, si des mesures draconiennes n'avaient pas été prises. Le montant des billets

en circulation et des comptes courants à la Banque d'Espagne, tel qu'il a été indiqué par le gouvernement national après que ces mesures eurent été prises, figure dans le tableau suivant.

**Banque d'Espagne: Engagements à vue.**

En millions de pesetas	Billets en circulation <sup>1)</sup>	Comptes courants «libres» <sup>2)</sup>	Total des engagements à vue
1936, 18 juillet . . .	5.451	1.128	6.579
1939, 20 septembre <sup>3)</sup> .	8.707	6.675	15.382
1940, 8 juillet <sup>4)</sup> . . .	9.278	3.182	12.460

<sup>1)</sup> Sans les billets annulés.

<sup>2)</sup> Sans les comptes bloqués et les soldes du Trésor.

<sup>3)</sup> Avant l'autorisation donnée à la banque, le 1er octobre 1940, d'intervenir sur le marché des fonds d'Etat.

<sup>4)</sup> Evaluation du ministère des finances.

La dernière avance de la Banque d'Espagne a été faite au gouvernement national en septembre 1939, et le tableau reflète seulement les avances obtenues par ce gouvernement pendant la période en question.

On a annulé pour plus

de 13 milliards de pesetas de billets émis pour le compte du gouvernement républicain en accroissement de la circulation, et 9 milliards de comptes courants à la Banque d'Espagne, provenant des avances aux républicains, ont été soumis à un embargo et bloqués. La valeur des fonds en pesetas «de Madrid» a été fixée à des niveaux de dépréciation variés; cette mesure a été la première prise pour préparer la levée de l'embargo sur ces comptes (ainsi que sur les comptes bloqués dans d'autres établissements de crédit).

La réduction des engagements à vue de la Banque d'Espagne pendant la période de septembre 1939 à juillet 1940 a été due à deux émissions de bons du Trésor à moyen terme (en septembre 1939 et en juillet 1940), dont le produit total, d'environ 4,75 milliards, a été crédité au compte du Trésor à la Banque d'Espagne. Si les engagements à vue de cette dernière n'ont pas diminué de la totalité de ce montant, ce fait vient de ce que les déficits du dernier trimestre de 1939 ont été dans une large mesure couverts par prélèvement sur le compte du Trésor constitué par l'avance que la banque a faite à l'Etat en septembre.

Les dépenses budgétaires ont été fixées en 1940 à 7,2 milliards, dont une partie devait être couverte par l'emprunt. Les recettes du premier semestre 1940 se sont élevées à 3 milliards, mais comprennent des postes tels que la vente des stocks accumulés pendant la guerre. On a ouvert un compte spécial pour les arriérés du budget, qui comprennent des évaluations de dépenses supplémentaires pour l'armée en excédent sur les prévisions du budget; ces arriérés seront liquidés à mesure que les circonstances le permettront. On a ajourné l'établissement d'un budget extraordinaire nécessaire pour la reconstruction et quelques autres objets.

Pour régulariser le marché, on a procédé à une opération de conversion, qui a fixé à 4 % le taux de la dette consolidée de l'Etat et à 3 % celui des obligations du Trésor, les taux plus élevés étant alignés. De plus, la Banque d'Espagne a été autorisée à acheter et vendre en bourse des titres d'Etat. Le 1<sup>er</sup> mars 1940, les bourses officielles ont été rouvertes et, au milieu de 1940, la dette intérieure perpétuelle 4 % a été cotée à plus de 89, niveau supérieur à toutes les moyennes annuelles depuis la création de la dette en 1882.

En ce qui concerne la situation extérieure, il semble que le gouvernement républicain ait réalisé à l'étranger les réserves métalliques de la Banque d'Espagne, qui s'élevaient à 2,25 milliards de pesetas-or. Le gouvernement national a obtenu, outre certains crédits commerciaux, des fournitures de l'Italie et de l'Allemagne. La dette de guerre envers l'Italie a été consolidée à 5 milliards de liras par un accord conclu le 8 mai 1940; elle sera remboursée en 25 ans à compter de 1942, par versements annuels passant graduellement de 80 millions à 300 millions de liras; elle portera intérêt, payable à partir du milieu de 1942, suivant un barème se relevant graduellement de 0,25 % à 4 %. En outre, un syndicat de banques italiennes a consenti à l'Espagne un crédit de 300 millions de liras, renouvelable tous les six mois. Les fournitures allemandes ont été en grande partie compensées par des exportations de marchandises espagnoles. Le solde de la dette est très inférieur au montant de la dette consolidée envers l'Italie et peut faire l'objet de négociations. On évalue approximativement à 1,25 milliard de pesetas-or le total de la dette extérieure du gouvernement national.

Au premier plan des mesures à prendre pour assainir les finances publiques de l'Espagne se trouvait le problème technique de la fusion de deux systèmes monétaires qui, procédant d'un seul et même système, avaient été soumis à l'inflation à des degrés différents. Il reste beaucoup à faire pour seconder la réorganisation des finances privées, y compris la reconstitution des comptes en banque quand les archives ont été dispersées, la récupération des valeurs mobilières et autres documents, et une compensation pour les conséquences de la levée de l'embargo entre établissements de crédit, compagnies d'assurances et institutions de prévoyance.

La situation au Portugal se distingue très nettement de celle de l'Espagne et, en réalité, de celle de la plupart des pays d'Europe: sa position au seuil du continent, sur la côte de l'Atlantique, lui a valu en 1940 quelques avantages considérables qui, joints aux bienfaits d'une administration financière prudente de plus de dix années, lui ont procuré un nouvel excédent budgétaire sur les recettes courantes. La seule émission de la dette publique intérieure a été faite pour convertir en monnaie nationale les obligations extérieures non encore

rachetées. Il existe une petite dette flottante, inférieure d'environ 1 milliard d'escudos aux fonds dont dispose l'Etat. La liquidité des banques a augmenté, notamment pendant le second semestre de 1940, et la Banque de Portugal a abaissé à deux reprises son taux officiel d'escompte de 0,25 %, en février et en mars 1941, le ramenant à 4 % (le taux de 4,5 % avait été en vigueur depuis mai 1936).

Les guerres ont toujours été faites avec des fonds empruntés, mais il est arrivé si souvent que les dettes aient été répudiées ou les monnaies dépréciées qu'on possède peu de statistiques dont les chiffres puissent sans interruption être comparés entre eux. La dette publique en Angleterre, dont les données statistiques ont été consignées pendant plus de 250 ans sans solution de continuité, est donc unique à cet égard. Elle présente, il est vrai, des séries de brusques expansions suivies de contractions plus lentes qui correspondent aux périodes alternées de dépenses en temps de guerre et d'économies en temps de paix. Après la paix de Ryswick (en 1697), par exemple, la dette publique totale a été graduellement ramenée de 21,5 à 12,5 millions de livres sterling, mais à la suite de la guerre de sept ans (1756—63), de la guerre de l'indépendance de l'Amérique (1775—84), et des guerres contre la France (1793—15), elle a été portée à 860 millions de livres sterling. Les cent années de paix dont l'Angleterre a joui ensuite (interrompues seulement par les guerres moins importantes de Crimée et des Boers) ont été une période d'excédents budgétaires, qui ont permis de ramener la dette à 660 millions de livres sterling, montant subsistant au début de la guerre de 1914—18. A la suite de cette guerre, la dette intérieure a augmenté rapidement et a continué d'augmenter jusqu'à 6.600 millions de livres sterling en 1923, alors que l'Angleterre contractait également des dettes extérieures. Vint ensuite une période de budgets soigneusement établis et de remboursement de la dette. La dette intérieure atteignit alors son niveau le plus bas en 1931, à 6.300 millions de livres sterling ; à partir de ce moment et jusqu'en 1938, elle a accusé une augmentation de 650 millions de livres sterling, presque entièrement due toutefois à l'émission de bons du Trésor pour le Fonds d'égalisation des changes, c'est-à-dire pour l'acquisition d'or. Une nouvelle période de dépenses d'armement commença ensuite, et, depuis la guerre, la dette intérieure a augmenté à un rythme accéléré, atteignant 10.400 millions de livres sterling le 31 mars 1941. Le tableau suivant montre le développement trimestriel du budget et de la dette publique au cours des trois derniers exercices budgétaires.

Les recettes fiscales ont augmenté, en particulier depuis le milieu de 1940, en raison du rendement plus élevé des anciennes taxes (surtout de l'impôt sur

Royaume-Uni: Finances publiques.

Périodes trimestrielles, en millions de livres sterling	Comptes du Budget			Augmentations ou diminutions (-) de la dette publique <sup>1)</sup>			
	Impôts	Dépenses <sup>2)</sup>	Déficit	Dette à long et moyen terme	Dette flottante	Total	Autres postes <sup>3)</sup>
1938 Avril—Juin . .	132	235	103	13	93	106	(- 3)
Juil.—Sept. . .	174	238	64	64	(-3)	61	+ 3
Oct.—Déc. . .	184	284	100	(- 1)	104	103	(- 3)
1939 Janv.—Mars . .	437	298	(+139) <sup>4)</sup>	(-17)	(-116)	(-133)	(- 6)
1939 Avril—Juin . .	144	296	152	(- 2)	156	154	(- 2)
Juil.—Sept. . .	194	347	153	(- 2)	160	158	(- 5)
Oct.—Déc. . .	206	542	336	41	299	340	(- 4)
1940 Janv.—Mars . .	505	625	120	163	(-46)	117	+ 3
1940 Avril—Juin . .	188	695	507	339	173	512	(- 5)
Juil.—Sept. . .	264	915	651	184	474	658	(- 7)
Oct.—Déc. . .	299	1.098	798	310	490	800	(- 2)
1941 Janv.—Mars . .	656	1.159	503	326	192	518	(- 15)
<b>Exercice financier</b>							
1938—39 . .	927	1.055	128	59	78	137	(- 9)
1939—40 . .	1.049	1.810	761	200	569	769	(- 8)
1940—41 . .	1.409	3.867	2.458	1.159	1.329	2.488	(- 30)

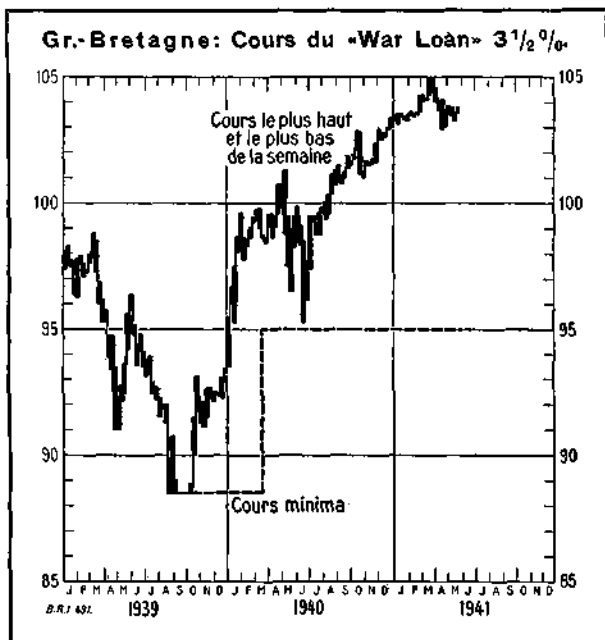
<sup>1)</sup> Montants nominaux. Mouvements calculés d'après la situation annuelle de la dette nationale en mars et d'après les évaluations trimestrielles.   <sup>2)</sup> Non compris le fonds d'amortissement.

<sup>3)</sup> Autres postes établissant l'équilibre entre le déficit trimestriel et les mouvements de la dette publique en montant nominal, à savoir, le fonds d'amortissement, les mouvements du solde d'espèces du Trésor, la différence entre le montant nominal des emprunts et les recettes d'argent frais, etc.   <sup>4)</sup> Excédent.

le revenu et de certaines taxes de consommation) et de l'application de nouveaux impôts (notamment la taxe sur les bénéfices supplémentaires, les contributions à la défense nationale et l'impôt sur les achats); pendant l'exercice budgétaire 1940—41, le rendement a été d'un tiers supérieur à celui de l'année 1939—40. Mais les dépenses ont augmenté à une allure encore plus rapide à mesure que l'effort de guerre s'est intensifié et, en 1940—41, elles ont plus que doublé par rapport à l'année précédente. Les prévisions budgétaires pour 1941—42 s'inscrivent à des chiffres encore plus élevés, les recettes atteignant un total de 1.786 millions de livres sterling en augmentation de près de 380 millions. Les prévisions de dépenses sont inscrites pour 4.200 millions de livres sterling, mais ce chiffre ne comprend pas la valeur des fournitures provenant des Etats-Unis. Le Chancelier de l'Echiquier a expliqué que le chiffre correspondant aux dépenses effectives de 1940—41, soit 3.867 millions, serait en 1941—42 « très supérieur » à 5 milliards.

Le premier emprunt à long terme destiné à la défense a été l'emprunt 3% de la défense nationale 1954—58 de 80 millions de livres sterling, émis

en juin 1938. En 1939, le marché des fonds publics a été faible et la plus grande partie du déficit a été financée par une nouvelle émission de bons du Trésor. Le graphique ci-dessous des cours du «War Loan» 3 1/2% fait



ressortir le redressement du marché à partir des derniers mois de 1939, la faiblesse de mai et juin 1940 (période pendant laquelle le cours «minimum» revisé a été presque atteint) et la hausse qui a suivi jusqu'à de nouveaux records à mesure que la confiance revenait; c'est alors que l'occasion a été saisie d'émettre un certain nombre d'emprunts à long terme. Le tableau de la page suivante indique les principales sources d'emprunt au cours des trois derniers exercices budgétaires.

Pendant l'exercice 1939—40, 75% du déficit budgétaire ont été couverts par des emprunts à court terme et, en 1940—41, 54% seulement d'un déficit trois fois plus élevé. Les emprunts à long terme sont devenus plus importants à mesure que la guerre s'est poursuivie. Une nouvelle émission de «certificats de l'épargne nationale» et une «campagne d'économie» ont produit une augmentation mensuelle des certificats d'épargne de plus de 14 millions pendant l'exercice 1940—41; des obligations de la défense nationale 3% ont été placées «on tap» en novembre 1939, et l'émission a continué pendant toute cette période; un emprunt de guerre 3% de 300 millions a été offert en mars 1940; des «obligations de la guerre nationale» 2 1/2% ont été placées «on tap» en juin 1940 et ont procuré 440 millions au cours de l'année; enfin, une nouvelle émission en a été faite en janvier 1941, tandis que de mars 1940 à mars 1941 on a souscrit 38 millions de prêts sans intérêt. Près de 250 millions, sur un total de 350 millions venant à échéance de l'emprunt de conversion 4 1/2%, ont été convertis à 2% (et le solde remboursé en espèces). Pendant l'exercice 1940—41, dans son ensemble, le public a apporté près de 1.200 millions de livres sterling d'argent frais à long terme, alors qu'il n'en avait fourni que 200 millions en 1939—40.

Le solde du déficit budgétaire, soit 1.300 millions de livres sterling, a été couvert par une augmentation équivalente de la dette flottante qui a porté

**Grande-Bretagne: Dette publique (montant nominal)  
augmentations et diminutions (-) trimestrielles.**

Par trimestre, en millions de livres sterling	Emprunts à long terme					Dette flottante				Total dette à long terme et dette flottante
	Émis- sions d'épar- gne 1)	Émis- sions pu- bliques 2)	«Autre dette» 3)	Total 4)	Total ajusté 5)	Bons du Trésor 6)	Avances des voies et moyens 7)	Dépôts du Trésor 8)	Total 9)	
1938 Avril-Juin .	(- 7)	14	—	13	13	22	71	—	93	106
Juillet - Sept.	(- 2)	66	—	64	64	32	(-35)	—	(- 4)	61
Oct.-Déc. .	(- 7)	—	—	(- 7)	(- 7)	102	2	—	104	103
1939 Janv.-Mars .	—	—	—	—	(-17)	(-93)	(-23)	—	(-116)	(-133)
1939 Avril-Juin .	(- 2)	—	—	(- 2)	(- 2)	101	55	—	156	154
Juillet - Sept.	(- 2)	—	—	(- 2)	(- 2)	194	(-34)	—	160	158
Oct.-Déc. .	41	—	—	41	41	283	16	—	299	340
1940 Janv.-Mars .	72	99	2	173	163	(-42)	(- 4)	—	(- 46)	117
1940 Avril-Juin .	88	244	5	337	339	198	(-25)	—	173	512
Juillet - Sept.	87	184	15	286	184	295	55	124	474	658
Oct.-Déc. .	90	212	8	310	310	231	45	214	490	800
1941 Janv.-Mars .	184	230	8	422	326	65	36	91	192	518
<b>Exercices financiers .</b>										
1938—39 . . .	(- 4)	80	—	76	59	63	15	—	78	137
1939—40 . . .	109	99	2	210	200	535	34	—	569	769
1940—41 . . .	449	870	36	1.355	1.159	789	111	429	1.329	2.488

- 1) Cette rubrique comprend les émissions faites directement pour absorber l'épargne :
- Certificats d'épargne nationale vendus « on tap » à de petits épargnants. De nouvelles émissions ont été faites à partir de novembre 1939. Le total non remboursé à la fin de mars 1941 (ainsi qu'un petit montant d'obligations de l'épargne nationale) était de 605 millions, intérêts courus non compris.
  - Obligations de la Défense 3% remboursables en sept ans, placées « on tap » au pair, en novembre 1939, dont 249 millions étaient émis à la fin de mars 1941.
  - Obligations d'épargne 3% 1955—65, offertes « on tap » au pair, à partir du 2 janvier 1941, dont 89 millions étaient émis à la fin de mars 1941.
- 2) Les émissions « publiques » sont, en général, les emprunts de guerre émis publiquement sur le marché libre et cotées en bourse. Elles peuvent être souscrites par les caisses d'épargne, les compagnies d'assurances sur la vie et les collectivités de même ordre, elles représentent par conséquent le placement indirect de la petite épargne. Les emprunts qui figurent sous cette rubrique sont :
- Une tranche de 80 millions de l'emprunt de la Défense nationale 3% 1954—58, émise à 98 en juin 1939. Une seconde tranche de 76 millions de cet emprunt a été souscrite, au cours du trimestre janvier-mars de 1941, directement par les Commissaires de la Dette Nationale, à titre de placement pour les fonds des caisses d'épargne.
  - Une tranche de 300 millions de l'emprunt de guerre 3% 1955—59 émise au pair en mars 1940.
  - Des obligations 2½% de la guerre nationale 1945—47, placées « on tap » au pair de juin au 31 décembre 1940 et des obligations 2½% de la guerre nationale 1946—48, « on tap » au pair à partir du 2 janvier 1941. A la fin de mars 1941, 593 millions de ces deux émissions avaient été souscrits.
- 3) Le poste « autre dette » de la situation de la Dette nationale comprend en particulier les prêts volontaires sans intérêt faits pour la durée de la guerre.
- 4) Total net comprenant les autres mouvements de la dette à long terme. La différence, environ 200 millions, entre les colonnes 4) et 5) pendant l'exercice 1940—41 s'explique par le rachat de deux emprunts. Pendant le trimestre juillet-septembre 1940, l'emprunt de conversion 4½% dont 350 millions venaient à échéance, a été remboursé à concurrence de 248 millions par conversion en un emprunt de conversion 2% 1943—45. En janvier-mars 1941, 100 millions d'obligations du Trésor 1% ont été remboursés.
- 6) Bons du Trésor à trois mois.
- 7) Avances des voies et moyens de la Banque d'Angleterre et des services publics sur leurs excédents.
- 8) Dépôts à six mois, de 500.000 livres sterling chacun, faits par des banques privées auprès du Trésor et portant intérêt à 1½%. Les reçus remis aux déposants ne sont pas négociables, mais donnent droit au remboursement avant l'échéance avec escompte au taux de la banque.
- 9) Les chiffres de cette colonne correspondent au total des emprunts figurant dans le tableau précédent.



cette dette à 2.800 millions, au 31 mars 1941. L'émission des bons du Trésor a augmenté de 780 millions, à 2.210 millions, le 31 mars 1941, elle a donc doublé depuis le début de la guerre. Bien que la classification des bons du Trésor en bons vendus «by tender» (sur le marché) et ceux vendus «on tap» (pour des placements officiels ou semi-officiels) ait perdu de son importance, il n'est pas sans intérêt de savoir que les «tap bills» ont augmenté de 760 millions pendant l'année, d'avril 1940 à mars 1941, alors que les bons émis «by tender» n'ont augmenté que de 110 millions. Quelques-uns de ces «tap bills» étaient probablement détenus par le Fonds de chômage, par des organismes d'assurances de l'Etat, et des organismes similaires, mais dans la mesure où ce sont des services publics qui les détiennent, à titre d'emploi de leurs excédents, la dette est contractée par un service public (le Trésor) envers un autre service public, et non pas envers le public. Le Fonds d'égalisation des changes a également souscrit des «tap bills» en échange de la possibilité pour l'Etat d'utiliser, pour les paiements à l'étranger, l'or détenu par le Fonds. De cette manière, le déficit budgétaire a été couvert grâce à l'utilisation de réserves monétaires existantes. L'opération est assez différente lorsqu'il s'agit de la mobilisation des valeurs mobilières libellées en dollars: dans ce cas on a utilisé l'ensemble des réserves nationales et non pas une réserve appartenant à l'Etat lui-même. L'Etat a acheté les valeurs mobilières libellées en dollars à leurs détenteurs primitifs contre des espèces (livres sterling) qu'il s'est procurées par de nouveaux emprunts. Si l'augmentation des prêts à long terme à l'Etat a été considérable en 1940—41, cela vient sans doute de ce que les propriétaires antérieurs des valeurs mobilières libellées en dollars mobilisées pendant l'année ont directement ou indirectement remplacé le produit de cette opération en fonds publics britanniques (libellés en livres sterling). Le Chancelier de l'Echiquier a dit, dans son discours du budget, en avril 1941, que les dépenses de l'Etat pendant les dix-huit premiers mois de la guerre ont été en chiffres ronds de l'ordre de 4.650 millions de livres sterling, dont 2 milliards ont été couverts par l'impôt, 1 milliard par des ressources d'outre-mer et le solde, 1.650 millions, par l'emprunt.

Par une innovation intéressante, les banques ont été invitées, en 1940, à faire directement des dépôts à six mois auprès du Trésor. 430 millions de livres sterling portant intérêt à  $1\frac{1}{8}\%$  avaient ainsi été déposés à la fin de mars 1941. L'influence du financement du déficit budgétaire sur le système bancaire a été capitale pendant l'année, ainsi qu'il ressort du tableau suivant.

Pendant l'année, de janvier à décembre 1940, les dépôts ont augmenté de 359 millions de livres sterling, c'est-à-dire de 15%, dont une partie, toutefois, vient de ce qu'il faut plus de temps pour encaisser les chèques par suite des conditions matérielles dans lesquelles le marché de Londres a dû

**Situations des «clearing banks» de Londres.**

En millions de livres sterling	Actifs					Passifs
	Caisse et fonds à vue	Effets escomptés	Dépôts au Trésor	Place- ments	Avances	Dépôts
1938 Décembre <sup>1)</sup>	409	233	—	625	979	2.271
1939 Septembre	413	236	—	603	1.011	2.278
Décembre <sup>1)</sup>	444	334	—	609	1.002	2.441
1940 Mars	390	336	—	611	1.006	2.363
Juin	436	384	—	636	982	2.469
Septembre	432	401	91	697	937	2.597
Décembre <sup>1)</sup>	483	265	313	771	906	2.800
1941 Mars	420	194	374 <sup>2)</sup>	821	908	2.764

<sup>1)</sup> Les chiffres de décembre sont ceux du 31 du mois. Les autres chiffres ont été pris à des dates diverses du mois.

<sup>2)</sup> Une partie des 430 millions de dépôts existant à la fin de mars 1941 était détenue par des banques autres que les banques de clearing.

faire ses opérations, notamment pendant le second semestre de l'année. Les crédits que les banques ont consentis aux particuliers, à l'industrie et au commerce ont diminué: les avances ont diminué de 96 millions; en même temps, le nombre des effets de commerce escomptés a certainement diminué, car plus de neuf dixièmes des effets en circulation sont des bons du Trésor. Les banques ont consenti plus de crédits aux titulaires de contrats avec l'Etat, mais moins à d'autres emprunteurs, notamment pour le financement du commerce extérieur, maintenant en grande partie monopolisé par l'Etat. Les crédits consentis directement ou indirectement à l'Etat ont considérablement augmenté. Les certificats de dépôt au Trésor et les effets escomptés (bons du Trésor compris) ont augmenté au total de 244 millions pendant l'année, tandis que les «placements» (fonds publics compris) ont augmenté de 62 millions. Il y a sans doute un rapport entre ces chiffres et l'augmentation, en 1940, de 1.091 millions de la Dette flottante et de 996 millions de la Dette publique à long terme. Il semble que les «clearing banks» aient souscrit pour un peu plus de 300 millions des emprunts de l'Etat, qui dépassent 2 milliards, soit 15%.

Suivant un mouvement d'expansion parallèle à celui des dépôts dans les «clearing banks» en 1940, les réserves en espèces des banques à la Banque d'Angleterre sont passées de 20 à 136 millions. La situation de la Banque d'Angleterre a été également affectée par l'augmentation de 60 millions des billets en circulation, augmentation qui s'est produite presque entièrement pendant les sept premiers mois et qui a porté la circulation à 620 millions en fin d'année.

Sur le marché de l'argent la situation est restée très aisée. Le taux de la banque, relevé pendant quelques semaines au début de la guerre, est resté à

2% depuis le 26 octobre 1939; de son côté, le taux d'escompte des bons du Trésor, qui domine le marché, est resté stable en 1940, un peu au-dessus de 1%; en mars 1941 seulement, pour la première fois pendant la guerre, il est descendu à moins de 1%. La situation du marché monétaire ne se reflète pas dans le taux des bons du Trésor, puisque, pour des raisons d'ordre technique, ce dernier est stéréotypé, mais elle affecte le volume des demandes qui a atteint jusqu'à 160 millions de livres sterling, alors qu'il n'en était offert que 65 millions sur le marché. Le rendement des fonds d'Etat les plus représentatifs exprime mieux le taux du long terme. Le cours de l'Emprunt de guerre 3½% (émission consolidée remboursable à l'option du Trésor après 1952 seulement), coté au début de l'année à 95, ce qui donnait un rendement de 3,7%, a dépassé le pair en avril, et, après un fléchissement en juin, s'est graduellement raffermi à 105 en mars 1941, rapportant ainsi 3,3%. Les rendements ont été encore moindres pour les emprunts à plus court terme et pour ceux à échéance fixe: les obligations de la Guerre Nationale remboursables en 5—7 ans, par exemple, ont depuis juin 1940 été offertes au pair «on tap». En février 1941, le taux d'intérêt maximum auquel la loi permet à l'Etat d'emprunter a été abaissé de 5 à 3%; cette mesure a été prise pour donner à entendre que les autorités sont déterminées à emprunter à des taux bas pendant toute la guerre.

L'Etat a en quelque sorte monopolisé le marché, aussi les émissions pour le compte d'autres emprunteurs ont-elles été insignifiantes, ainsi qu'il ressort du tableau suivant emprunté à l'«Economist» de Londres.

Angleterre: Emissions de titres<sup>1)</sup>.

En millions de livres sterling	Etat	Autres emprunteurs britanniques	Empire <sup>2)</sup> et étranger	Total
1937	143	244	71	458
1938	76	138	59	273
1939	37	78	28	143
1940	1.071 <sup>3)</sup>	17	1	1.089

<sup>1)</sup> Y compris les placements en bourse en vertu de «permissions de négocier des opérations».

<sup>2)</sup> Sur le total de 159 millions de livres sterling émis au cours des quatre années, 144 millions l'ont été pour le compte de l'Empire, et 15 millions seulement pour le compte de l'étranger.

<sup>3)</sup> Emissions sur le marché seulement. Les emprunts d'Etat tels que les certificats de l'Epargne Nationale, les obligations d'Epargne et les emprunts ne portant pas intérêt qui figurent dans les tableaux précédents ne sont donc pas compris dans le total.

Il n'a été procédé pendant l'année à aucune autre conversion que celle déjà mentionnée en un emprunt 2% de 350 millions de livres sterling de l'Emprunt de conversion 4½%. En mars 1941, le Trésor a levé l'interdiction faite aux municipalités de convertir leurs émissions pour les emprunts portant intérêt à plus de 4%, dont il restait encore environ 30 millions non remboursés.

On peut se faire une idée des dépenses de guerre de l'Empire britannique d'après les énormes budgets, les emprunts publics de guerre et la situation des banques dans les différentes parties de l'Empire.

Au Canada, le budget, généralement équilibré aux environs de 500 millions de dollars, s'est élevé à la clôture de l'exercice avril 1939—mars 1940 à un total de dépenses de 680 millions, laissant un déficit de 120 millions dû aux dépenses de guerre. Les dépenses s'inscrivaient pour les neuf premiers mois de l'exercice budgétaire 1940—41, c'est-à-dire au 31 décembre 1940, à 800 millions de dollars, dont 480 millions représentaient des dépenses dues immédiatement à la guerre, laissant un déficit de 220 millions. Les dépenses de guerre ont passé de 40 millions par mois, en juin et juillet, à 85 millions, en décembre 1940, et les prévisions pour 1941—42 dépassent 100 millions par mois. Les impôts ont été majorés, et le rapport Rowell-Sirois a recommandé l'unification du système fiscal; il a demandé notamment que l'impôt sur le revenu ne soit perçu que par le gouvernement du dominion, et que les gouvernements provinciaux renoncent à exercer leurs droits dans ce domaine.

En octobre 1939, l'Etat a vendu aux banques pour 200 millions de dollars de bons 2% à deux ans d'échéance, mais en 1940 il s'est efforcé d'atteindre la masse des épargnants et a émis deux emprunts de guerre dans le public: des obligations 3¼% au pair en février et des obligations 3% à 98,75 en octobre; les deux emprunts sont remboursables en douze ans et ont produit ensemble 500 millions de dollars d'argent frais. On a vendu des Certificats d'épargne de guerre à partir de mai 1940, et il en avait été souscrit pour 29 millions de dollars à la fin de l'année.

Le développement de la circulation des billets de la Banque du Canada a été considérable: elle est passée de 230 à 360 millions de dollars au cours de l'année; la moitié de l'augmentation s'est produite en mai, juin et juillet 1940. La Banque a acheté des valeurs mobilières pour empêcher que l'augmentation de la circulation active réduise les réserves de numéraire des banques enregistrées. Les dépôts nets dans les banques ont en effet diminué de 100 millions de dollars, à 3.280 millions de dollars, pendant l'année, parallèlement à la réduction de leur portefeuille-titres. Les prêts des banques à l'industrie n'ont pas accusé le développement que l'on pouvait attendre, malgré l'activité des travaux de défense; l'augmentation qui s'est produite a été due principalement aux emprunts de l'agriculture à l'occasion des importants transports de blé. Le taux de la banque est resté sans changement à 2½% pendant toute l'année, et le taux moyen pour les bons du Trésor à trois mois a été de 0,7%; de son côté, le

rendement des fonds d'Etat, qui avait légèrement augmenté vers le milieu de l'année, est tombé à un peu plus de 3%.

En Afrique du Sud et aux Indes, on remarque la bonne tenue de la balance extérieure des paiements. La Banque de Réserve de l'Afrique du Sud a augmenté son stock d'or de 30 à 43 millions de livres sterling (livres-or) au cours de l'année, pendant que la circulation s'est légèrement accrue de 21 à 24 millions de livres sud-africaines; en même temps, les réserves de numéraire des banques privées ont passé de 25 à 45 millions de livres sud-africaines. Sur cette base, les dépôts auprès des banques ont augmenté de 100 à 125 millions. Jusqu'à l'exercice budgétaire 1938—39 (1<sup>er</sup> avril—31 mars), le budget de l'Afrique du Sud, dont les recettes avoisinaient 50 millions de livres sud-africaines, clôturait avec un modeste excédent et, malgré les dépenses de la défense en 1939—40, il n'a pas fallu emprunter plus de 2 millions de livres. Les dépenses de guerre se sont fortement accrues à partir du milieu de 1940: deux budgets supplémentaires, introduits en août 1940 et en janvier 1941, en ont porté à 60 millions les dépenses de défense fixées primitivement à 14 millions. Malgré une certaine majoration des impôts, la plus grande partie de cette somme a dû être couverte par des emprunts. 18 millions ont été demandés au public par deux emprunts, en octobre 1940: l'un, des obligations 3½% émises à 99,5 et remboursables en 12—14 ans, l'autre, des titres 2½% émis à 99 et remboursables en 6 ans. De plus, les Commissaires de la Dette publique ont fourni 14 millions, produit d'une émission spéciale.

Au cours de l'année, jusqu'en décembre 1940, les avoirs en sterling de la Banque de Réserve de l'Inde se sont accrus de 85 millions de livres sterling à 141 millions. La circulation fiduciaire est restée stable, mais la réserve des banques enregistrées a plus que doublé de 172 à 479 millions de roupies. Les dépôts auprès des banques enregistrées de l'Inde sont passés de 2.480 à 2.760 millions de roupies, leurs avances au contraire sont tombées de 1.340 à 1.000 millions, ce qui prouve l'extrême liquidité du marché. Dans ces conditions, l'Inde a pu continuer de rapatrier un montant considérable de ses dettes en sterling. Les dépenses de défense ont été relativement modérées jusqu'à l'introduction d'une loi de finances supplémentaire, en novembre 1940, et la souscription de 306 millions de roupies (équivalent de 23 millions de livres sterling) d'obligations de la Défense de l'Inde.

Les dépenses de l'Australie pour la défense, qui avaient atteint 55 millions de livres australiennes pendant l'exercice 1939—40 (1<sup>er</sup> juillet—30 juin), ont été portées par le budget supplémentaire de novembre 1940 à 186 millions de livres australiennes (dont 143 millions devaient être dépensés en Australie et 43 millions à l'étranger). On a émis trois emprunts de guerre en 1940: en

février, on a payé  $3\frac{3}{8}\%$  pour les obligations quinquennales et  $3\frac{5}{8}\%$  pour les obligations à 10—16 ans d'échéance; les émissions de mai et de décembre ont été à  $2\frac{3}{4}\%$  pour les obligations à moyen terme et  $3\frac{1}{4}\%$  pour celles à long terme; les trois émissions ont produit 66 millions de livres australiennes. On a, en outre, émis pour 17 millions de certificats d'épargne de guerre, et pour 5 millions de prêts ne portant pas intérêt. L'extrême liquidité du système bancaire provient en partie du fait que les banques privées ont transféré à la Banque du Commonwealth en échange de fonds australiens les fonds qu'elles détenaient à Londres; tandis que les comptes courants des banques privées sont restés stables un peu au-dessus de 200 millions de livres australiennes durant l'année, les comptes d'épargne ont augmenté de 132 à 155 millions; d'autre part, leurs avances ont considérablement fléchi, l'État ayant directement financé les exportations de matières premières. La Nouvelle-Zélande a pris exemple sur le précédent créé pendant la dernière guerre quand elle a annoncé, en septembre 1940, l'émission d'un emprunt forcé qui devait fournir 8 millions de livres néo-zélandaises: les contributions doivent atteindre le montant de l'impôt sur le revenu payé en 1938—39 en plus de 50 millions pour les particuliers et 70 millions pour les sociétés. L'emprunt ne portera pas intérêt avant le mois d'octobre 1943, mais il rapportera  $2\frac{1}{2}\%$  les années suivantes jusqu'en 1953, année de son remboursement. En plus des dépenses de « défense », les territoires d'outre-mer de l'Empire britannique ont contribué à la guerre par des envois plus considérables de denrées alimentaires et de matières premières aux principaux théâtres d'opérations, et ces frais ont été couverts par les fonds détenus dans la métropole.

Parmi les autres pays d'outre-mer, l'intérêt se concentre naturellement sur les Etats-Unis. Toute la vie économique de ce vaste territoire s'est trouvée, ces derniers mois, de plus en plus soumise à l'influence des préparatifs de défense. On peut mesurer toute l'importance de ces préparatifs aux dépenses budgétaires qui leur sont consacrées: ces dépenses augmentant d'un rythme lent jusqu'en juin 1940, puis brusquement accéléré, avaient presque doublé du troisième au quatrième trimestre de l'année.

Les dépenses de défense ont atteint près de 1.600 millions de dollars pendant l'exercice budgétaire 1940 (finissant en juin): on prévoit que ce chiffre sera de 6.500 millions en 1941 et encore plus élevé en 1942, époque à laquelle on estime qu'il dépassera 60% des dépenses budgétaires totales, alors qu'il n'en représentait pas 20% en 1940. Les chiffres du tableau ci-dessus représentent les dépenses effectuées: les dépenses engagées sont très supérieures. A partir de juin 1940, époque de mise en vigueur du programme de la défense nationale,

**Etats-Unis: Comptes du Trésor.**

Chiffres trimestriels, en millions de dollars	Dépenses					Re- cettes	Excé- dent de dé- penses	Re- cettes fiscales, en % des dé- penses
	Dé- fense natio- nale	Sub- vention agri- cole	Secours de chô- mage 1)	Service de la Dettes	Total 2)			
1939 Janvier-Mars . . .	285	208	680	167	2.088	1.326	762	63,5
Avril-Juin . . . . .	303	276	643	349	2.320	1.116	1.204	48,1
Juillet-Septembre . . .	331	169	497	185	2.279	1.313	966	57,6
Octobre-Décembre . . .	358	317	454	270	2.201	1.164	1.037	52,9
1940 Janvier-Mars . . .	403	352	475	202	2.202	1.558	644	70,8
Avril-Juin . . . . .	466	183	493	384	2.316	1.353	963	58,4
Juillet-Septembre . . .	596	205	432	188	2.283	1.489	794	65,2
Octobre-Décembre . . .	1.136	321	438	303	2.858	1.436	1.422	50,2
1941 Janvier-Mars . . .	1.909	301	444	196	3.585	2.447	1.138	68,3
Année 1939 . . . . .	1.277	970	1.831	971	8.888	4.919	3.969	55,3
1940 . . . . .	2.601	1.061	1.501	1.077	9.659	5.836	3.823	60,4

1) Par suite de changements apportés dans la situation publiée par le Trésor, les chiffres des deux premiers trimestres de 1939 ne sont pas exactement comparables aux chiffres postérieurs.

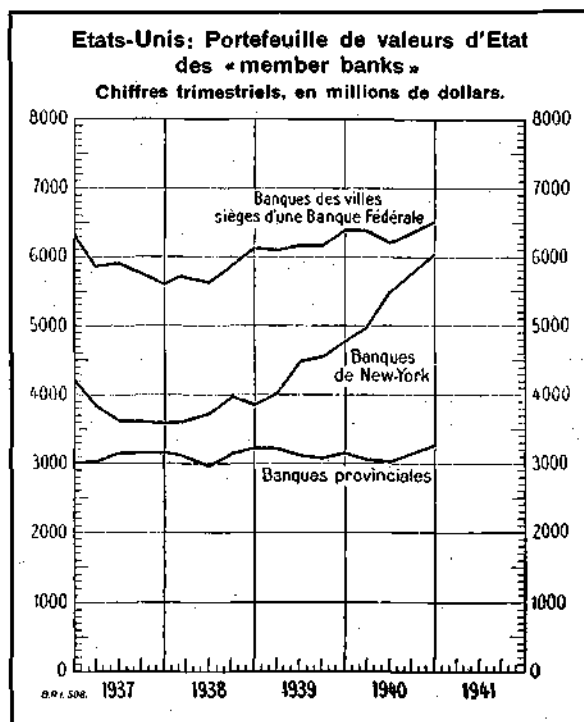
2) Non compris les remboursements de dettes mais y compris les autres dépenses, même ne rentrant pas dans les catégories ci-dessus. Le troisième trimestre de 1939 comprend également 120 millions payés à la «Commodity Credit Corporation» pour indemnisation de pertes en capital; pendant le dernier trimestre de 1940, une déduction de 203 millions a été opérée en raison d'un remboursement des bénéfices en capital des agences de crédit agricole.

jusqu'au 15 mars 1941, il a été donné au total pour 30 milliards de dollars d'autorisations de dépenses au titre de ce programme (dont 7 milliards pour les dépenses au titre de la Loi de prêt et location); en même temps, on avait soumis au vote du Congrès pour 9 milliards d'autorisations supplémentaires. La totalité des 39 milliards de dollars n'est pas destinée à la fabrication de matériel de guerre; les frais d'entretien de l'armée et de la marine, la construction de casernes, d'usines, etc. sont compris dans ce chiffre. Les commandes britanniques aux Etats-Unis ont atteint un total de 3.500 millions de dollars, dont une partie peut bénéficier des dispositions de la Loi de prêt et location. Pour l'exercice budgétaire 1941-42, les prévisions de dépenses totales s'élèvent à 19 milliards, dont on prévoit que 9.200 millions seront couverts par le rendement des taxes existantes, tandis que 3.500 millions devront être fournis par de nouvelles taxes (deux tiers des dépenses totales seraient ainsi couverts par des recettes ordinaires).

En 1940, la Dette fédérale brute a augmenté d'un peu plus de 3 milliards de dollars, et, à la fin de 1940, elle dépassait légèrement 45 milliards, limite antérieurement fixée par la loi. Mais la première loi de finances de 1940 a permis l'émission de 4 milliards supplémentaires pour la défense nationale, et l'émission de ces emprunts a commencé au cours de l'année. En février 1941,

le total des émissions autorisées d'obligations du Trésor a été relevé de 49 à 65 milliards, et la voie a été ainsi ouverte au financement des dépenses extraordinaires pour la défense nationale. Deux tiers de cet accroissement de la dette publique en 1940 datent du second semestre de l'année.

En fait, on peut diviser l'année en deux parties. Pendant le premier semestre, le déficit budgétaire a été inférieur à celui de 1939 et a été plus que couvert par des émissions spéciales faites en vue d'absorber les excédents de rentrées des divers offices et organismes de dépôts du gouvernement et par des émissions d'obligations d'épargne des Etats-Unis, de sorte qu'un montant net d'environ 300 millions de dollars d'emprunts publics ont été remboursés: les importations d'or ont été considérables (et ont duré jusqu'à l'automne), mais le marché des fonds d'Etat a néanmoins donné par moment des signes de faiblesse, particulièrement en mai et juin. La situation s'est renversée au cours du second semestre de l'année, spécialement pendant les derniers mois: de juillet à décembre 1940, il a été émis pour 1.200 millions nets d'emprunts sur le marché pour couvrir le déficit croissant, alors que les achats des banques effectués malgré le ralentissement de l'afflux d'or a provoqué une diminution du rendement. Le contraste entre les deux semestres de 1940 apparaît également dans l'indice de la production industrielle dont la courbe, descendante jusqu'en juillet, s'est, à partir de ce moment, redressée rapidement parallèlement au développement des industries d'armements.



Il convient de mentionner que les banques de New-York ont, en 1940, accéléré leurs achats d'obligations du Trésor, dont elles ont acheté pour 1.300 millions, montant supérieur à leurs achats des deux années précédentes. Toutes les autres « member banks » des Etats-Unis en ont acheté pour moins de 1 milliard au cours de ces trois années, et les portefeuilles des banques de province n'ont subi en pratique aucun changement, leurs variations étant insignifiantes. La différence essentielle qui distingue les banques de New-York des autres « member banks » est



qu'à New-York 93% des dépôts sont à vue, et les principaux actifs des banques représentés par des réserves disponibles et des fonds publics des Etats-Unis; dans les autres «member banks» au contraire 63% seulement des dépôts sont à vue, et les principaux actifs sont des crédits commerciaux et autres placements de même nature.

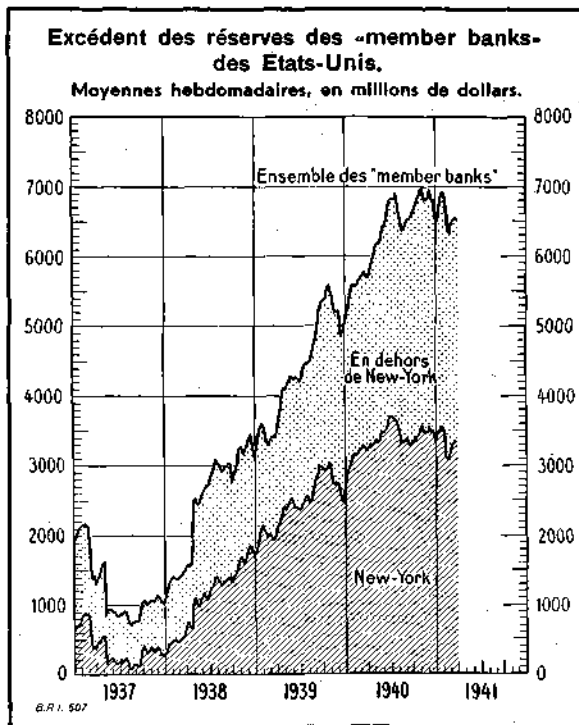
**Etats-Unis: Crédits commerciaux des «member banks»\*.**

Chiffres de fin de mois, en millions de dollars	Toutes les «member banks»	«Member banks» publiant une situation hebdomadaire
1939 Décembre . . . . .	6.116	4.400
1940 Juin . . . . .	6.274	4.399
Septembre . . . . .		4.575
Décembre . . . . .	7.069	5.018
1941 Mars . . . . .		5.420

\* Crédits commerciaux, industriels et agricoles.

depuis juin 1940. Le niveau dépassait au début de 1941 le maximum de 1937. En juin 1940, la «Reconstruction Finance Corporation» a été autorisée à faire des avances aux collectivités privées aux fins de la défense nationale; jusqu'à la fin de l'année, les avances effectives se sont élevées à 7 millions de dollars

Depuis l'entrée en vigueur du programme de la défense nationale, on a constaté un mouvement intéressant de renaissance des crédits commerciaux. On ne connaît les chiffres de toutes les «member banks» qu'aux dates d'échéance, mais les statistiques des banques qui publient des situations hebdomadaires montrent nettement la persistance du mouvement d'augmentation rapide depuis juin 1940. Le niveau dépassait au début de 1941 le maximum de 1937. En juin 1940, la «Reconstruction Finance Corporation» a été autorisée à faire des avances aux collectivités privées aux fins de la défense nationale; jusqu'à la fin de l'année, les avances effectives se sont élevées à 7 millions de dollars et les engagements à environ 100 millions au total.



Bien que le marché de l'argent soit resté très liquide pendant toute l'année 1940, le fait que l'excédent des réserves a cessé de croître, pour des raisons qui ne sont pas purement accidentelles et temporaires, n'est pas sans intérêt. D'une manière générale, les achats d'or du Trésor, par l'émission de certificats-or, a pour effet d'accroître les dépôts et les réserves des «member banks» d'un montant équivalent, à moins que ces certificats ou autres signes monétaires n'entrent en circulation. Comme

un pourcentage seulement des dépôts va obligatoirement aux réserves, le montant en excédent de la réserve légale s'est généralement accru et s'est ajouté ces dernières années aux entrées d'or. Mais les dépôts des «member banks» augmentent aussi lorsque des crédits nouveaux sont ouverts au moyen soit de prêts, soit d'achats de valeurs mobilières, et des réserves sont naturellement «requisées» en contre-partie de tous ces dépôts également.

Bien que l'accroissement du stock d'or ait atteint le chiffre record de 4.350 millions de dollars en 1940, les entrées sont descendues du chiffre exceptionnel de 1.500 millions pendant le second trimestre à 750 millions pendant le dernier trimestre (et elles n'ont atteint que 350 millions pendant les trois premiers mois de 1941). Alors que les entrées d'or se sont ralenties pendant le second semestre de 1940 (et que les crédits de la Réserve Fédérale ont été réduits), la circulation des billets s'est accrue et le total des réserves des «member banks» a très peu augmenté. Toutefois, les dépôts auprès des «member banks» ont continué de s'accroître à un rythme rapide (les nouvelles ouvertures de crédit sur titres et placements étant considérables); en conséquence les réserves «requisées» se sont accrues, et l'excédent s'est abaissé dans les mêmes proportions. Bien que les banques de New-York détiennent la moitié de l'excédent des réserves, elles sont elles-mêmes débitrices d'importants dépôts envers d'autres banques, et la proportion du total des fonds inactifs qu'elles détiennent est donc relativement moindre qu'il n'apparaît dans le graphique.

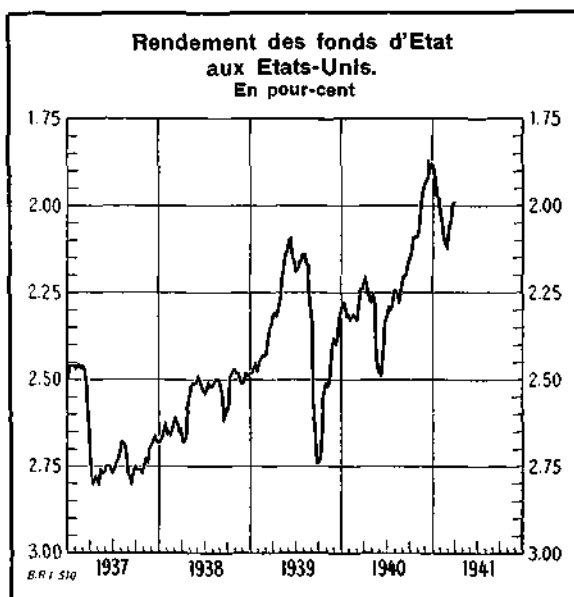
Un bond de 6 milliards de dollars en 1940 a porté le total des dépôts de toutes les «member banks» au chiffre record de 46 milliards, double de celui de juin 1933 et dépassant de plus d'un tiers celui de 1929. Un accroissement de plus de 1.100 millions en 1940 a porté le total de la circulation monétaire à 8.700 millions à la fin de l'année, contre 4.500 millions en 1929. Si les dépôts bancaires et la circulation des billets continuent leur mouvement ascendant sous l'influence du programme de la défense nationale, tandis que les entrées d'or diminuent, l'excédent des réserves continuera de décliner. Mais l'excédent des réserves reste encore très élevé, et le marché extrêmement liquide, aussi l'expansion de crédit rencontre-t-elle peu d'obstacles, et les banques de Réserve Fédérale n'ont-elles, en fait, que des possibilités limitées de contrôle.

Dans ces circonstances, le Conseil des Gouverneurs du Système de Réserve Fédérale, les présidents des banques de Réserve Fédérale et le Conseil Consultatif Fédéral ont, à la fin de 1940, pour la première fois depuis la création du Système de Réserve Fédérale, présenté au Congrès un rapport rédigé en commun. Après avoir passé en revue la situation de la circulation, des dépôts bancaires et de l'excédent des réserves et avoir déclaré que le Système de Réserve

Fédérale ne s'est pas trouvé «en mesure de s'acquitter de manière satisfaisante de toutes les fonctions qui lui incombent», le rapport en question a spécialement recommandé le relèvement du pourcentage de la réserve légale (ce qui entraînerait automatiquement le relèvement des réserves «requisées» et la diminution de l'excédent des réserves) et il a demandé que la Commission fédérale du marché libre soit autorisée, dans certaines limites, à modifier de temps à autre ces conditions requises (qui devraient s'appliquer non pas seulement comme maintenant aux «member banks» mais à toutes les banques du pays). Ce rapport mentionnait également quelques autres mesures qu'il qualifiait de désirables, au nombre desquelles figurait l'«isolement», ou stérilisation, de l'or nouvellement importé.

Dans ce rapport spécial, les autorités supérieures du Système de Réserve Fédérale ont dit que les taux d'intérêt n'étaient encore jamais descendus aussi bas, et que certains étaient «très inférieurs aux taux raisonnables d'une politique de facilité monétaire . . .». Les taux du court terme ont à peine été modifiés au cours de l'année. Le prix d'achat de la Réserve Fédérale pour les acceptations est resté à  $\frac{1}{2}\%$  depuis 1933 et le taux du marché libre pour les acceptations bancaires de premier ordre à  $\frac{7}{16}\%$  depuis quelques années, très peu d'opérations étant effectuées, faute d'acceptations. Le taux moyen des nouvelles émissions de bons du Trésor est resté dans le voisinage de zéro pendant l'année, un certain nombre d'émissions ont même été vendues au pair, ou au-dessus. Ces taux ne peuvent plus guère baisser; on peut dire, sans s'écarter beaucoup de la vérité, que les fonds inutilisés exercent une pression si grande qu'aucun placement à court terme pour lequel le marché offre encore

des possibilités appréciables de transaction ne produit d'intérêt positif. L'excédent des réserves est, en fait, constitué par les capitaux qui ne trouvent plus à s'employer, faute de demandes, sur le marché monétaire; il s'est substitué à ce marché dont il remplit la fonction, c'est-à-dire qu'il sert de régulateur entre les réserves légalement «requisées» et les autres actifs moins liquides des banques. Le rendement des fonds publics à long terme a continué son mouvement de baisse, bien qu'à un rythme légèrement irrégulier,



ainsi qu'il ressort du graphique. A la fin de 1940, les obligations du Trésor 1960—65, de toutes les émissions en circulation celle dont l'échéance est la plus lointaine et une des plus considérables, rapportaient environ 2%, et le rendement moyen sur toutes les obligations du Trésor remboursables dans plus de 12 ans n'était que de 1<sup>7</sup>/<sub>8</sub>%.

Pour s'efforcer de maintenir sur le marché des conditions normales, conformément à la politique qu'il avait déclaré vouloir suivre, le Système de Réserve Fédérale a acheté pour 470 millions de dollars de fonds d'Etat en période de baisse, à l'automne de 1939, et a été en mesure de vendre lorsque le marché s'est raffermi. A la mi-mai 1940, en nouvelle période de baisse appréciable sur le marché, le Système a de nouveau procédé à des achats. Mais les conditions étaient différentes de celles de 1939, les offres étaient rares, et les acheteurs nombreux, de sorte que les achats de la Réserve Fédérale n'ont pas dépassé 10 millions de dollars. Des hausses ultérieures sur le marché ont été l'occasion de nouvelles ventes et, au cours de toute l'année, le portefeuille de fonds d'Etat du Système a diminué de 300 millions et a atteint son niveau le plus bas depuis l'automne de 1933. Cette contraction des crédits de la Banque de Réserve a été l'un des facteurs qui ont contribué à réduire l'excédent des réserves au cours du second semestre de 1940. Bien que les majorations d'impôts récemment mises en vigueur aient porté les recettes fiscales à leur maximum, le Trésor des Etats-Unis doit mettre sur pied un programme considérable d'emprunt pour financer les dépenses de défense, et il est naturellement de son intérêt de maintenir les taux d'emprunt à des niveaux aussi bas que possible. Le Trésor doit se préoccuper non seulement de procéder à des émissions qui lui procureront de l'argent frais, mais encore de renouveler sans cesse et de consolider sa dette à court et moyen terme, éventuellement même de convertir sa dette obligataire.

Pendant les années 1936—39, aucun emprunt à long terme n'est venu à échéance ou ne pouvait être appelé au remboursement, mais, à partir de 1940, la perspective s'est ouverte d'une nouvelle période de conversions, notamment d'obligations portant intérêt à plus de 3% émises avant 1934. 350 millions de dollars d'obligations 3<sup>3</sup>/<sub>8</sub>% 1940—43 ont été appelés au remboursement en juin 1940 et 540 millions en mars 1941 et remplacés par des obligations du Trésor à des taux d'intérêt moindres: en juillet 1940, il a été émis pour 680 millions d'obligations à 14—16 ans d'échéance à 2<sup>1</sup>/<sub>4</sub>%, et en mars 1941, les obligations 1941—43 ont été échangées avec succès (en même temps qu'environ 630 millions de dollars de billets) contre une émission de 1.100 millions d'obligations 2% à 7—9 ans d'échéance. Quelques jours plus tard, on a procédé à

l'émission de 1 milliard de dollars d'obligations 2½ % à 11—13 ans d'échéance, pour moitié contre de l'argent frais et pour moitié en échange de billets venant à échéance en juin 1941.

Les émissions d'obligations du Trésor qui ont eu lieu en mars 1941 ont été particulièrement remarquables, parce que c'étaient les premières émissions à long terme offertes au public depuis l'adoption de la loi sur la Dette publique en février 1941, qui a aboli l'exemption fiscale dont les obligations de la Dette publique avaient joui jusqu'alors et qui a intégralement assujéti à l'impôt toutes les émissions ultérieures. Une comparaison entre les conditions des émissions actuelles et celles des émissions de juillet et d'octobre 1940 montre que les conditions sont un peu plus dures pour le Trésor. En fait, les émissions d'Etat avaient pour les contribuables les plus imposés, en raison même de leur exemption, un attrait qu'elles perdent maintenant.

En mars 1941, on fit connaître les termes de quatre nouveaux types de valeurs du Trésor destinés à attirer l'épargne permanente. Les coupures s'échelonnent depuis le timbre de 10 cents jusqu'aux obligations de 10.000 dollars, et rapportent de 2,5 à 2,9 % si elles sont conservées jusqu'à leur échéance qui est généralement de douze ans; elles comportent une possibilité de remboursement anticipé à la condition peu attrayante que le souscripteur sacrifie une partie du rendement. Ces titres entrent naturellement en concurrence directe avec les dépôts des caisses d'épargne, dont un grand nombre ont été en vérité forcées de réduire les taux de leurs dépôts de 2 à 1,5 % au début de 1941, en raison de la modicité des taux des placements qu'elles peuvent faire.

La modicité de ces taux est un sujet de préoccupation pour toutes les institutions qui canalisent une partie considérable de la petite épargne du pays. Le rapport spécial des autorités de la Réserve Fédérale au Congrès dit à cet égard que les taux d'intérêt modiques «soulèvent de graves problèmes à longue échéance pour le bien-être à venir de nos institutions charitables et maisons d'éducation, pour les titulaires de polices d'assurances et de comptes dans des caisses d'épargne et pour l'économie nationale en général». Les événements qui ont affecté les marchés des capitaux au cours de ces dernières années ont contraint ces institutions à placer de plus en plus leurs ressources en fonds d'Etat (dont le rendement va s'amenuisant). Le président de la compagnie d'assurances mutuelle sur la vie «Fidelity», à Philadelphie, a fait récemment un exposé intéressant de cette évolution dans ses effets sur les compagnies d'assurances sur la vie. Le portefeuille de placement constituant les réserves légales de 49 compagnies d'assurances sur la vie, qui détiennent environ 92 % de tous les actifs de ces compagnies aux Etats-Unis, a subi au cours des dix dernières années les modifications suivantes.

**Etats-Unis: Compagnies d'assurances sur la vie.**

Nature des actifs	1930	1940	1930	1940
	Millions de dollars		Pourcentages	
Hypothèques . . . . .	6.992	5.343	40,5	18,9
Obligations du Gouvernement Fédéral des Etats-Unis . . . . .	303	5.595	1,8	19,8
Autres fonds d'Etat . . . . .	1.022	2.355	5,9	8,3
Valeurs mobilières industrielles . . . . .	5.165	8.772	30,0	31,1
Placements divers . . . . .	3.765	6.185	21,8	21,9
<b>Total . . . . .</b>	<b>17.247</b>	<b>28.250</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

De 1930 à 1940, la part des obligations du Gouvernement Fédéral des Etats-Unis dans le total des placements est passée de 2% à 20%, celle des obligations hypothécaires a au contraire diminué de plus de 40% à moins de 20%. Le rendement des placements est tombé de 5,03% en 1930 à 3,54% en 1939, de sorte que pendant les neuf années 1931—39, prises dans leur ensemble, le revenu net des placements de toutes les compagnies d'assurances sur la vie était inférieur de plus de 2 milliards de dollars à ce qu'il aurait été si le rendement des placements n'avait pas subi de modification. Ce fléchissement du rendement des placements s'est reflété dans les dividendes amoindris et les conditions plus onéreuses pour les titulaires de polices.

Depuis le vote de la loi de 1934 sur le marché des valeurs, et la création de la Commission des valeurs mobilières et des changes, les sociétés des Etats-Unis qui ont fait des appels de capitaux ont en général offert dans des proportions considérables directement leurs titres aux institutions detentrices de capitaux à placer, sans passer par le marché. Ce procédé de placement privé des valeurs mobilières, outre qu'il diminue les frais de l'opération, permet d'éluider les dispositions sévères de la loi et de se soustraire à la juridiction de la Commission.

**Etats-Unis: Emissions d'obligations et de bons des sociétés.**

En millions de dollars	Capitaux frais	Rembour- sement	Total	Dont: placements n'ayant pas passé par le marché	
				montant	pourcentage
1934 . . . . .	144	312	456	115	25,2
1935 . . . . .	334	1.782	2.116	335	15,8
1936 . . . . .	839	3.187	4.026	287	7,1
1937 . . . . .	817	856	1.673	285	17,1
1938 . . . . .	807	1.236	2.043	802	39,3
1939 . . . . .	287	1.596	1.883	818	43,4
1940 . . . . .	589	1.804	2.393	1.300 *	54,3

Source: Commercial and Financial Chronicle et New York Times.

\* Evaluation.

La valeur des obligations et des bons placés sans passer par le marché a été beaucoup plus grande en 1940 que pendant toute année antérieure et a dépassé la moitié du total des émissions faites pour se procurer des capitaux frais ou aux fins de remboursement. Une analyse des 2.527 millions de dollars placés sans passer par le marché pendant les années 1935—39 montre que les deux tiers des émissions ont été pris par les cinq plus grandes compagnies d'assurances, et un tiers par les banques commerciales et autres institutions. Les titres placés sans passer par le marché ne peuvent pas être cotés en bourse; un marché hors bourse tend donc à se développer entre les institutions détentrices de capitaux à placer.

Depuis l'ouverture des hostilités avec la Chine, au milieu de 1937, le budget du Japon a été dominé par les dépenses militaires qui ont absorbé plus des deux tiers des dépenses totales au cours de ces dernières années.

Japon: Comptes du Budget.

Exercice budgétaire à fin mars, en millions de yen	Dépenses militaires			Dépenses totales	Recettes autres que l'emprunt (compte général)	Déficit	Recettes autres que l'emprunt	Dépenses militaires
	Compte général	Incident de Chine	Total					
								en pourcent des dépenses totales
1937	1.078	—	1.078	2.282	1.763	519	77,3	47,2
1938	1.412	2.540	3.952	5.521	2.309	3.212	41,8	71,6
1939	1.247	4.850	6.097	8.084	2.909	5.175	36,0	75,4
1940	1.827	4.605	6.432	8.952	3.672	5.280	41,0	71,8
1941	2.304	5.460 *	7.764	10.957	4.190	6.767	38,2	70,9

\* Y compris 1 milliard de yen de dépenses supplémentaires votées en janvier 1941.

Les chiffres relatifs à l'«incident de Chine» dans le tableau précédent représentent des ouvertures de crédit. Ces crédits n'ont pas été toujours entièrement utilisés pendant l'année pour laquelle ils ont été ouverts; il se peut donc que les dépenses totales et le déficit d'une année donnée soient un peu surestimés. Mais les dépenses effectives ne sont guère inférieures au total général de ces années, puisqu'à la fin de décembre 1940, sur les émissions autorisées au titre du compte spécial des dépenses de guerre, 875 millions de yen seulement n'avaient pas été émis. Le déficit a été couvert par des émissions régulières d'obligations du Trésor, toutes à 3,5% et à échéance de 11 à 17 ans (leur rendement est d'environ 3,65%).

La Banque du Japon a été le principal intermédiaire chargé du placement effectif des obligations du Trésor sur le marché, et, malgré le volume croissant de ces émissions, il a été procédé en même temps à des émissions privées considérables, notamment d'obligations et d'actions industrielles.

**Japon: Emissions financières.**

En millions de yen	Obligations d'Etat	Obligations des gouvernements locaux	Obligations des banques	Obligations industrielles	Actions	Emissions totales
1937	1.371	74	508	333	1.896	4.182
1938	3.778	131	758	663	1.895	7.225
1939	5.293	233	432	1.278	2.290	9.526
1940	6.705	207	1.296	1.315	2.979	12.503

*Note:* Pour 1937 et 1938, les chiffres comprennent les souscriptions à tous les emprunts émis au Japon proprement dit, en Corée, à Formose, à Sakhaline, dans les mandats japonais de la Mer du Sud et dans la concession du Kouantoung; pour 1939 et 1940, les émissions du gouvernement pour le Japon proprement dit seulement. Les chiffres ne comprennent pas ceux de la Caisse des dépôts du ministère des finances ni les emprunts de conversion ou sans souscription en espèces.

En 1939, le classement des obligations du Trésor a été lent, et, vers la fin de 1940, lorsque le placement des obligations du Trésor est devenu plus difficile, l'Etat a pris des mesures pour limiter les émissions industrielles. En 1940, l'expansion du portefeuille d'obligations du Trésor de la Banque du Japon, qui donne le volume des obligations que les autres banques et institutions n'ont pas absorbées, représentait à 1.500 millions de yen près de la moitié du total de l'augmentation de 3.100 millions de yen depuis décembre 1936. Pendant ces quatre années, la circulation des billets a augmenté, d'un mouvement parallèle au portefeuille d'obligations, de 1.870 à 4.780 millions de yen (soit de 155 %). Bien que le taux de la banque n'ait pas changé à 3 $\frac{1}{4}$  %, le marché a été plutôt resserré pendant toute l'année, et pendant quelque temps la Banque du Japon a appliqué des taux de pénalité plus élevés à certains types d'emprunts. En vue d'assurer un meilleur placement de ses obligations, le gouvernement japonais a intensifié son contrôle sur les banques et, en août 1940, a ordonné aux principales banques de lui présenter des rapports concernant leurs placements; il a édicté une ordonnance réglementant l'emploi des fonds par les banques et autres institutions et a aggravé les dispositions de la loi temporaire sur l'ajustement du capital. En septembre, le Conseil National des Finances a été constitué avec les diverses institutions monétaires de tout le pays « pour qu'elles remplissent leurs missions en complète harmonie et en étroite collaboration », a dit la Banque du Japon, principal membre de ce conseil, dans son rapport annuel.

Le tableau suivant montre dans quelle mesure les banques ont collaboré à la souscription des émissions du Trésor en 1940.

Sur le total de la dette obligataire intérieure de l'Etat, qui s'élève à 27 milliards de yen, le public n'en détient directement qu'environ 4 milliards, l'épargne étant en général placée par l'intermédiaire des banques et autres institutions qui détenaient ensemble environ 85 % de toutes les obligations de l'Etat en



Japon: Principaux créanciers de l'Etat.

En millions de yen	Banque du Japon	Autres banques spéciales	Banques privées ordinaires	Caisse de dépôt du Trésor	Caisses d'épargne	Total
Décembre 1936 . .	829	323	2.561	1.910	1.016	6.639
„ 1937 . .	1.387	342	2.500	2.248	1.145	7.622
„ 1938 . .	1.841	708	3.634	3.177	1.424	10.784
„ 1939 . .	2.417	1.082	4.618	4.674	1.873	14.664
„ 1940 . .	3.949	1.084	5.957	6.465	2.583	20.038
Augmentation en quatre ans .	3.120	761	3.396	4.555	1.567	13.399

circulation. Le total de la dette obligataire intérieure (la dette flottante est insignifiante) avant l'ouverture des hostilités avec la Chine s'élevait à environ 9.250 millions de yen; il était donc inférieur aux dépenses budgétaires totales de la présente année. L'augmentation rapide de la Dette publique a naturellement pour corollaire une augmentation correspondante du service de la Dette qui absorbe maintenant près d'un tiers des recettes fiscales totales (contre un sixième en Grande-Bretagne) et un dixième en Allemagne.

Le maintien des taux d'intérêt à des niveaux modestes pour permettre aux gouvernements d'emprunter à bon compte les montants énormes dont ils ont besoin en temps de guerre caractérise la politique suivie presque partout dans le monde entier. Dans les conditions exceptionnelles de l'heure présente, ce sont sans doute les restrictions (obligatoires ou non) appliquées à la consommation ainsi qu'à la distribution des dividendes plutôt que le niveau élevé des taux d'intérêt qui déterminent le volume de l'épargne; d'ailleurs, la demande de capitaux émanant d'emprunteurs autres que l'Etat est généralement soumise à un contrôle efficace sous une forme ou sous une autre pour garantir aux Trésoreries que les ressources disponibles leur seront réservées. Le taux d'intérêt a toutefois un rôle important à remplir comme élément de capitalisation des valeurs: plus le taux d'intérêt est bas, plus élevée devrait être en temps normal la valeur en capital des maisons, terrains, actions, parts, etc. Il est vrai que dans ce domaine, l'Etat peut également intervenir pour contrecarrer les mouvements qui lui paraissent exagérés ou indésirables pour toute autre raison. Le loyer des maisons d'habitation peut être maintenu à un niveau bas par des règlements; les bénéfices des entreprises peuvent être lourdement imposés; les transactions sur valeurs mobilières peuvent être assujetties à des taxes particulièrement onéreuses pour rendre leur achat moins attrayant. L'efficacité de ces mesures n'est toutefois pas encore pleinement établie. En fait, les mouvements récents des cours des

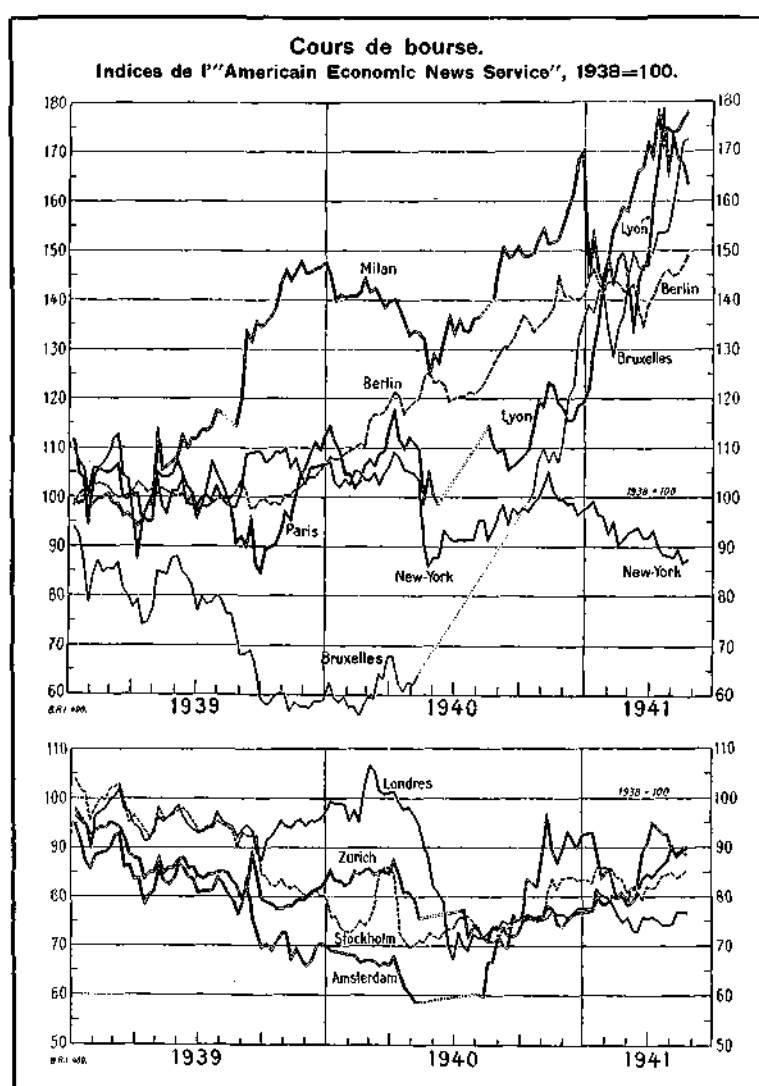
actions semblent montrer que les cotations du marché tiennent maintenant un compte plus grand de facteurs autres que le rendement courant.

## 2. MARCHÉS DES VALEURS.

L'ouverture des hostilités et les événements militaires de 1940 ont naturellement affecté les marchés des valeurs, bien que dans ce domaine on puisse noter entre les différents pays une divergence de tendances remarquable. La cotation des valeurs qui, en temps normal, reflète dans une large mesure les mouvements des bénéfices courants et des taux d'intérêts, repose plutôt, dans

les circonstances actuelles, sur des anticipations plus ou moins incertaines des événements à venir. Les graphiques ci-contre permettent de suivre l'influence de ces différents facteurs.

A la fin de 1939, les indices des actions aux Etats-Unis et, malgré la guerre, dans les trois pays belligérants, Allemagne, France et Grande-Bretagne, étaient à peu près au même niveau qu'au début de l'année. Des fléchissements se sont produits en 1939 sur les quatre marchés neutres, accusant une baisse de 20% à Zurich et Stockholm, de 30%



Note: Pour faciliter la présentation, deux graphiques ont été établis sur des indices d'actions publiés par l'«American Economic News Service» (Berlin), convertis sur la moyenne de 1938, et représentent les cotations sur le marché des valeurs de New-York et sur huit marchés importants des valeurs en Europe.

à Amsterdam, de 40% à Bruxelles par rapport à la moyenne de 1938; à Milan, au contraire, le marché des valeurs s'est relevé dès le début de la guerre et la hausse a été de 50% pour l'année 1939.

Presque tous les marchés des valeurs ont accusé une faiblesse générale pendant les cinq premiers mois de 1940; le 10 mai les bourses ont été fermées à Bruxelles, Amsterdam et Zurich, le 10 juin à Paris. La bourse de Zurich a été rouverte la première, le 8 juillet; Amsterdam a suivi plus tard en juillet et Bruxelles en août, tandis que la bourse de Paris a été rouverte aux obligations en octobre, mais est restée fermée aux actions jusqu'en mars 1941. Les autres marchés des valeurs qui figurent sur le graphique sont restés ouverts sans interruption. Un léger recul s'est produit à Berlin en juin (dû, dit-on, à la perspective d'une fin rapide de la guerre), tandis qu'à Londres la baisse amorcée en mars s'est continuée jusqu'en juillet et a porté l'indice à moins de 70. Tous les marchés des valeurs ont marqué des mouvements de hausse d'ampleur diverse pendant le second semestre de l'année. Au printemps de 1941, les indices des actions à New-York et sur quatre des marchés européens (Londres, Zurich, Amsterdam et Stockholm) étaient groupés aux environs de 75 à 90, soit un peu au-dessous de la moyenne de l'année 1938. Les indices de Berlin, Milan, Lyon et Bruxelles étaient groupés aux environs de 150 à 180, niveau à peu près deux fois plus élevé que celui du groupe précédent.

La hausse la plus spectaculaire est celle de Bruxelles, où l'indice des actions a plus que doublé pendant l'année 1940. La Bourse, fermée le 10 mai, est restée fermée jusqu'au 21 août, date à laquelle on a rouvert le marché des obligations et, à partir du 3 septembre, on a graduellement introduit les actions. Le 11 septembre, toutes les valeurs mobilières, à l'exception des valeurs étrangères, figuraient sur les listes des opérations. Le 16 septembre, on a ouvert également la bourse d'Anvers dans les mêmes conditions qu'à Bruxelles. On a pris diverses précautions: on a notamment interdit les marchés à terme; toutes les opérations durent être faites au comptant, et on fixa des «cours justes» à environ 15% au-dessus de ceux pratiqués avant la fermeture de la bourse en mai. On dut pourtant permettre de nouvelles hausses et l'indice Amens établi pour le milieu d'octobre dépassait de 50% le dernier chiffre de mai: en février 1941, il s'était relevé de 100% et la hausse a continué au rythme d'environ 10% par mois. La Commission du marché des valeurs a tout d'abord mis le public en garde contre des cours excessifs et a arrêté la publication des «demandes de titres» à des cours très au-dessus de ceux du marché; elle a défendu en même temps le dépôt de valeurs en nantissement. Comme la hausse a continué avec des interruptions relativement brèves, le président de la Commission publia

au milieu de mars 1941 un nouvel arrêté interdisant les hausses de cours de plus de 1% par jour. Environ deux semaines plus tard, il permit une hausse de 2% par jour. On a également rouvert en août 1940 la bourse de Luxembourg, les valeurs étrangères restant absentes, alors qu'elles représentaient autrefois les neuf dixièmes des titres négociés.

La bourse de Paris a été fermée le 10 juin 1940 (quatre jours avant l'entrée des troupes allemandes) et, à l'exception d'un essai malheureux de quelques jours à la fin de juillet, elle n'a pas été rouverte avant le 14 octobre. Lors de la réouverture, les rentes et autres fonds publics furent seuls cotés, ainsi que les obligations industrielles: aucune action n'a été négociée. La bourse de Bordeaux (à laquelle les actions avaient été cotées) ayant été fermée quand la bourse de Paris a été rouverte, il n'a plus existé en zone occupée de marché officiel pour les actions jusqu'à la réintroduction des actions à Paris, le 19 mars 1941. Dans l'intervalle, un marché non officiel entre banques s'était développé, dont les cotes suivaient celles de la zone non occupée.

Le marché de Paris étant fermé, ou son activité restreinte, les marchés provinciaux en zone non occupée ont pris plus d'importance, notamment à Marseille et à Lyon. La bourse de Lyon avait été ouverte le 27 août aux obligations et aux actions et, après une certaine faiblesse initiale, un mouvement de hausse se produisit; l'attention s'est surtout portée sur les actions des usines électriques et des fabriques de produits chimiques en zone non occupée (moins susceptibles que certaines autres de souffrir du manque de matières premières) ainsi que sur les valeurs d'industries ayant des intérêts directs ou indirects dans les colonies ou à l'étranger. Pendant le mouvement de hausse, le cours d'un certain nombre d'actions a doublé. Dans bien des cas, la demande était si grande en comparaison des titres offerts qu'il fut difficile de fixer des cotes et, malgré des hausses impressionnantes, les transactions furent rares, faute d'offres. En mars 1941, le rendement d'un grand nombre d'actions était tombé aux environs de 1 ou 2%.

Les rentes ont été fermes également, mais l'arbitrage étant impossible, des différences notables de cours se sont produites entre Paris et les marchés provinciaux. La hausse des rentes a été arrêtée à la fin de l'année mais a repris avec l'année nouvelle, et le rendement a été réduit à cette époque à environ 4,5%. D'autres hausses se sont produites également dans les fonds publics tels que la rente 4% 1925 (à clause-sterling) et la rente 4,5% 1937 (à clause-dollar).

En dehors des mesures d'ordre technique telles que le paiement comptant et la livraison préalable des titres, on a pris des dispositions spéciales en vue de la réouverture du marché des actions à Paris, en mars 1941; ces

dispositions avaient pour objet d'empêcher une hausse exagérée de la valeur des actions et de supprimer les marchés illégaux: les actions ne purent plus être livrées que nominatives (ou déposées dans une banque ou chez un agent de change); un seul cours fut fixé chaque jour et les oscillations permises en une journée ne purent dépasser 5% (3% sur les marchés de province), les dividendes furent limités et la taxe sur les coupons majorée; en même temps, on appliqua au produit de la vente des actions achetées postérieurement au 19 mars 1941 une taxe sur la plus-value acquise. On ne put plus coter à Paris les valeurs étrangères ni les valeurs des sociétés françaises exerçant leur activité à l'étranger (bien qu'elles soient négociées à Lyon). Ces mesures ont eu pour résultat immédiat une contraction brusque du chiffre des opérations.

La bourse d'Amsterdam a été fermée le 10 mai 1940, après avoir été faible pendant les premiers mois de l'année; elle a été rouverte graduellement à partir du 15 juillet: tout d'abord aux fonds d'Etat et, après que des cotes eurent été fixées pour des opérations non officielles, aux actions officiellement cotées. La tendance, à l'ouverture, a été ferme et les mois suivants toutes les valeurs antérieurement cotées figurèrent sur la liste des opérations, y compris les actions américaines (en général des certificats néerlandais) et les obligations et les actions allemandes. Quelques actions néerlandaises, spécialement des actions d'entreprises ayant des intérêts à l'étranger, ont enregistré des hausses extraordinaires depuis les cours minima auxquels elles étaient précédemment tombées. Le 30 septembre et le 24 octobre, un certain nombre d'actions allemandes qui n'étaient pas auparavant cotées à Amsterdam ont été introduites sur le marché et ont été très demandées. En novembre, les restrictions de paiement germano-néerlandaises ont été atténuées, de sorte que l'on a pu transférer d'Allemagne aux Pays-Bas, sans autorisation spéciale, 5.000 reichsmarks par personne et par mois, ce qui a permis le remboursement de créances néerlandaises sur l'Allemagne ou l'acquisition par des Allemands de valeurs mobilières cotées aux Pays-Bas. L'abolition de la réglementation des changes entre les Pays-Bas et l'Allemagne, le 1<sup>er</sup> avril 1941, a ouvert le marché d'Amsterdam aux acheteurs allemands sans restriction; il en est résulté une hausse considérable des cours.

A la fin de 1940, l'indice des actions a été d'environ 50% au-dessus du cours de clôture en mai, mais encore un peu au-dessous de la moyenne de 1938. Les actions américaines ont été cotées très au-dessus des cours de New-York, en partie, mais non entièrement, parce que les dividendes ont été inclus dans les cotes, en raison de l'impossibilité d'effectuer des transferts. A partir du 1<sup>er</sup> mai 1941, les certificats d'actions américaines ont cessé d'être officiellement cotés.

Au début de l'année, les bourses suisses ont été lourdes et, après une baisse assez rapide, ont été fermées le 10 mai 1940, la Banque Nationale en ayant exprimé le désir; en même temps, les opérations hors bourse entre banques ont été soumises à des restrictions. Le 1<sup>er</sup> juillet, on permit, à titre d'expérience, des transactions non officielles sur les marchés des valeurs et, le 8 juillet, l'ouverture officielle eut lieu. Les opérations sur actions furent reprises, sans restriction, tandis que des prix minima, 5% au-dessous de ceux du 9 mai, furent introduits pour les obligations d'Etat. Mais le marché des obligations était ferme et celui des actions, calme; l'indice des actions était à la fin de l'année environ 10% au-dessous de ce qu'il était à la fin de 1939, mais a marqué une hausse soutenue pendant les premiers mois de 1941. Les autres marchés des valeurs ont été temporairement fermés pendant l'année, y compris celui de Copenhague (fermé le 9 avril et rouvert le 28 mai aux obligations et le 6 juin aux actions), et celui d'Oslo (fermé le 9 avril et rouvert le 21 mai aux obligations et aux actions); le marché d'Helsingfors, qui avait été fermé à l'ouverture des hostilités avec la Russie vers la fin de 1939, a été rouvert en avril 1940. Dans ces trois cas, l'indice des actions a été ferme à la fin de 1940, jusqu'en 1941, mais il n'y a pas eu apparemment de mouvements importants. Le marché des actions d'Athènes a été lourd en 1940, les cours ont atteint en septembre environ 70% de la moyenne de 1938. Les opérations ont été suspendues le 28 octobre, au commencement des hostilités avec l'Italie, mais ont été reprises le 19 décembre et, à partir du 30 janvier 1941, on a fixé des prix maxima et minima à 10% au-dessus et 5% au-dessous des cours officiels de ce jour.

Parmi les marchés des valeurs qui sont restés ouverts pendant toute l'année 1940, ceux de Milan et de Londres ont accusé les fluctuations les plus considérables; Milan, toutefois, a terminé sur une hausse de près de 20% et Londres sur une baisse de plus de 20% pour l'année. Les cours à Milan se sont relevés brusquement à l'ouverture des hostilités, en septembre 1939, et, après une certaine hésitation en novembre, lors de l'introduction de l'impôt sur le capital, ont fini l'année sur une tendance ferme. Pendant les premiers mois de 1940, un recul s'est produit, dû en partie à une nouvelle taxe sur les bénéfices réalisés sur le marché des valeurs; l'imminence de l'entrée en guerre de l'Italie, la crainte d'un moratoire et de la fermeture des marchés des valeurs ont accentué ce recul en mai. Au début des hostilités, le mouvement de hausse s'est étendu une fois de plus et a porté l'indice, à l'automne, au-dessus du niveau atteint à la fin de 1939 et marqué un nouveau bond en décembre 1940 qui l'a porté, mais temporairement, à un nouveau maximum. Une vive réaction s'est produite le 30 décembre 1940 et les jours suivants, consécutive à la majoration

de 10 à 20% de la taxe sur les dividendes des actions, à l'abaissement de 8 à 7% du dividende maximum légal et à l'application d'une taxe spéciale sur la conversion des réserves en actions de capital. L'indice des actions a touché son minimum de réaction vers la fin de janvier, puis s'est relevé brusquement, dépassant le maximum de décembre en mars 1941. Pendant ce mois, les restrictions imposées en décembre ont été modifiées: les dividendes correspondant à la moyenne des trois années précédentes n'ont plus été réduits et on a accordé des exemptions de la taxe sur l'émission d'actions de dividende (spécialement pour les sociétés qui avaient réduit leur capital entre 1928 et 1939). Le marché est resté très actif et le nombre des transactions a augmenté les mois suivants. En mars 1941, on évaluait à environ 3% le rendement de la plupart des actions, tandis que les valeurs d'Etat accusaient un rendement de plus de 5%.

Le marché des valeurs de Londres a été très actif depuis le début de la guerre jusqu'en mars 1940, moment où un glissement a entraîné l'indice en une chute de plus de 30% à la fin de juin. On constate à partir de ce moment une reprise lente mais durable qui a relevé les cours, de sorte qu'à la fin de janvier 1941, un tiers du terrain perdu avait été regagné. Le cours des actions est toutefois resté languissant à Londres, alourdi par l'impôt direct (en 1940 on a ajouté à l'impôt sur le revenu, de 42,5%, une taxe de 100% sur les bénéfices supplémentaires); en même temps, la cotation soulevant des difficultés dans certains cas, on a été amené à fixer les cours avec prudence.

Le marché des valeurs de Stockholm a été plutôt terne et le mouvement des opérations restreint, exception faite d'une hausse assez brusque en mars 1940 (à la fin de la guerre finno-russe) qui a affecté spécialement les actions industrielles.

De l'ouverture des hostilités à la fin de 1940, l'indice des cours des actions à la bourse de Berlin s'est relevé de 40%. Profitant de la fermeté des marchés, la Banque d'Etat Prussien (Seehandlung), à qui avait été confié la garde des actions que le Reich avait acceptées en paiement de la taxe sur les juifs, en novembre 1938, a continué ses ventes et, à la fin de 1940, il ne restait plus qu'un très petit solde non vendu. Etant donnée la situation du marché, on a décidé de réintroduire la «taxe sur la spéculation», taxe qui avait été suspendue pendant deux ans (qui est en réalité un impôt sur les bénéfices réalisés par la vente des actions dans l'année qui suit leur achat).

On peut mentionner deux raisons de la hausse des cours des actions en Allemagne: la baisse des taux d'intérêt du long terme et l'étroitesse du marché des actions en face d'une demande accrue. Le taux d'intérêt des nouvelles émissions des emprunts du Reich a été réduit de 4,5% à la fin de 1939 à

3,5 % au début de 1941, les rendements diminuant en conséquence. Le rendement moyen de tous les emprunts du Reich en cours a été naturellement un peu plus élevé. Le marché étant ferme, le rendement des actions a diminué plus rapidement. Le rendement moyen de toutes les actions négociées (de 450 à 470 émissions, y compris 50 environ qui ne paient pas de dividende), d'après les calculs officiels, est tombé à moins de 5 % en décembre 1939, de 4,5 % en mars 1940 et de 4 % en septembre 1940; et il n'était plus que de 3,75 % au début de 1941. Le président de la Reichsbank, en commentant cette situation à l'assemblée générale annuelle des actionnaires, en mars 1941, a dit: « Pendant plusieurs mois le marché des valeurs a été affecté par une pénurie chronique de valeurs qui a inévitablement provoqué une hausse des prix. Les cours moyens des actions ont accusé une hausse plus marquée que ne semble le justifier la diminution des taux d'intérêt. A certains moments, le rendement des actions a été à peine supérieur au taux d'intérêt des fonds d'Etat. C'est là un état de choses malsain. Les actions sont, par leur nature, exposées à un plus grand risque que les valeurs à intérêt fixe — en particulier les papiers d'Etat. »

La pénurie de valeurs, cause de l'étroitesse du marché des actions, s'explique par la structure du financement industriel en Allemagne. Avant 1914, l'industrie allemande s'adressait surtout à deux sources pour son financement: aux banques et, par des émissions d'actions, au public. Après la guerre de 1914—18, et spécialement après les années 1920—29, les réorganisations et les concentrations de sociétés ont eu pour effet de diminuer le volume du capital-actions. Par la suite, l'émission d'actions est devenue, en raison du droit de vote qui y est attaché, un procédé d'intégration et de constitution de trusts plutôt qu'un moyen d'appeler de nouveaux fonds (qui étaient fournis par des émissions d'obligations industrielles). Sur un volume réduit d'actions, une proportion grandissante était ainsi tenue à l'écart du marché. Le tableau ci-après donne la valeur de toutes les actions officiellement cotées à la bourse de Berlin depuis 1928.

Bourse de Berlin:  
Actions officiellement cotées.

Fin d'année, en millions de reichsmarks	Nombre de valeurs mobilières	Valeur nominale du capital	Valeur sur le marché
1928	838	10.990	18.240
1938	469	7.860	10.050
1939	468	7.760	10.350
1940	456	7.550*	13.110

\* Pour toutes les bourses allemandes, le total était en 1940 de 9 milliards de reichsmarks au maximum.

A la fin de 1937, on estimait que la moitié seulement des actions cotées était entre les mains du public et cette proportion pourrait bien avoir diminué depuis.

Les marchés des valeurs de l'« Ostmark » et du Protectorat ont accusé des hausses plus marquées que ceux de l'ancien Reich.



A Vienne, après le «boom» d'août et septembre 1940, le président de la bourse a interdit officiellement, jusqu'à nouvel avis, de coter certaines actions de l'«Ostmark» au-dessus des prix qui étaient pratiqués le 2 octobre. Au cours de l'année 1940, on a introduit en bourse pour les négocier environ 2 milliards de reichsmarks d'obligations et d'actions. Le marché des valeurs de Prague a été ouvert aux négociations officielles le 5 novembre 1940, après avoir été fermé pendant plus de deux ans. La dernière séance officielle a eu lieu le 20 septembre 1938, mais depuis le milieu de 1939 on a fait des opérations semi-officielles. Le marché des actions est très étroit: en effet, bien que 93 actions soient cotées, un grand nombre d'entre elles sont fermement tenues en mains et une partie seulement en paraît à la bourse. Les demandes nationales étant très soutenues ainsi que les ordres provenant du Reich, le marché a été très ferme à l'ouverture et les cours se sont relevés rapidement. L'indice sensible des actions de la Banque Nationale (établi d'après les cours de 10 actions importantes activement négociées), qui était à 125 lors de la fermeture en 1938, s'élevait à 253 le 5 novembre 1940 et est passé à 267 à la fin de l'année. Pour un grand nombre de valeurs, on n'a donné que le prix des «demandes de titres» qui n'ont pu être satisfaites. La Banque Nationale a calculé que le rendement moyen de toutes les actions cotées a été de 1,5% en décembre 1940 (variant de 2,2% pour l'industrie des machines à 0,8% pour les sucreries). Au début de 1941, on a pris diverses mesures de contrôle. On a en particulier défendu la cotation de prix correspondant aux «demandes de titres» au-dessus du dernier cours du marché précédent ainsi que la négociation, en dehors du marché des valeurs, d'opérations sur actions à des prix supérieurs aux cours officiellement cotés.

Le marché de Bucarest a accusé des fluctuations extrêmement larges des cours des actions: avant la guerre, en 1939, l'indice général officiel (sur la base de janvier 1926 = 100) était inférieur à 300; le chiffre des opérations étant vingt fois plus élevé que le cours habituel, les actions de pétrole ont doublé de prix en octobre, tandis que l'indice général était porté à 600 et, le chiffre des transactions restant élevé, a dépassé 900 en mars 1940; à partir de ce moment, l'indice a fléchi jusqu'à moins de 500 en octobre 1940 et est resté entre 500 et 600 les mois suivants. A Budapest, les cours des actions se sont relevés de 50% d'août 1939 à janvier 1940, mais ont fléchi jusqu'en octobre, perdant environ la moitié du terrain antérieurement gagné. De novembre 1940 à février 1941, une nouvelle hausse de plus de 50% a porté les cours à un niveau deux fois plus élevé qu'avant la guerre. Le marché des valeurs à Bratislava (Presbourg), capitale de la Slovaquie, a été ouvert le 15 octobre 1940 et est resté très ferme jusqu'à la fin de l'année, époque à laquelle les cours étaient en général d'un tiers au-dessus du cours d'ouverture.

Dans tous les cas où les marchés des valeurs ont été rouverts après une fermeture brusque, on a pris des mesures spéciales concernant les contrats à terme non liquidés, les avances sur titres en cours (telles que la « prolongatie » à Amsterdam) et autres mesures techniques de même ordre, en vue de faciliter les opérations. En plus des facteurs qui tendent à peser indirectement sur les cours des actions (dommages de guerre, lourde taxation directe, limitation des dividendes, etc.), les gouvernements ou les autorités des marchés des valeurs ont estimé nécessaire de prendre des mesures pour empêcher les hausses de prix injustifiées et le développement de marchés « noirs », spécialement dans les bourses qui ont été récemment rouvertes. D'une manière générale, les marchés des valeurs ont été rouverts d'abord aux obligations, puis, progressivement, aux actions, à Paris seulement après 5 mois. On peut résumer les autres mesures comme suit :

- a) opérations seulement au comptant et non à terme (dans tous les pays);
- b) avertissements verbaux officiels ou semi-officiels pour mettre en garde contre des hausses exagérées des cours (dans plusieurs pays);
- c) fixation de prix minima (Oslo);
- d) fixation de hausses de prix maxima en un jour (Bruxelles et Prague);
- e) fixation de cours maxima (« stoppage » des prix à Vienne);
- f) fixation d'un seul cours par jour (Paris);
- g) interdiction de négocier des opérations en dehors du marché des valeurs, à des prix supérieurs aux cours officiels (Prague);
- h) interdiction de publier les prix des « demandes de titres » quand il n'y a pas eu d'opération correspondante (Bruxelles et Prague);
- i) interdiction de déposer des valeurs mobilières en nantissement d'avances sur le marché des valeurs (Bruxelles et Paris);
- j) obligation de ne transférer que des actions nominatives (ou déposées) et, par là, interdiction de faire des opérations sur des valeurs mobilières au porteur (non déposées) (Paris).

Il est intéressant de noter que dans les pays du Nord des prix minima ont été introduits pour les obligations et les actions et qu'en Suisse un prix minimum a été fixé pour les obligations d'Etat seulement (soit des mesures analogues à celles qui ont été adoptées en Angleterre, lors de l'ouverture des hostilités).

Hors d'Europe, l'affaissement des prix des actions industrielles à Tokio d'avril à octobre 1940 a été remarquable; les cours sont tombés à plus de 20% au-dessous du niveau d'avant l'ouverture des hostilités avec la Chine. Un accroissement des frais, des limitations de dividende et l'imposition d'un

contrôle strict sur les prix des marchandises au printemps de 1940 semblent être les facteurs principaux auxquels il faut attribuer ce recul.

Le marché des valeurs, dont la tenue a été sans doute la plus paradoxale au cours de l'année 1940 a été celui de New-York qui a accusé une apathie remarquable devant les événements mondiaux et l'évolution de l'économie nationale aux Etats-Unis. L'indice de la production industrielle s'est relevé verticalement pendant l'année (très au-dessus du maximum de 1929), le rendement et les dividendes se sont accrus parallèlement. Cependant les cours des actions ont baissé, de sorte que le rendement moyen de 577 actions qui paient des dividendes a atteint 7,2% (contre environ 2% pour les nouvelles émissions de titres du gouvernement des Etats-Unis).

On sait que l'importance de la Bourse de New-York a diminué depuis les années 1920—29, mais on ne se rend pas pleinement compte que, ces dernières années, il s'est produit à nouveau une contraction considérable. Le tableau ci-après reproduit quelques chiffres comparables concernant les marchés des actions.

Bourse de New-York: Marché des actions 1929—1940.

Année	Indice de la production industrielle	Valeur sur le marché de toutes les actions	Emprunts des agents de change	Volume des transactions	Prix de la place à la bourse	
					Maximum	Minimum
					milliers de dollars	
Chiffres de décembre					Total annuel en millions d'actions	
1935—39 = 100	milliards de dollars	millions de dollars				
1929	100 <sup>1)</sup>	64,7 <sup>2)</sup>	3.990 <sup>3)</sup>	1.125	625	350 <sup>4)</sup>
1936	116	59,9	1.048	497	174	89
1937	87	38,9	668	409	134	61
1938	101	47,5	754	297	85	51
1939	126	46,5	637	262	70	51
1940	138	41,9	427	208	59	32

<sup>1)</sup> Indice du Conseil de la Réserve Fédérale: maximum juin-août 1929, 114.

<sup>2)</sup> Septembre 1929, 89,7 milliards de dollars.

<sup>3)</sup> Septembre 1929, plus de 8 milliards de dollars.

<sup>4)</sup> Après la répartition de 25% des places.

La lourdeur du marché est mise en lumière non seulement par l'affaissement des cours, mais aussi par le nombre extrêmement limité des transactions en 1940 (le plus petit depuis 1921) et la diminution des emprunts contractés par les agents de change, dont le chiffre est tombé au minimum. L'absence d'intérêt est indiquée de façon frappante par le prix des places sur le marché des valeurs — les 32.000 dollars payés en 1940 ont été le prix le plus bas payé depuis 1899. Au début de 1941, une place ne coûtait plus que 27.000 dollars.

Cette absence d'intérêt sur le marché des actions a de nombreuses causes. Le relèvement croissant des charges fiscales et, récemment, les ventes conti-

nelles de l'étranger par petits paquets, pour compte officiel (qui, concentrées surtout sur les principales valeurs, tendent à affecter le marché tout entier), ont déprimé les cours. Mais une des principales raisons du nombre décroissant des opérations est sans doute la réglementation sévère à laquelle le marché a été soumis depuis la création de la Commission des valeurs et des changes en 1934. Il a déjà été question dans ce chapitre du nombre croissant du placement direct d'obligations qui tend à remplacer les émissions publiques et du développement d'un marché hors bourse. Cette évolution met en lumière une des grandes difficultés de la réglementation du marché des valeurs: lorsque les restrictions deviennent sévères, on tend à les éluder par la création de marchés hors bourse, légaux ou illégaux, ou de marchés «noirs» sur lesquels les opérations sont libres et où parfois des prix beaucoup plus élevés peuvent être payés que sur les marchés réguliers.

Toutefois, la Bourse de New-York n'a pas été seule à voir le chiffre de ses opérations diminuer, ainsi que le montrent les indices suivants, qui ont été établis pour quelques bourses d'Europe d'après les chiffres publiés.

Indices des transactions sur les actions.

1937 = 100	Amsterdam	Zurich	Stockholm
1937	100	100	100
1938	49	69	61
1939	37	61	46
1940	25	36	21

Il est vrai que le chiffre des affaires a été assez élevé en 1937 (spécialement pour les actions américaines) et que les marchés des valeurs ont été fermés pendant deux mois en 1940 à Amsterdam et à Zurich; mais la diminution n'en est pas moins

remarquable, y étant plus marquée qu'à New-York où elle a été de 50% de 1937 à 1940.

Quand il y a baisse sur les marchés des actions, les marchés des obligations gagnent non seulement en importance relative mais aussi le plus souvent en importance absolue et en ce qui concerne le chiffre des opérations. Le tableau suivant met en lumière cette tendance aux Etats-Unis. Depuis 1932,

Bourse de New-York:  
Valeur des obligations des Etats-Unis cotées sur le marché.

En fin d'année, en milliards de dollars	Gouvernement américain*	Sociétés américaines	Total des obligations
1932	15,4	11,4	26,8
1940	36,0	12,8	48,9

\* Y compris les Etats, les villes et les collectivités fédérales.

le volume des obligations du gouvernement des Etats-Unis a plus que doublé, alors que celui des obligations des sociétés est resté presque stationnaire. Le marché des valeurs de New-York est essentiellement un marché destiné aux parts et actions des sociétés, et le tableau de la

page 213 donne une idée exacte de son déclin. Bien que les obligations qui figurent dans le tableau précédent soient officiellement cotées, le nombre des opérations sur le marché est relativement petit, le marché «au comptant» véritablement actif étant le marché hors bourse.

L'importance croissante que les marchés des valeurs à revenu fixe acquièrent, spécialement pour les fonds d'Etat, est due à la part plus active que les gouvernements de certains pays ont prise ces dernières années, et tous les gouvernements en temps de guerre, à la vie économique. Mais l'accroissement de la Dette publique est souvent plus ou moins équilibré par le remboursement des dettes privées, et des statistiques qui font ressortir cette évolution ont été publiées pour les Etats-Unis. En Allemagne, le président de la Reichsbank a expliqué en mars 1938 comment l'accroissement des dettes du Reich a été contrebalancé par une diminution des dettes privées, l'endettement étant ainsi passé des personnes privées aux autorités publiques, plutôt qu'il ne s'est produit une augmentation de l'endettement total du pays.

Cette transformation de l'endettement privé en endettement public (sur le marché des valeurs, des actions en obligations, et dans les banques, des avances en «investissements») est accentuée en temps de guerre, alors que l'accroissement de la dette publique peut en effet excéder la diminution des dettes privées. L'accroissement de la Dette publique intérieure en Angleterre, qui est passée de 660 millions de livres sterling à 6.600 millions, conséquence directe de la guerre de 1914—18, a incliné le marché des valeurs à Londres vers les obligations, ce qui s'exprime dans le fait que le «War loan» 3½% de 2 milliards de livres sterling est le véritable «leader» du marché (contrairement à New-York où l'on pense encore que les actions des principales collectivités sont les «leaders» du marché).

L'accroissement des dettes de l'Etat au cours de ces dernières années a un corollaire frappant dans l'accroissement de la petite épargne placée par l'intermédiaire des caisses d'épargne, des compagnies d'assurances sur la vie, des fonds des assurances sociales et autres institutions similaires qui, ayant des engagements exprimés en sommes d'argent fixes, préfèrent les placer dans des obligations d'un montant nominal fixe et à échéance certaine. Cela est vrai aux Etats-Unis, en Angleterre, en Allemagne et dans quelques autres pays, et les statistiques récemment publiées en Allemagne le mettent nettement en lumière.

Il ressort du tableau suivant que plus de la moitié des obligations sont détenues en Allemagne par des personnes morales, alors qu'avant la guerre de 1914—18 celles-ci n'en détenaient qu'environ un dixième.

Allemagne: Valeurs mobilières à revenu fixe.

Chiffres de fin d'année, en milliards de reichsmarks	Détenues par des personnes morales	Détenues par le public	Total	Pourcentage du total détenu par des personnes morales
1913	7,4	60,6	68,0	11
1929	5,2	15,2	20,4	26
1932	6,1	16,5	22,6	27
1939	22,9	21,4	44,3	52
1940 (août)	31,0	23,0	54,0	57

Source: Bank-Archiv — Première quinzaine de janvier 1941.

(Il conviendrait de consulter cette brochure pour les notes détaillées et le commentaire.)

Les fonds d'Etat, à long et à court terme, deviennent le placement principal des banques privées et caisses d'épargne, des compagnies d'assurances sur la vie et fonds d'assurances sociales dans presque tout l'univers. Il a été question au sujet des Etats-Unis des difficultés causées par le faible rendement des valeurs, mais ces difficultés ne se rencontrent pas seulement dans ce pays, elles sont en fait générales. La diminution de l'importance relative des crédits commerciaux et autres emprunts privés se manifeste également par un changement profond dans la structure du crédit en général et notamment dans la nature des valeurs données en garantie. En d'autres termes, les placements plus ou moins immobilisés sous forme de crédits privés, d'avances bancaires ou d'hypothèques directes sont de plus en plus remplacés par des placements relativement liquides en bons du Trésor et en fonds ayant un large marché sur lequel ils sont aisément réalisables. Cette évolution n'est en réalité pas nouvelle; on a pu l'observer pendant les cinquante dernières années, et elle est liée au développement des sociétés par actions, à celui de la population urbaine, à l'importance croissante de la petite épargne ainsi qu'à l'augmentation des dettes publiques. Une étude du développement du volume des billets de banque en circulation et des dépôts bancaires ainsi que des valeurs négociables, obligations, actions et autres papiers liquides ou «aisément réalisables» aux Etats-Unis\* a montré que la proportion de ces «créances liquides» par rapport à la richesse nationale totale est passée de 15% en 1890 à 25% avant la guerre de 1914—18 et à 40% en 1930. Cette proportion a certainement augmenté encore depuis cette époque, la Dette fédérale ayant plus que doublé et le volume des billets et des dépôts bancaires s'étant également accru. Dans d'autres pays aussi, il y a eu un développement semblable des «créances liquides» au cours de ces dernières années, spécialement sous la forme de valeurs d'Etat, créances que les gouvernements ne peuvent courir le risque d'immobiliser en fermant les marchés des valeurs ou en prenant d'autres me-

\* Voir «Liquid Claims and National Wealth» (Créances liquides et richesse nationale) par Berle et Pederson, 1934.

sures analogues sous peine de compromettre l'alimentation régulière de leur trésorerie. Les événements de 1940 ont montré à quel point tout a été mis en œuvre pour éviter les moratoires, pour maintenir les marchés des valeurs ouverts ou pour les rouvrir rapidement, au fort même de la catastrophe. Étant donné que tout financement de guerre établi sur une base saine fait appel à la souscription volontaire de l'épargne, le marché des fonds d'État reste nécessairement un important élément du «secteur libre» dans tous les pays.

Il y a une certaine ironie à observer que la destruction de la richesse nationale par la guerre est facilitée par la création accrue de «créances liquides» sous la forme de fonds d'État, qui permettent de mieux absorber toute la richesse restante. En Angleterre, l'assurance obligatoire contre les dommages de guerre a été instituée non seulement pour assurer une distribution équitable du sacrifice, mais aussi pour préserver la structure complexe des dettes et des créances qui a été élaborée. Le volume de l'endettement de l'État est partout en voie de développement, tant absolu que relatif, par rapport à la richesse nationale, et de graves problèmes se poseront après la guerre, quand les fonds de roulement et autres capitaux temporairement placés en fonds d'État devront être rendus à leur destination normale.

## VI. FAITS AFFECTANT LES BANQUES CENTRALES.

Le présent Rapport a déjà mentionné, notamment aux chapitres II, section 1, et V, maints faits importants concernant l'activité des banques centrales au cours de l'année. Au début de la guerre, ou peu après, les statuts de presque toutes les banques centrales d'Europe ont été modifiés pour donner une plus grande souplesse aux dispositions concernant les avances directes à l'Etat et pour permettre d'utiliser l'or et les devises étrangères aux paiements extérieurs, sans provoquer une contraction de la circulation fiduciaire et des disponibilités des banques; de nouvelles mesures ont été prises dans ce sens en 1940. La guerre a, en effet, provoqué dans la plupart des pays d'Europe une expansion du crédit de la banque centrale pour couvrir les besoins de l'Etat et, le cas échéant, pour faire face aux retraits de dépôts dans les autres banques. La liquidité croissante des marchés, due aux dépenses de l'Etat, a provoqué des remboursements considérables des crédits privés antérieurement consentis par la banque centrale et les banques privées, mais la circulation des billets a continué d'augmenter, dans certains cas même à une cadence accélérée.

Les lois et les statuts qui régissent l'activité des banques centrales ont été modifiés pour permettre de faire directement de nouvelles avances à l'Etat en France et en Algérie, en Bulgarie, en Turquie, en Grèce et en Roumanie, en 1940. Deux conventions du 29 février et du 9 juin 1940 ont porté à 70 milliards de francs français le montant des avances provisoires de la Banque de France à l'Etat; cette limite a été presque atteinte au début d'octobre, mais n'a pas été dépassée. Le 25 août 1940, la Banque de France a consenti à l'Etat une avance spéciale pour couvrir les frais d'occupation, dont le montant autorisé a été progressivement porté à 108 milliards en mai 1941. Une loi du 31 décembre 1940 a autorisé la Banque de l'Algérie à mettre à la disposition du gouvernement français une nouvelle avance de 1 milliard et au gouvernement général de l'Algérie une avance de 50 millions; en même temps, le maximum légal de la circulation fiduciaire en Algérie a été relevé de 5 à 7 milliards.

En Bulgarie, une loi du 9 mars 1940 a dégagé de nouvelles ressources au bénéfice du Trésor: la Banque Nationale avait été précédemment autorisée à placer en fonds d'Etat ou en valeurs mobilières garanties par l'Etat un montant qui ne devait pas dépasser 20% de son capital versé et de ses réserves; la nouvelle loi a autorisé la banque à placer, en outre, une somme ne dépassant pas 140% de son capital versé et de ses réserves en bons du Trésor



à échéance de 7 ans au maximum remis à des entreprises étrangères en paiement de fournitures faites à l'Etat. Une loi du 30 mai 1940 a autorisé le Trésor turc à contracter auprès de la banque centrale des emprunts extraordinaires à concurrence de 250 millions de livres turques. Le maximum légal des avances temporaires de la Banque de Grèce au gouvernement grec a été relevé de 400 millions à un milliard de drachmes par une loi du 18 octobre 1940. En Roumanie, une décision du conseil des ministres datée du 29 mars 1940 a élargi les pouvoirs de la Banque Nationale, lui permettant d'accorder des crédits aux agriculteurs et à l'Etat. Les effets agricoles à échéance de 9 mois au maximum, que la banque était autorisée à escompter, ne devaient pas représenter plus de 40 % du portefeuille d'effets escomptés; cette limite a été supprimée. De plus, les bons du Trésor présentés à l'escompte par des particuliers ne devaient pas dépasser 20 % du capital de la banque, et les avances et découverts sur titres d'Etat ou garantis par une autorité publique, 30 % du portefeuille d'effets escomptés; l'achat de fonds d'Etat et de valeurs mobilières garanties par l'Etat était en même temps limité au montant du capital et des réserves. La nouvelle loi a autorisé le conseil général de la banque à fixer des règles temporaires concernant ces opérations tant que dureraient les « circonstances exceptionnelles ».

En ce qui concerne les réserves-or, de nouvelles lois ont été adoptées en 1940 et des réévaluations sont intervenues en France (février), aux Pays-Bas (mars), en Roumanie (avril) et en Suisse (mai); dans chaque cas, la plus-value a été versée en grande partie, sinon en totalité, à l'Etat pour couvrir les dépenses de défense et autres. Dans le Protectorat de Bohême et Moravie, on a abaissé le prix de l'or quand on a relevé le change pour l'aligner au reichsmark à la fin de septembre: la valeur nominale de la réserve-or de la Banque Nationale s'est trouvée diminuée, et l'on a pris des mesures spéciales pour parer aux conséquences de la moins-value de 207 millions de couronnes. La loi qui régit la Sveriges Riksbank a été modifiée: elle limitait autrefois l'encaisse-or pouvant servir de couverture légale à la totalité de l'or de la banque détenu en Suède plus l'or déposé à l'étranger ou en cours de transport, mais seulement jusqu'à concurrence de 15 % de l'encaisse-or totale. En vertu d'une ordonnance royale du 31 janvier 1940, la totalité de l'or monnayé et en lingots appartenant à la Sveriges Riksbank, quel que soit le lieu du dépôt, constitue maintenant la réserve-or de la banque. De plus, alors que la réserve-or continue de figurer dans les livres pour sa valeur au pair, son montant comme couverture obligatoire a été calculé depuis cette date d'après sa valeur sur le marché.

Lois et statuts ont également été amendés dans le courant de l'année, en ce qui concerne l'administration intérieure des banques centrales en

Roumanie (29 mars), en Yougoslavie (14 septembre), en France (24 novembre) et des banques coloniales françaises de l'Indochine, de Madagascar et de l'Afrique Occidentale française, ainsi que de la Banque de l'Algérie.

Les plus intéressantes de ces modifications ont été celles qui ont affecté la Banque de France. La réforme de 1936 maintenait le principe du statut fondamental de 1808 de la banque, suivant lequel la direction des affaires de la banque doit être exercée par un gouverneur nommé par l'Etat et assisté de deux sous-gouverneurs. Mais cette réforme remplaçait les quinze régents de la banque (élus par les deux cents principaux actionnaires) par un conseil général de vingt membres, dont deux seulement étaient élus par les actionnaires, neuf représentaient les intérêts économiques et sociaux (dont six choisis par l'Etat) et neuf, choisis parmi les principaux fonctionnaires, représentaient les intérêts collectifs de la nation. La nouvelle loi du 24 novembre 1940 conserve cette organisation, mais ramène le nombre des conseillers de vingt à onze, dont trois sont élus par les actionnaires, quatre sont choisis par le gouvernement parmi les représentants du commerce, de l'industrie et de l'agriculture, et trois personnes occupant des postes officiels sont membres de droit (le directeur général de la Caisse des dépôts et consignations, le gouverneur du Crédit Foncier et le directeur général du Crédit National), tandis qu'un conseiller est choisi parmi le personnel de la banque. Ainsi, bien que le nombre des conseillers soit réduit, les actionnaires sont mieux représentés. Des réformes administratives semblables ont été apportées en même temps au Crédit Foncier et au Crédit National: dans les deux cas, seul le membre de la direction qui occupe le poste le plus élevé représente l'Etat.

Trois banques centrales d'Europe ont suspendu leurs opérations en 1940, quand les Etats baltes ont été annexés à l'U. R. S. S., et le rouble est alors devenu monnaie légale dans ces pays. Le 27 juin 1940, un décret du commandant militaire allemand en Belgique et dans le Nord de la France a établi une nouvelle Banque d'Emission à Bruxelles. La banque, qui est une société par actions conformément à la loi belge, a un capital de 150 millions de francs belges (souscrit par les banques privées belges). Les statuts de la banque suivent la ligne générale de la loi sur la banque centrale modifiée par les conditions qui ont présidé à sa création. La banque est autorisée à émettre des billets libellés en francs belges qui, s'ils étaient émis, auraient pouvoir libératoire; mais, comme il a déjà été dit dans ce Rapport, la Banque d'Emission n'a pas émis de billets de banque, vu qu'elle est en fait devenue le département bancaire de la Banque Nationale, chargée en particulier des relations avec les autorités occupantes, de l'administration des clearings et des caisses de crédit du Reich; les comptes de chèques postaux lui ont également été confiés. Le chapitre II,

dans sa première section, a mentionné la création d'une nouvelle banque centrale de réserve en Chine. Par un décret du 10 août 1940, le gouvernement égyptien a donné force de loi aux amendements apportés aux statuts de la Banque Nationale d'Égypte en 1939; il proroge le privilège d'émission de la banque et apporte certaines modifications administratives.

Bien que les modifications effectivement apportées aux lois et aux statuts qui régissent les banques centrales n'aient pas été nombreuses au cours de l'année écoulée, les mesures qui affectent directement ou indirectement les banques centrales, soit dans leur administration, soit autrement, ont de beaucoup dépassé les mesures correspondantes prises ces dernières années. Il suffira de mentionner quelques-unes des tâches que les banques centrales ont remplies pour donner une idée de leur étendue.

a) Des dispositions temporaires, légales et autres, ont été prises pour l'évacuation des bureaux et administrations si les circonstances l'exigeaient, et, dans certains cas, les évacuations ont réellement eu lieu.

b) Dans les territoires annexés et occupés, on a procédé à de nombreux échanges de billets de banque et d'autres moyens de paiement, ce qui a en général entraîné des changements dans la tenue des livres, qui a dû être faite dans la nouvelle monnaie. Dans les territoires occupés, des dispositions ont été prises pour mettre de la monnaie nationale à la disposition des autorités d'occupation et pour retirer de la circulation les bons des caisses de crédit du Reich précédemment émis. Les banques centrales de ces territoires fonctionnent sous la surveillance d'un commissaire nommé par les autorités d'occupation.

c) Les contrôles des changes sont en général devenus très stricts et ont été, dans bien des cas, adaptés au système allemand. En Roumanie, on a modifié les primes payées pour l'or extrait dans le pays et vendu à la Banque Nationale. Comme les pays d'Europe conservent maintenant la plus grande partie de leurs réserves d'or hors d'Europe et que dans une large mesure ils ne peuvent disposer de leurs réserves de devises en livres sterling et en dollars, les réserves de reichsmarks ont pris pour certaines banques centrales une importance beaucoup plus grande, non seulement par leur volume, mais encore par leurs mouvements.

d) Il a été conclu au cours de l'année un grand nombre de nouveaux accords de clearing et de paiements bilatéraux, pour lesquels la banque centrale ou un établissement affilié doit servir d'intermédiaire. La mobilisation des « pointes » de clearing au moyen de crédits fournis par la banque centrale a pris une importance pratique très grande.

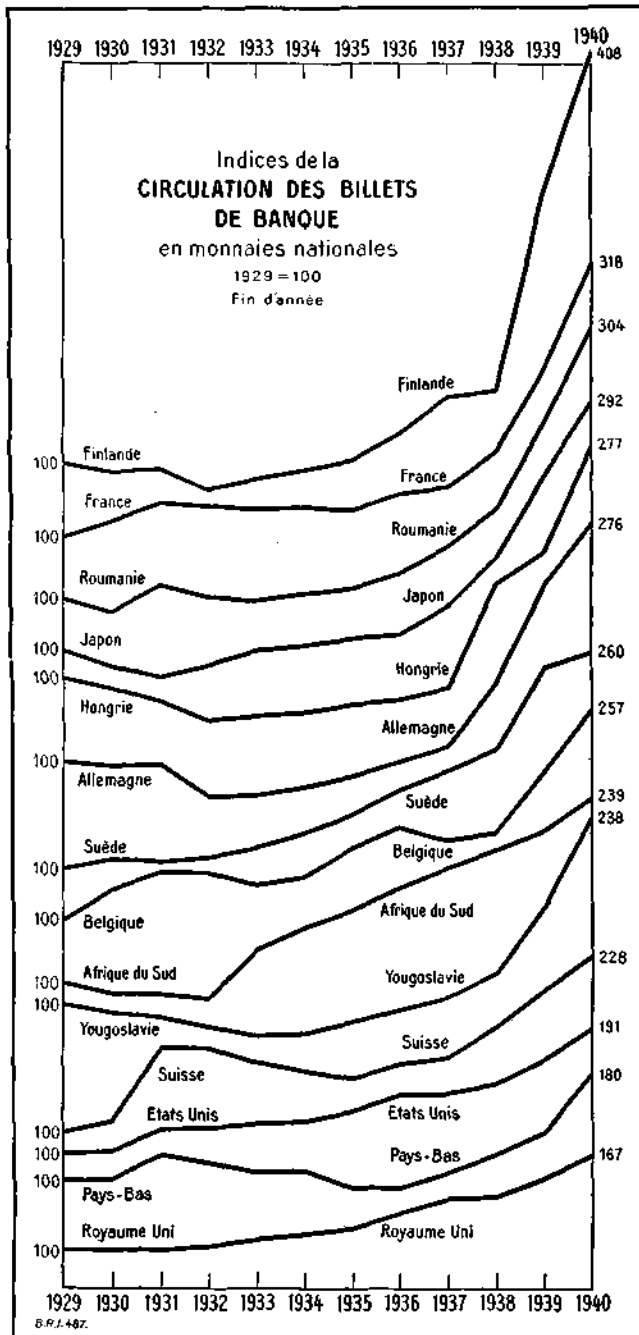
e) On a procédé à la mobilisation des valeurs mobilières étrangères ainsi qu'à l'enregistrement et à l'administration des biens appartenant aux ennemis et, dans les territoires occupés, des biens appartenant aux ennemis des autorités occupantes (ainsi qu'à la restitution des biens appartenant aux autorités occupantes ou à leurs nationaux et antérieurement placés sous séquestre).

f) Dans certains cas, pour pourvoir à l'insuffisance des monnaies métalliques, on a émis de petites coupures, tandis que les pièces de nickel et de bronze ont été retirées de la circulation (ce qui a entraîné notamment la disparition du «sou» français).

La Reichsbank en particulier a été appelée à remplir de nombreuses fonctions administratives et autres. Les caisses de crédit du Reich qui ont suivi de très près l'armée allemande en campagne ont fonctionné avec le personnel de la Reichsbank (bien que les deux institutions aient été complètement indépendantes); la mise en circulation des bons des caisses de crédit du Reich et leur retrait ont été ainsi placés sous la surveillance du personnel de la Reichsbank. Les billets de la Reichsbank, qui avaient été précédemment émis dans la Sarre (février 1935), en Autriche (mars 1938), dans le territoire des Sudètes (octobre 1938), à Memel (mars 1939), à Dantzig (septembre 1939) et dans les territoires annexés de Pologne (novembre 1939), ont été émis en 1940 à Eupen, Malmédy et Moresnet (juin), et en Alsace, en Lorraine et au Luxembourg (août). Non seulement les billets de la Reichsbank ont été introduits dans les cas ci-dessus, mais les livres et les autres comptes ont été transformés pour être tenus en reichsmarks.

Les bilans des banques centrales ont présenté dans tous les pays un trait commun: l'accroissement de la circulation des billets, en particulier au cours des deux dernières années. Le graphique joint donne les indices de fin d'année, pour onze pays d'Europe et trois pays d'outre-mer. Certains pays d'Europe comme l'Italie, l'Espagne et la Norvège, ne figurent pas dans les statistiques, faute d'avoir sur eux des renseignements récents; d'autres encore, comme la Tchécoslovaquie, parce qu'il n'y a pas correspondance entre les chiffres. Dans d'autres cas, comme ceux de l'Autriche, de Dantzig et des trois Etats baltes, les banques d'émission ont été incorporées à d'autres banques centrales dont elles sont devenues des succursales.

La circulation des billets à la fin de 1929 a servi de base pour le calcul des indices qui donnent l'accroissement relatif de la circulation fiduciaire dans les pays qui figurent sur le graphique. Bien que la juxtaposition fasse ressortir les différences et les ressemblances, nous devons mettre en garde contre une comparaison trop précise. Les valeurs-or ont subi des changements considérables,



mais c'est probablement le mouvement des prix, en particulier des prix de détail et des salaires, dans les pays en question, qui représente le meilleur critère et il convient de ne pas oublier que dans presque tous les pays qui figurent sur le graphique les prix de détail ont été, l'un dans l'autre, en 1940 inférieurs à ceux de 1929 (le Japon fait exception accusant une augmentation de 40 %).

Le fait qu'il n'a été tenu compte pour l'établissement des indices que de la circulation des billets de la banque centrale, sauf en ce qui concerne les Etats-Unis où il a été tenu compte de toute la « monnaie en circulation », n'ôte pas sa valeur au graphique. Un grand nombre de pays ont souffert de la pénurie de monnaie divisionnaire, mais, d'une façon générale, l'accroissement de la circulation des pièces métalliques n'est pas disproportionné à l'augmentation de l'émission de billets. Quelques banques centrales ont

émis de petites coupures pour compléter les pièces métalliques, mais en Suisse par exemple les billets de cinq francs représentaient à la fin de 1940 moins de 2 % de la circulation totale. Les billets d'Etat ou certificats du Trésor n'ont pas en général été émis en grande quantité. Les bons des caisses de Crédit du Reich émis dans les territoires occupés en 1940 ont été presque tous retirés de la cir-

circulation à la fin de l'année, sauf en France où il en restait un certain montant (non publié) en circulation. Il a été procédé en Allemagne à des émissions de billets de la Rentenbank pour compléter les pièces métalliques, mais si l'on tient compte de l'ensemble des moyens de paiement en circulation, le pourcentage d'accroissement de 1929 à 1940 se trouve légèrement inférieur à celui qui ressort du tableau.

Moyens de paiement allemands en circulation.

Chiffres de fin d'année, en millions de reichsmarks	Billets de la Reichsbank	Billets de la Rentenbank (net)	Billets des banques privées	Monnaies métalliques	Circulation totale
1929 . . . . .	5.044	391	184	994	6.613
1940 . . . . .	14.033	1.102	—	1.635	16.770
1940 en pourcentage de 1929	276	282	—	164	253

Le dernier Rapport annuel a exposé les principales raisons de l'augmentation de la circulation des billets pendant les dernières années. On peut citer parmi les facteurs généraux les plus importants les relèvements des salaires et les dépenses plus élevées de denrées de consommation, les montants plus considérables que les particuliers gardent par devers eux sous forme d'espèces ou que les banques privées et autres institutions conservent sous forme de réserves, enfin une plus grande thésaurisation à laquelle les taux très bas payés sur les dépôts ne sont peut-être pas étrangers. Des influences spéciales sont parfois entrées en jeu : entre autres, l'accroissement de la thésaurisation de billets suisses par des étrangers à partir de 1931, la hausse du prix de l'or en Afrique du Sud depuis 1932 et, en ce qui concerne l'Allemagne, l'accroissement territorial, notamment le rattachement de l'Autriche et du pays des Sudètes en 1938. Il faut noter le lien qui existe dans les pays d'Europe entre la guerre et l'accroissement plus rapide du volume des billets en circulation, pendant les deux dernières années, en conséquence soit des avances directes ou indirectes de la banque centrale à l'Etat, soit d'une demande plus grande de liquidité de la part du public. Mais il faut tenir compte du ralentissement de la circulation dans le secteur agricole de l'économie (dont le revenu s'est amélioré en maints pays). Il est probable, d'ailleurs, que la mobilisation augmente les besoins d'espèces proprement dites. Pour ces raisons, entre autres, l'augmentation du volume des billets en circulation est en général plus forte que celle des «revenus monétaires» et on ne peut la prendre en soi pour mesure du degré d'inflation. Partout depuis 1929, la circulation des billets a augmenté presque sans exception plus que les

dépôts dans les banques privées, tandis que «les autres engagements à vue» des banques centrales (spécialement les réserves des banques privées) ont accusé des mouvements très divers.

Le tableau ci-dessous montre pour les Etats-Unis et trois pays d'Europe le rapport qui existe entre la circulation des billets de la banque centrale, le total des «autres engagements à vue» et le total des dépôts et comptes courants auprès des banques privées en 1929 et 1940, ainsi que les pourcentages d'augmentation entre ces deux dates. En Grande-Bretagne, la stabilité des rapports est remarquable, chacun des trois postes a augmenté de moitié environ au cours des onze années, le total des dépôts des «clearing banks» est resté égal à quatre fois et demi ou cinq fois le montant des billets en circulation. Dans les autres pays, on constate des variations importantes du rapport. Aux Etats-Unis, la circulation de la monnaie a presque doublé; elle a augmenté plutôt plus vite que le total des dépôts dans les «member banks». Dans ce pays toutefois, la variation la plus remarquable a été l'accroissement des «autres engagements à vue», notamment des réserves des «member banks». Une ex-

**Billets des banques centrales en circulation et facteurs y relatifs.**

Chiffres de fin d'année	Etats-Unis d'Amérique			France		
	1929	1940	1940 en % de	1929	1940	1940 en % de
	millions de dollars		1929	millions de francs français		1929
<b>Banque centrale</b>						
Billets en circulation . . .	4.578	8.732	191	68.571	218.383	318
Total des «autres engagements à vue» . . . . .	2.414	16.126	668	19.587	28.187 <sup>1)</sup>	144
<b>Banques privées</b>						
Total des dépôts et des comptes courants . . . . .	33.865	46.007	136	32.682 <sup>2)</sup>	58.448 <sup>2)</sup>	179
Chiffres de fin d'année	Allemagne			Grande-Bretagne		
	1929	1940	1940 en % de	1929	1940	1940 en % de
	millions de reichsmarks		1929	millions de livres sterling		1929
<b>Banque centrale</b>						
Billets en circulation . . .	5.044	14.033	278	380	616	162
Total des «autres engagements à vue» . . . . .	755	2.561	339	160	251	157
<b>Banques privées</b>						
Total des dépôts et des comptes courants . . . . .	21.753	34.000 <sup>3)</sup>	156	1.889	2.800	148

1) Sans les comptes des Caisses de Crédit du Reich.

2) Trois grandes banques: Crédit Lyonnais, Comptoir National et Société Générale.

3) Evalué à 33-35 milliards.

pansion considérable des dépôts des «member banks» serait donc possible, les moyens existant pour l'achat de valeurs mobilières ou pour toutes autres opérations de crédit. Cette augmentation relative des réserves d'espèces des banques privées est une des caractéristiques de l'évolution qui s'est produite dans un certain nombre de pays autres que ceux figurant dans le tableau: Finlande, Pays-Bas, Belgique, Danemark, etc.; elle semble indiquer que dans ces pays les crédits superflus de la banque centrale ont tendance à revenir par le canal des banques privées et à conserver, temporairement au moins, la forme d'excédent des dépôts plutôt qu'à se transformer en billets.

En Allemagne également, les «autres engagements à vue» à la Reichsbank ont augmenté plutôt plus que la circulation des billets et, comme dans les autres pays mentionnés, ce fait reflète la liquidité du marché. Le pourcentage indiqué pour le total des dépôts dans les banques privées en Allemagne est calculé sur l'évaluation de 34 milliards de reichsmarks à la fin de 1940 donnée à la page 142; il est, par conséquent, susceptible d'une légère rectification: la diminution relative du volume des dépôts des banques privées, par rapport à la circulation fiduciaire, doit être rapprochée du fait qu'un montant considérable de dépôts étrangers existant en 1929 avait été retiré avant 1940.

La situation en France est remarquable en ce sens que les dépôts auprès des trois grandes banques sont tombés de la moitié du volume des billets en circulation en 1929 à environ un quart en 1940: il est certain qu'à cette dernière époque le total des dépôts de toutes les banques du pays était très loin d'égaliser le montant des billets en circulation.

Pour donner une idée complète de la situation, il conviendrait naturellement de suivre, au cours des années en question, les variations des rapports indiqués dans les tableaux et de considérer d'autres facteurs tels que le volume des dépôts d'épargne. Mais le tableau fait ressortir le fait, confirmé d'ailleurs par les calculs concernant d'autres pays, que, d'une façon générale, l'augmentation de la circulation des billets a été plus rapide au cours de ces dernières années que celle du volume des dépôts bancaires, même dans des pays comme les Etats-Unis où l'usage du chèque est très répandu.

En temps de guerre, les banques centrales étant la source dernière de la liquidité sont naturellement exposées à subir une forte tension. Il convient de faire observer à cet égard que, tant en Grande-Bretagne qu'en Allemagne, l'emprunt direct à la banque centrale est resté dans des limites très restreintes et n'a été utilisé que pour rétablir des déséquilibres temporaires entre les recettes et les dépenses. Pendant l'année 1940, les statistiques publiées montrent que



l'avance directe de la Banque d'Angleterre à la Trésorerie a touché son point maximum de 50 millions de livres sterling en décembre, alors que la circulation moyenne des billets atteint 580 millions de livres sterling et que les dépenses budgétaires totales s'élèvent à 3.300 millions; de même, le fonds de roulement que la Reichsbank a consenti au gouvernement allemand a touché 685 millions de reichsmarks en juin, tandis que la circulation moyenne des billets a atteint 12.200 millions et que les recettes fiscales et celles de l'emprunt se sont élevées au total à 60 milliards. Dans les deux cas, les avances directes de la banque centrale n'ont pas dépassé 2% des dépenses budgétaires de l'année.

Toutefois, les emprunts indirects du Trésor et autres facteurs du même ordre ont aussi leur importance et, en fin de compte, le système monétaire ne sortira relativement indemne de l'épreuve que dans les pays qui auront fait appel pour le financement intérieur de la guerre principalement aux recettes fiscales et à l'épargne proprement dite. On constate sans aucun doute dans un grand nombre de pays des courants dangereux à peine cachés, et, si l'on n'y prend garde, la tâche qui consistera, la guerre finie, à réparer les effets des perturbations monétaires sera loin d'être aisée. En temps de guerre, il est inévitable que les banques centrales, comme toutes les autres institutions, soient placées sous le contrôle étroit de l'Etat et participent jusqu'à l'extrême limite à l'effort du pays. Mais leur contribution principale, même dans ce cas, devrait être de maintenir les principes fondamentaux dont la méconnaissance non seulement rendrait plus difficile l'œuvre de reconstruction et d'adaptation d'après-guerre, mais pourrait encore compromettre l'effort de guerre lui-même.

## VII. OPÉRATIONS COURANTES DE LA BANQUE.

### I. ACTIVITÉ DU DÉPARTEMENT BANCAIRE.

Le bilan de la Banque au 31 mars 1941, certifié par les vérificateurs aux comptes, figure en Annexe I au présent Rapport. Son total s'élève à 495,8 millions de francs suisses or (unités de 0,2903 . . . gramme d'or fin) contre 469,9 millions au 31 mars 1940. La méthode d'évaluation des diverses devises figurant au bilan est basée, 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. A quelques exceptions près — qui n'ont guère exercé d'influence sur la situation de la Banque — ces cours ne comportent pour ainsi dire pas de modifications par rapport à l'an dernier.

Le volume des opérations traitées par la Banque s'est sensiblement réduit au cours du présent exercice. Le mouvement des affaires, qui s'était encore approximativement maintenu en avril et mai 1940 à la moyenne des premiers mois des hostilités, est devenu nettement plus faible à partir du mois de juin. L'évolution nouvelle de la situation politique ne pouvait manquer de ralentir l'activité de la Banque et les mesures qui ont soumis les avoirs des pays belligérants et occupés d'Europe à un système de licences aux Etats-Unis ont, naturellement, soulevé de nouvelles difficultés. Différentes questions délicates se sont également posées en ce qui concerne le droit de disposition sur les avoirs déposés auprès de la Banque ou sur les avoirs propres de la Banque auprès des banques centrales dans certains cas où le statut des pays intéressés se trouvait modifié à la suite de l'évolution de la situation politique.

Conformément aux réglementations en vigueur aux Etats-Unis relativement aux transactions sur devises étrangères, transferts en compte et exportations de monnaies et devises (complétées par un décret du 10 avril 1940), les opérations de la Banque sur le marché des Etats-Unis ont été soumises au système des licences. En dépit de ces complications, la Banque a pu, en pratique, poursuivre son activité pendant l'exercice écoulé, dans des conditions toutefois plus difficiles. Pour certaines des opérations de la Banque, une licence générale a été accordée et la Banque a normalement obtenu pour les autres des licences spéciales dans des délais relativement courts.

Comme il a été dit dans l'introduction du présent Rapport, la Banque a continué à appliquer les principes de scrupuleuse neutralité qu'elle s'est imposés à elle-même à l'automne de 1939 et elle a strictement limité son activité

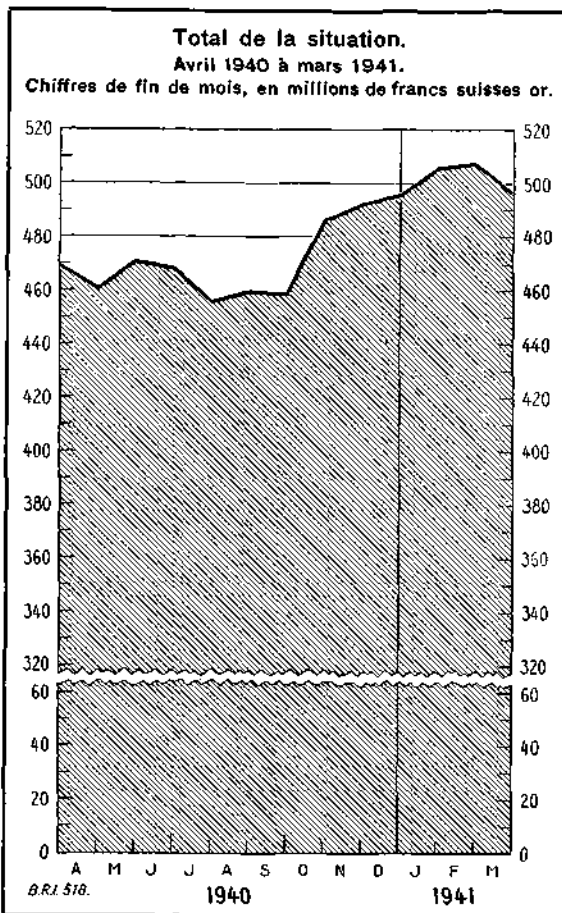
aux transactions qui ne comportent aucun avantage économique ou financier pour l'une des nations belligérantes au détriment d'une autre. De plus, la Banque n'effectue aucune opération qui pourrait, directement ou indirectement, aller à l'encontre de la politique monétaire de la banque centrale du pays intéressé ou, en pratique, tourner les dispositions légales régissant le droit de disposer de la monnaie de ce pays. Lorsque la Banque s'est trouvée en présence de prétentions contradictoires sur les mêmes avoirs, elle a étudié avec le plus grand soin les questions juridiques soulevées dans l'espèce; elle a, dans certains cas, consulté des experts juridiques indépendants et, lorsqu'il y avait doute, elle a pris des mesures conservatoires au mieux des divers intérêts en cause.

Comme il a déjà été précisé plus haut, l'ensemble des affaires effectivement conclues a été sensiblement inférieur à celui des exercices précédents, bien que le volume des ressources à la disposition de la Banque ait été plus important à la fin de l'exercice qu'au début. Dans les circonstances exceptionnelles présentes, la plupart des transactions ont exigé un travail supplémentaire considérable. L'expérience ainsi acquise n'est certainement pas dépourvue

d'intérêt puisque la Banque a été mise en contact direct et étroit avec le fonctionnement du mécanisme de la monnaie et du crédit en temps de guerre et qu'elle a été en mesure de suivre directement les tendances des milieux compétents au sujet des problèmes financiers d'un caractère plus général.

Les variations mensuelles du bilan de la Banque ressortent du graphique ci-contre.

Le total du bilan de la Banque, qui était de 469,9 millions de francs suisses or à fin mars 1940, a atteint son minimum fin juillet, avec 455,4 millions de francs suisses or et son maximum fin février, avec 507,3 millions. Au 31 mars 1941, ce chiffre était de 495,8 millions — soit encore supérieur de 25,9 millions à celui du début de l'exercice. L'or



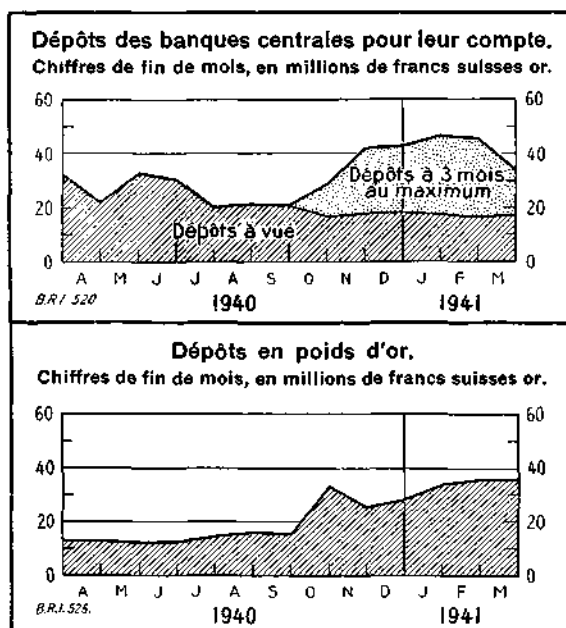
« earmarked », hors bilan, est passé de 73,2 millions de francs suisses or au 31 mars 1940 à un maximum de 89,8 millions à fin avril, puis est tombé, ultérieurement, au minimum de 52,8 millions, le 31 octobre. En fin d'exercice, il s'élevait à 65,1 millions de francs suisses or.

La comparaison des principaux postes du bilan de la Banque au 31 mars 1940 et au 31 mars 1941 appelle les remarques suivantes :

### I. Passif.

Quelques-unes des fluctuations les plus marquées des postes du passif de la Banque se rapportent aux dépôts en devises des banques centrales pour compte propre. Le minimum a été atteint avec 19,8 millions de francs suisses or le 31 juillet 1940, date à partir de laquelle ces dépôts ont été graduellement portés à 46,6 millions, le 31 janvier 1941. A la fin de l'exercice, ils avaient toutefois reculé et s'établissaient à 33,9 millions de francs suisses or. Il est assez intéressant d'observer que, pour la première fois depuis décembre 1939, les dépôts à trois mois au maximum ont fait leur réapparition dans le bilan de la Banque et que, à la fin de l'exercice, ils constituaient environ la moitié du total des dépôts.

Les dépôts à vue des banques centrales pour compte d'autres déposants et les dépôts de déposants autres que les banques centrales ont varié dans des limites assez étroites, leur total s'élevant à 2,9 millions de francs suisses or à la fin de l'exercice financier.

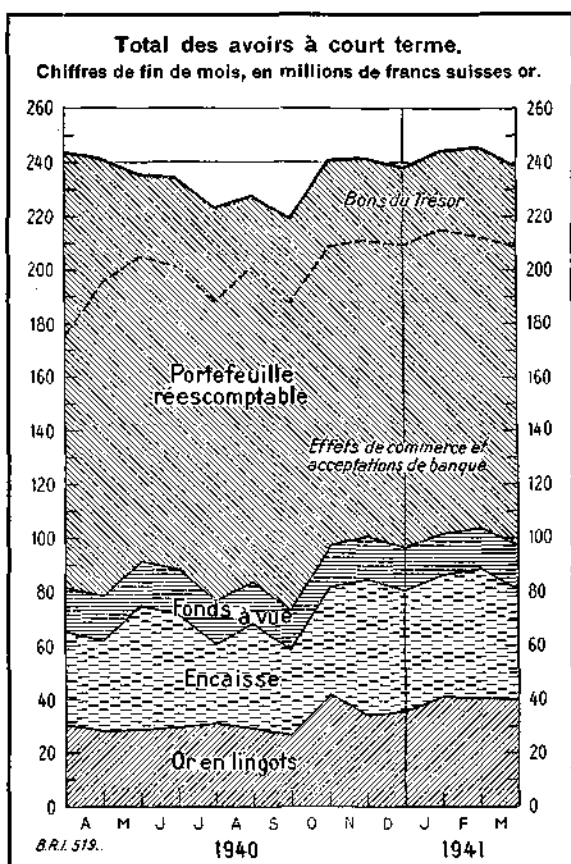


Le total des dépôts en poids d'or (à court terme et à vue) fait également ressortir des variations importantes. De 12,9 millions de francs suisses or au début de l'exercice, ils sont rapidement passés, à l'automne, à 33,2 millions au 31 octobre. Après un recul, le mois suivant, ils se sont élevés à nouveau jusqu'à 35,6 millions de francs suisses or fin février, chiffre auquel ils sont demeurés jusqu'en fin d'exercice

Tous les dépôts en poids d'or, à l'exception de 1,6 million de francs suisses or, étaient des dépôts à vue au 31 mars 1941. L'augmentation du total au cours du présent exercice semble indiquer que les clients de la Banque apprécient les avantages de ces dépôts d'une nature particulière. C'est ainsi que l'utilisation des dépôts en poids d'or permet, notamment, de réduire l'écart entre prix d'achat et prix de vente de l'or, de rendre, par conséquent, moins onéreuses les opérations de conversion d'or en devises et vice versa. Le nombre des comptes de ce type était, à fin mars 1941, de 24, contre 20 à la fin de l'exercice précédent. De même qu'au cours des exercices antérieurs, un certain nombre d'opérations de règlements postaux internationaux ont passé par l'intermédiaire des comptes de dépôts-or à vue, bien que les événements politiques aient quelque peu réduit le volume de ces transactions, notamment en Europe.

## 2. Actif.

Le graphique suivant indique les mouvements mensuels de l'or en lingots, de l'encaisse, des fonds à vue, des effets et acceptations réescomptables, c'est-à-dire des avoirs par nature aisément réalisables.



Le montant de l'or en lingots, plus élevé à la fin qu'au début de l'exercice, reflète l'accroissement des dépôts-or à vue auprès de la Banque. En fait, le stock d'or propre de la Banque représentant l'excédent de l'encaisse-lingots sur ses engagements en poids d'or, est tombé de 17,6 millions de francs suisses or au 31 mars 1940 à 4,5 millions un an plus tard. Etant donné le ralentissement des opérations sur or, la Banque a trouvé opportun de réduire momentanément son propre stock d'or. Le montant que la Banque conserve en fin d'exercice peut aussi être considéré comme une réserve supplémentaire de trésorerie.

Le montant de l'encaisse a varié au cours de l'année dans

des proportions assez importantes. Son chiffre était de 34,8 millions de francs suisses or au 31 mars 1940. Il a fléchi au minimum de 29,5 millions le 31 juillet; mais il a atteint 50,8 millions le 30 novembre, soit 10,3% de l'ensemble des actifs de la Banque à cette date. A la fin de l'exercice, il était encore de 41 millions de francs suisses or. Certaines difficultés de placement et le souci de se ménager constamment le maximum de liquidité ont amené la Banque à conserver pendant l'année une encaisse d'un montant relativement élevé.

Le chiffre des fonds à vue placés à intérêt a peu varié; il atteignait, à la fin de l'exercice, 16,2 millions de francs suisses or.

Le total du portefeuille réescomptable est revenu de 161,9 millions de francs suisses or, au 31 mars 1940, à 141,3 millions un an plus tard. La totalité de cette réduction résulte du virement, en mai, d'une fraction des bons du Trésor détenus par la Banque aux «effets et placements divers». La composition du portefeuille a encore été modifiée par le remplacement de bons du Trésor par des «effets de commerce et acceptations de banque», qui a porté sur environ 18 millions de francs suisses or. Il convient de rapprocher cette dernière modification de l'accroissement marqué du portefeuille de bons du Trésor de la Banque vers la fin de l'exercice précédent. Dans le portefeuille réescomptable, les bons du Trésor s'élevaient à 29,6 millions de francs suisses or et les effets de commerce et acceptations de banque à 111,6 millions à la fin de l'exercice sous revue, contre 68,4 millions et 93,5 millions respectivement à la fin de l'exercice précédent.

Parmi les actifs de la Banque qui ne figurent pas sur le graphique de la page précédente, les fonds à terme placés à intérêt, qui s'élevaient à 17,4 millions de francs suisses or au début de l'exercice, ont atteint leur maximum avec 23,8 millions au 31 janvier 1941 et s'élevaient, à la fin de l'exercice, à 21,5 millions de francs suisses or.

Les effets et placements divers, soit 206,6 millions de francs suisses or au début de l'exercice, ont atteint leur minimum, soit 195,1 millions, le 30 avril 1940 et leur maximum, soit 236,8 millions, le 28 février 1941. A la

En millions de francs suisses or	31 mars 1940	31 mars 1941
3 mois d'échéance au maximum	110,1	108,4
3 à 6 mois . . . . .	80,0	57,2
Plus de 6 mois d'échéance . .	16,5	67,8
Total . .	206,6	233,4

fin de l'exercice, le total en était de 233,4 millions de francs suisses or. La répartition des effets et placements au début et à la fin de l'exercice est indiquée dans le tableau ci-contre.

Grâce à ses excellents rapports avec les banques centrales et autres établissements financiers correspondants, la Banque a pu surmonter maintes difficultés

relatives au placement régulier de ses fonds dans les circonstances actuelles. Elle a pris des précautions particulières pour conserver des réserves de devises appropriées en contrepartie de ses engagements en diverses devises et en or.

Au cours de l'été 1940, la Banque Nationale de Hongrie a fait, à la Banque, une offre qui intéressait non seulement ses placements propres dans ce pays, mais aussi les soldes non remboursés des divers crédits des banques centrales, consentis à l'origine en 1931. L'offre était faite sous la forme suivante: elle donnait aux établissements créanciers le choix entre 1) le remboursement immédiat en dollars actuels, au lieu des dollars-or de 1931 et 2) la prorogation du crédit sur la base de sa valeur-or primitive, avec des remboursements échelonnés sur une période de huit ans et demi. La plupart des participants au crédit ont accepté la première proposition, tandis que la Banque a préféré la seconde. Un accord analogue a été conclu pour le solde des placements de la Banque en Hongrie.

Si les opérations sur or réalisées au cours de l'exercice n'ont pas été, dans leur principe, sensiblement différentes de celles des exercices précédents, les conditions dans lesquelles elles ont été effectuées ont été tout autres. Les événements politiques et le fait que le marché de New-York était le seul où l'or pût être régulièrement vendu ont eu pour conséquence que la plupart de ces opérations ont comporté des envois d'or aux Etats-Unis. Comme les occasions de compensation ont été rares, la Banque a dû le plus souvent, pour son propre compte ou pour le compte de ses correspondants, organiser des expéditions. Les primes d'assurances contre les risques de guerre ont, plus que jamais, varié d'un jour à l'autre et les mesures de restrictions, en matière de navigation notamment, ont rendu très incertains les départs des bateaux et même leurs parcours. La Banque n'a pas été à même de donner suite à toutes les demandes de ses clients, mais elle a néanmoins réussi à mettre sur pied, au cours de l'année, un certain nombre d'opérations de transports — après avoir bien entendu obtenu toutes les autorisations et licences nécessaires. Dans les cas où il a été possible d'arranger des compensations, on a évité les frais, les risques et par dessus tout le grand retard qui résulte des envois matériels. Il convient d'ajouter qu'en règle générale, la Banque a pu répondre aux demandes d'information de ses correspondants relatives aux conditions sans cesse changeantes des expéditions de métal.

Les crédits consentis par l'intermédiaire des banques centrales en vue de faciliter le financement du commerce international ont continué à jouer, mais sur des montants relativement peu importants. Ces opérations, utiles en soi, sont intéressantes surtout parce qu'elles maintiennent une activité qui offre des possibilités de développement dans l'avenir.

Au cours de l'exercice sous revue, la Banque a mis, à diverses reprises, ses services à la disposition d'organismes internationaux. Elle a fait, notamment pour le compte des organisations de la Croix-Rouge, des opérations qui l'ont amenée à se faire ouvrir des comptes auprès de banques centrales appartenant à tous les continents. La Banque reste bien dans la ligne du développement normal de son activité quand elle rend des services techniques à des organisations internationales, surtout à des organisations qui travaillent dans le cadre de conventions internationales.

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

Au cours de l'exercice écoulé, aucun changement ni fait nouveau n'a affecté les fonctions de mandataire (trustee) et d'agent financier de la Banque, qui ont été décrites à la page 189 du dixième Rapport annuel de la Banque.

## 3. BÉNÉFICES NETS ET RÉPARTITION.

Il incombe à la présente Assemblée Générale de prendre une décision en ce qui concerne le dividende. Les bénéfices nets de l'exercice, après provision pour charges éventuelles, s'élèvent à 5.293.909,12 francs suisses or contre 7.962.180,65 francs suisses or pour le dixième 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 1941, 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 évalués 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 inscription à la Réserve légale, comme il est requis par l'article 53 des statuts, d'un montant égal à 5% des bénéfices nets, c'est-à-dire 264.695,46 francs suisses or (398.109,03 francs suisses or en 1940), il reste 5.029.213,66 francs suisses or disponibles pour le paiement d'un dividende. Il est proposé à l'Assemblée Générale de fixer le dividende à 6% l'an pour le onzième exercice social, et, pour parfaire la somme de 7.500.000 francs suisses or nécessaire à cet effet, de prélever un montant de 2.470.786,34 francs suisses or sur le Fonds de réserve de dividendes. Ce prélèvement ramènerait le Fonds de réserve de dividendes de 6.671.325,07 francs suisses or à 4.200.538,73 francs



suisse or. Le total des Fonds de réserve légale, de réserve de dividendes et de réserve générale se monterait dès lors, à la fin du onzième exercice, à 23.323.392,01 francs suisses or.

Les comptes de la Banque et son onzième 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.

Le successeur de Sir Otto Niemeyer, dont le mandat de Président du Conseil d'administration est venu à expiration en mai 1940, n'a pas encore été désigné.

Lorsque M. Pierre Fournier, Gouverneur de la Banque de France, dont la longue et cordiale collaboration a été très précieuse au Conseil, s'est retiré en septembre, il a été remplacé par le nouveau Gouverneur, M. Yves Bréart de Boisanger, jusqu'alors Vice-Gouverneur.

M. Kichio Futami, que le Gouverneur de la Banque du Japon avait désigné, le 6 octobre 1939, conformément à l'article 28 1) des statuts pour remplir les fonctions de substitut, a été rappelé au Japon en février, et M. Yoneji Yamamoto a été désigné pour le remplacer.

Les mandats de membres du Conseil de M. Kano et de M. Galopin, venus à expiration pendant l'exercice, ont été renouvelés.

La Banque a appris avec le plus profond regret le décès, survenu le 9 juin 1941, de M. Georges Janssen, Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique. M. Janssen, membre du Conseil en qualité d'Administrateur d'office depuis janvier 1938, a rendu de précieux services à la Banque qui ressent douloureusement sa perte.

### VIII. CONCLUSION.

Il n'est pas surprenant que, dans le monde entier où, depuis 1914, les périodes de calme et de prospérité véritables ont été si rares, on rencontre un désir général de voir régner une plus grande sécurité et d'oublier les difficultés présentes pour concentrer tous les espoirs sur l'œuvre de reconstruction d'après la guerre. La part considérable de sa capacité productive que l'homme consacre actuellement aux activités de guerre témoigne des possibilités techniques énormes dont il pourrait disposer pour améliorer le bien-être matériel de toutes les classes de la société. L'homme a appris à dominer les forces de la nature et à les utiliser à son profit; ne saura-t-il pas dominer aussi la complexité des rapports sociaux et politiques et permettra-t-il que des progrès techniques, dont il est lui-même l'auteur, soient mis avec un succès sans cesse croissant au service de la destruction ?

Le problème de la sécurité doit être envisagé sous ses deux aspects politique et économique, qui ne cessent d'agir et de réagir l'un sur l'autre. Dans le domaine économique, la plupart des individus subissent malgré eux les effets de forces qui échappent à leur influence, notamment les troubles dans les échanges qui résultent des désordres monétaires et des crises économiques. Ils sont prêts à sacrifier une partie de leur revenu pour s'assurer un plus haut degré de sécurité; la preuve en est dans les chiffres croissants des assurances privées et dans l'extension des plans de sécurité sociale destinés à fournir une assistance aux vieillards et à défendre la société contre la maladie et le chômage. Ces plans, quelle que soit leur valeur, n'apportent qu'une solution partielle au problème: ce sont des palliatifs qui servent à porter secours à l'homme qui a perdu son travail ou ses forces; mais ils ne garantissent nullement que l'activité économique dans son ensemble restera saine. Presque tous les hommes préfèrent le travail aux loisirs forcés et la rémunération de leurs efforts à l'assistance; mais pour qu'il y ait «du travail pour tous», il faut que l'activité économique progresse, que les marchandises, produites plus abondamment, trouvent des débouchés et que l'épargne puisse se placer normalement. Depuis le milieu du dix-neuvième siècle jusqu'à la guerre de 1914, la production mondiale a augmenté, sauf de courtes interruptions, à la cadence remarquablement régulière d'environ 3% chaque année; dans les vieux pays comme dans les nouveaux, cette expansion a assuré à l'ensemble de la population du travail et un niveau de vie en progression régulière; elle a donné aussi, aux hommes de valeur et doués d'esprit d'entreprise, des occasions de succès et de rémunération. C'est là une des raisons au moins pour lesquelles le problème de la sécurité sociale se

posait, à cette époque, avec moins d'acuité. Mais, aujourd'hui, les conditions ont changé et il faut, le plus souvent, trouver des solutions nouvelles. Sur un point important, toutefois, l'expérience de la période antérieure à 1914 et celle des vingt années qui ont séparé les deux guerres tendent à la même conclusion: l'expansion économique n'est possible que s'il existe un certain équilibre entre prix de revient, prix de vente et bénéfices; que si la production s'adapte continuellement à une demande sans cesse changeante; que si, enfin, les méthodes périmées sont éliminées. La sécurité ne s'acquiert pas par les mesures de protection, qui sont si souvent exigées par les intérêts particuliers, en vue de perpétuer simplement l'état de choses existant, d'empêcher par conséquent toute adaptation, même quand ont changé les conditions qui en étaient la justification. Il est, en effet, plus que probable que de telles mesures contribuent seulement à prolonger les crises. Stabilité et stagnation ne signifient pas sécurité.

Le problème de la suppression du chômage est, à bien des égards, relativement facile à résoudre en période de réarmement rapide et d'hostilités. L'État offre, en effet, un débouché illimité pour tous les instruments de guerre que l'industrie est en mesure de produire, tandis que, seuls, les besoins élémentaires des consommateurs sont satisfaits. En temps de paix, au contraire, le but est d'améliorer le niveau de vie de la masse des consommateurs; il s'agit donc de produire une quantité croissante d'articles très variés, ce qui pose des problèmes délicats: comment notamment maintenir entre la production et le pouvoir d'achat un rapport convenable sans compromettre, par ailleurs, l'équilibre du système de crédit et des différentes branches de l'activité économique? Le devoir social — et le sens commun — obligeront les gouvernements après la guerre à faciliter l'œuvre d'adaptation économique qui permettra d'orienter à nouveau la production vers les besoins du temps de paix, seul moyen de relever le niveau général de vie abaissé par la guerre. Reprise du commerce extérieur, approvisionnement en matières premières, transferts de main-d'œuvre, ouverture des crédits nécessaires, tels sont quelques-uns des problèmes qui se poseront alors. En ce qui concerne les questions financières, l'expérience de la dernière guerre nous montre qu'il est également indispensable d'éviter dans chaque pays aussi bien une course à l'inflation qu'une contraction brusque du crédit, l'une et l'autre désastreuses pour l'œuvre de reconstruction. Du point de vue international, on peut tirer, de cette même expérience, la leçon qu'un volume excessif de crédits extérieurs — surtout s'ils n'ont été consentis qu'à court terme — soumet les balances de paiements à des tensions intolérables et que mieux vaut, par conséquent, en éviter l'abus. Mais cette expérience montre aussi que le commerce extérieur, privé du lubrifiant que constitue le crédit, ne peut jouer son rôle qui est cependant essentiel pour la reprise de l'activité économique après une guerre dévastatrice. Comment tirer

profit de l'expérience, sur quels principes établir une politique financière à la fois saine et constructive? Ces questions font aujourd'hui, dans le monde entier, l'objet d'une étude approfondie. Étant donné que seule une activité économique en plein essor peut procurer à la fois travail régulier et progrès social à l'humanité, il est certain que son avenir dépendra en fin de compte des solutions plus ou moins heureuses qui seront données à ces problèmes.

THOMAS H. MCKITTRICK,  
Président.

## **ANNEXES**

# BILAN AU

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

ACTIF			
I. OR EN LINGOTS . . . . .		40.070.131,31	8,1
II. ENCAISSE			
A la Banque et en compte courant dans d'autres Banques . . . . .		41.010.608,58	8,3
III. FONDS A VUE placés à intérêts . . . . .		16.168.480,64	3,3
IV. PORTEFEUILLE RÉESCOMPTABLE			
1. Effets de commerce et acceptations de Banque . . . . .	111.629.548,85		22,5
2. Bons du Trésor . . . . .	29.621.796,65		6,0
		141.251.345,50	
V. FONDS A TERME placés à intérêts			
A 3 mois au maximum . . . . .		21.538.067,42	4,3
VI. EFFETS ET PLACEMENTS DIVERS			
1. Bons du Trésor . . . . .	75.752.840,23		15,2
2. Effets de Chemins de fer et de l'Adminis- tration des Postes, autres effets et place- ments divers . . . . .	157.690.261,32		31,8
		233.443.101,55	
VII. AUTRES ACTIFS . . . . .			
		2.346.490,89	0,5
NOTE — Les avoirs de la Banque, sous forme de lingots d'or ou de monnaies libres de restrictions de change, dépassent de beaucoup 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 le 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, près de 60% des avoirs restants, après avoir défalqué des investisse- ments effectués en Allemagne le montant du Dépôt du gouvernement alle- mand, sont couverts 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.			
		495.828.225,89	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 toutes les explications que nous avons demandées et qu'à notre  
exacte et correcte de la situation des affaires de la Banque, exprimée en francs suisses or définis ci-  
ressort de l'examen des livres mis à notre disposition et

ZURICH, le 2 Mai 1941.

31 MARS 1941

GRAMMES D'OR FIN — ART. 5 DES STATUTS)

PASSIF			
			%
<b>I. CAPITAL</b>			
Capital autorisé et émis:			
200.000 actions de 2.500 frs. suisses or chacune libérées de 25 % . . . . .	500.000.000,—	125.000.000,—	25,2
<b>II. RÉSERVES</b>			
1. Fonds de Réserve Légale . . . . .	5.515.507,69		
2. Fonds de Réserve de Dividendes . . . . .	6.671.325,07		
3. Fonds de Réserve Générale . . . . .	13.342.650,13	25.529.482,89	5,2
<b>III. DÉPÔTS A LONG TERME</b>			
1. Dépôts au Compte de Trust des Annuités . . . . .	152.606.250,—		30,8
2. Dépôt du Gouvernement allemand . . . . .	76.303.125,—		15,4
		228.909.375,—	
<b>IV. DÉPÔTS A COURT TERME ET A VUE (en monnaies diverses)</b>			
1. Banques Centrales pour leur compte:			
a) A 3 mois au maximum . . . . .	16.892.863,47		3,4
b) A vue . . . . .	16.984.135,65		3,4
2. Banques Centrales pour le compte d'autres déposants:		33.876.999,12	
A vue . . . . .		1.678.570,05	0,3
3. Autres déposants:			
a) A 3 mois au maximum . . . . .	24.330,18		0,0
b) A vue . . . . .	1.156.847,30		0,2
		1.181.177,48	
<b>V. DÉPÔTS A COURT TERME ET A VUE (Or)</b>			
1. A 3 mois au maximum . . . . .	1.619.836,04		0,3
2. A vue . . . . .	33.934.771,50		6,9
		35.554.607,54	
<b>VI. DIVERS</b> . . . . .		38.804.104,69	7,8
<b>VII. SURPLUS</b>			
Bénéfice pour l'exercice social ayant pris fin le 31 mars 1941 . . . . .		5.293.909,12	1,1
		495.828.225,89	100,0

la Banque, pour l'exercice social ayant pris fin le 31 mars 1941. Nous déclarons que nous avons avis le bilan ci-dessus et la Note qui l'accompagne sont établis de manière à donner une vue dessus pour la contre-valeur des diverses monnaies utilisées, pour autant que cette situation des explications ou renseignements qui nous ont été donnés.

PRICE, WATERHOUSE &amp; Co.

## COMPTE DE PROFITS ET PERTES

pour l'exercice social ayant pris fin le 31 Mars 1941

	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	7.022.432,10
Commissions de la Banque:	
En qualité de Mandataire (Trustee) (ou Agent Financier des Trustees) d'Emprunts Internationaux . . . . .	121.079,29
En raison de crédits spéciaux . . . . .	3.739,93
Droits de transfert . . . . .	53,—
	7.147.304,32
Frais d'administration:	
Conseil d'Administration — indemnités et frais de voyage . . . . .	79.832,88
Direction et personnel — traitements et frais de voyage . . . . .	1.413.459,60
Loyer, assurance, chauffage, éclairage et eau . . . . .	104.420,07
Fournitures de bureau, livres, périodiques . . . . .	86.497,34
Téléphone, télégraphe et frais postaux . . . . .	54.955,89
Rémunérations d'experts (Commissaires-Vérificateurs, interprètes, etc.)	12.359,71
Imposition cantonale . . . . .	35.698,12
Droits d'abonnement sur l'émission française des actions de la Banque	26.931,10
Divers . . . . .	39.240,49
	1.853.395,20
<b>BÉNÉFICE NET</b>	<b>5.293.909,12</b>

### COMPTE D'AFFECTATION DU BÉNÉFICE NET

BÉNÉFICE NET pour l'exercice social ayant pris fin le 31 mars 1941 . . . . .	5.293.909,12
Affectation au Fonds de Réserve Légale, conformément à l'Article 53 a) des Statuts — 5 % de 5.293.909,12 . . . . .	264.695,46
Disponible pour le paiement d'un dividende pour l'exercice . . . . .	5.029.213,66
Prélèvement sur le Fonds de Réserve de Dividendes . . . . .	2.470.786,34
Dividende au taux de 6 % par an sur le capital versé . . . . .	7.500.000,—



11 - 31 Mars 1941

## CONSEIL D'ADMINISTRATION

—	Président.
Alexandre Galopin, Bruxelles	} Vice-Présidents.
Hisaakira Kano, Londres	

Dott. V. Azzolini, Rome.  
Y. Bréart de Boisanger, Paris.  
Baron Brincard, Paris.  
Walther Funk, Berlin.  
Prof. Francesco Giordani, Rome.  
† Georges Janssen, Bruxelles.  
Sir Otto Niemeyer, Londres.  
Montagu Collet Norman, Londres.  
Ivar Rooth, Stockholm.  
Dr. Hermann Schmitz, Berlin.  
Kurt Freiherr von Schröder, Cologne.  
Dr. L. J. A. Trip, La Haye.  
Marquis de Vogüé, Paris.  
Ernst Weber, Zurich.  
Yoneji Yamamoto, Berlin.

### Suppléants

Dott. Giovanni Acanfora	} Rome.
Dott. Mario Pennachio	
Adolphe Baudewyns, Bruxelles.	
Cameron F. Cobbold, Londres.	
Emil Puhl, Berlin.	

### 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 Economique.
Dr. Felix Weiser,	Conseiller Juridique.

9 Juin 1941.