

**BANQUE DES
RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX**

HUITIÈME RAPPORT ANNUEL

1^{ER} AVRIL 1937 — 31 MARS 1938

BÂLE
9 MAI 1938

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
I. Introduction	5
II. Cours des changes, mouvements des prix et commerce extérieur . .	21
III. Une année de transition de la déthésaurisation à une nouvelle thésaurisation	43
IV. Mouvements des capitaux et endettement international	72
V. Tendance des taux d'intérêt	89
VI. Faits affectant les banques centrales et les banques privées. . . .	122
VII. Opérations courantes de la Banque:	
1. Activité du département bancaire	129
2. Fonctions de mandataire (trustee) et d'agent fiscal exercées par la Banque	133
3. Bénéfices nets et répartition	135
4. Modifications dans la composition du Conseil d'administration et dans la Direction de la Banque	137
VIII. Conclusion	139

ANNEXES

- I. Banques centrales et autres institutions bancaires possédant les droits de représentation et de vote à l'Assemblée Générale de la Banque.
- II. Bilan au 31 mars 1938.
- III. Compte de profits et pertes et compte d'affectation du bénéfice net pour l'exercice social ayant pris fin le 31 mars 1938.

IV. Trustee de l'Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930:

- a) Etats des recettes et des paiements pour la septième année de l'Emprunt (du 1^{er} juillet 1936 au 30 juin 1937).
- b) Etats indiquant les fonds entre les mains des dépositaires au 30 juin 1937.

V. Trustee de l'Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930 — Relevé en cours d'exercice des recettes et des paiements pour le semestre ayant pris fin le 31 décembre 1937.

VI. Emprunts internationaux pour lesquels la Banque est trustee ou agent fiscal des trustees — Fonds disponibles au 31 mars 1938.

HUITIÈME RAPPORT ANNUEL

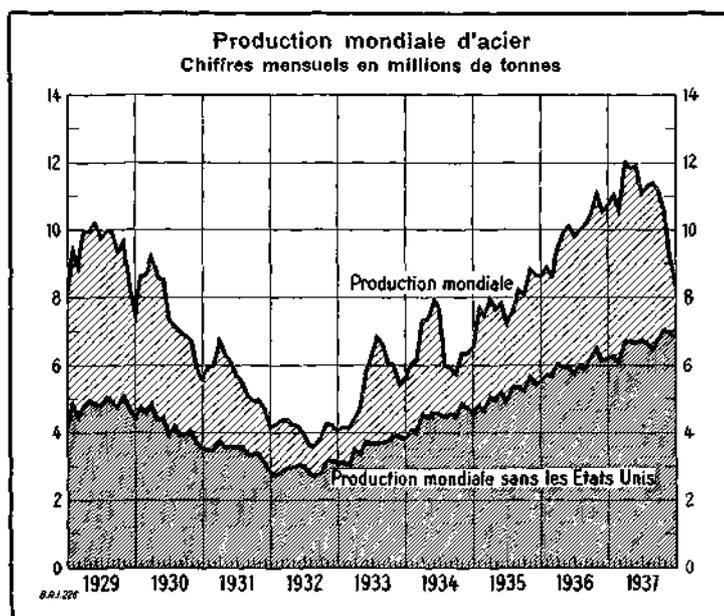
A L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DE LA
BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

Bâle, le 9 Mai 1938.

Messieurs,

J'ai l'honneur de soumettre à votre approbation le Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif aux opérations du huitième exercice social, couvrant la période du 1^{er} avril 1937 au 31 mars 1938. Les résultats de cet exercice, qui ne diffèrent guère de ceux de l'exercice précédent, sont indiqués en détail au chapitre VII. Après de prudentes provisions pour charges imprévues, le Conseil propose à l'Assemblée Générale de voter un dividende annuel de 6 % et les affectations statutaires aux réserves.

La reprise de l'économie mondiale, dont les premiers symptômes apparurent pendant l'été de 1932, s'est poursuivie sans interruption jusqu'en 1936, avec seulement quelques mouvements secondaires de rechute ou d'hésitation dans certains pays et, dans d'autres, un certain retard. Ce n'est qu'au cours du deuxième semestre de 1936 que le progrès, marqué jusque là par d'importantes différences de rythme et de cadence, devint presque général, donnant enfin l'impression que la grande crise était finie. La hausse des prix, l'accroissement de la production, du commerce et de la consommation atteignirent leur point culminant pendant le premier semestre de 1937, et l'impulsion très marquée de cette dernière période avait effectivement de nombreuses caractéristiques, généralement associées aux conditions d'un «boom». La période d'activité plus intense, aux Etats-Unis en particulier, fut pourtant relativement brève, et il n'est donc pas surprenant que l'opinion publique n'ait pas été préparée à la soudaine volte-face qui allait se produire. Si l'on émettait quelques craintes, celles-ci tenaient plutôt de l'appréhension de voir se développer une période d'activité fiévreuse difficile à contrôler. On redoutait que l'augmentation extraordinaire de la production de l'or ne conduisît à une expansion monétaire exagérée dans tous les pays du monde. La continuation des dépenses des Etats pour les armements et les travaux publics, à un moment où les affaires n'avaient plus besoin de ce stimulant, semblait devoir conduire à un développement exagéré



de certains secteurs de l'activité économique. Aux Etats-Unis, on pensa que les affaires se développeraient par leur propre impulsion, et le gouvernement suspendit les mesures qu'il avait prises pour les stimuler. La politique monétaire visait plutôt à freiner le mouvement de hausse, et la déclaration du Président Roosevelt sur le niveau trop élevé de

certain prix avait également pour but d'arrêter une hausse spéculative des prix.

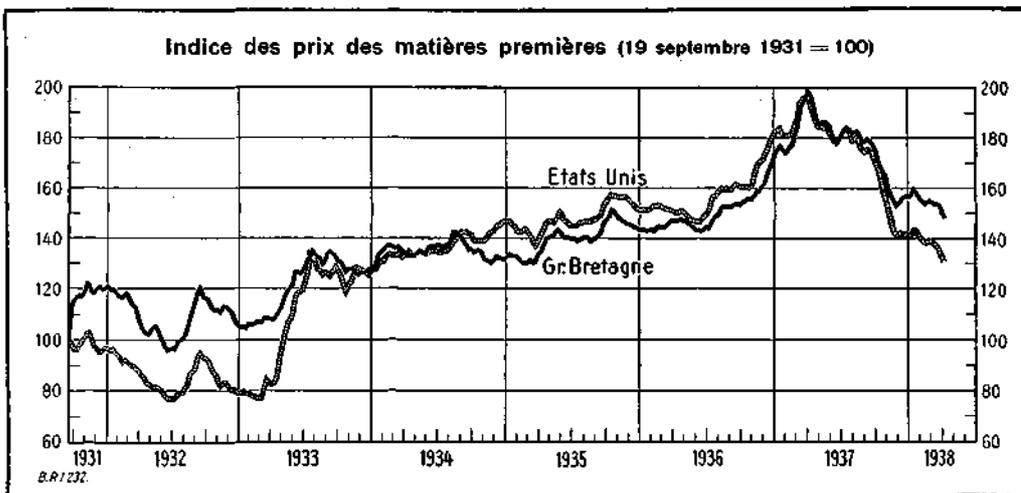
La chute soudaine qui s'est produite aux Etats-Unis, pendant le second semestre de 1937, fut une surprise pour le monde entier. Les indices de l'activité économique cessèrent de croître; ils baissèrent très légèrement dans certains cas et si fortement dans d'autres qu'on ne peut comparer la situation qu'aux crises les plus graves qu'on ait jamais vues. La rupture d'une activité générale plus ou moins homogène en tendances opposées introduisit une grande incertitude dans les perspectives commerciales et affecta, en particulier, l'investissement des capitaux nouveaux.

La production industrielle mondiale atteignit un record de hausse au printemps de 1937, supérieur de près de 20 % à celui de l'année 1929. Sa diminution pendant la dernière partie de l'année fut toutefois tout particulièrement importante, car elle se traduisit aux Etats-Unis par une chute presque verticale, l'indice de la Réserve Fédérale de la production industrielle (base 1923—1925) tombant de 117 en août à 84 en décembre. Cette baisse fut plus forte que celle de l'automne de 1929 — l'indice tomba alors de 121 en septembre à 103 en décembre — et, sans être tout à fait aussi importante, elle fut plus rapide que pendant l'effondrement d'après-guerre, lorsqu'en quatorze mois l'indice tomba de son maximum de 95 en janvier 1920 à 64, point le plus bas, en mars 1921.

Aucun autre pays n'a connu une dépression aussi forte. Au Canada, pays voisin des Etats-Unis, la production industrielle resta satisfaisante jusqu'en novembre 1937, et dans les pays européens, où la vie économique n'était pas influencée par des conditions spéciales (comme en France et en Allemagne),

la contraction prit plutôt le caractère d'un déclin saisonnier quelque peu accentué. Mais, comme les États-Unis participent à eux seuls pour presque 40 % à la consommation mondiale des matières premières, un fléchissement précipité des affaires dans ce pays a, sur les marchés des matières premières et, par suite, sur le développement économique du reste du monde, des répercussions très profondes.

Les tendances diverses de l'année se reflètent nettement dans le mouvement des prix des matières premières, qui a marqué durant l'année quatre phases distinctes, couvrant chacune une période d'environ trois mois.



1) A la suite du redressement de 1936, il y eut une hausse rapide, pendant le premier trimestre, due aux prévisions trop optimistes sur l'augmentation de la demande qui devait résulter de l'accroissement du pouvoir d'achat des consommateurs et des commandes des États pour le réarmement. Les sociétés industrielles, désireuses de se garantir contre la hausse des prix des matières premières, procédèrent à des achats plus considérables (parfois beaucoup plus considérables) que leurs besoins normaux ne l'eussent justifié. Il se produisit ainsi une accumulation générale des approvisionnements et une diminution des stocks visibles, naturellement accompagnées d'achats purement spéculatifs.

2) Ce mouvement fut suivi par une baisse également forte au cours du second trimestre; elle traduisait un changement général des perspectives d'avenir et une liquidation des opérations spéculatives. Le relèvement rapide des prix de certaines marchandises très au delà du coût effectif de production, à une époque particulièrement favorable à une expansion industrielle, suffisait, en soi, à faire naître des doutes pour l'avenir.

3) Une période de stabilité relative des prix intervint pendant le troisième trimestre, puis,

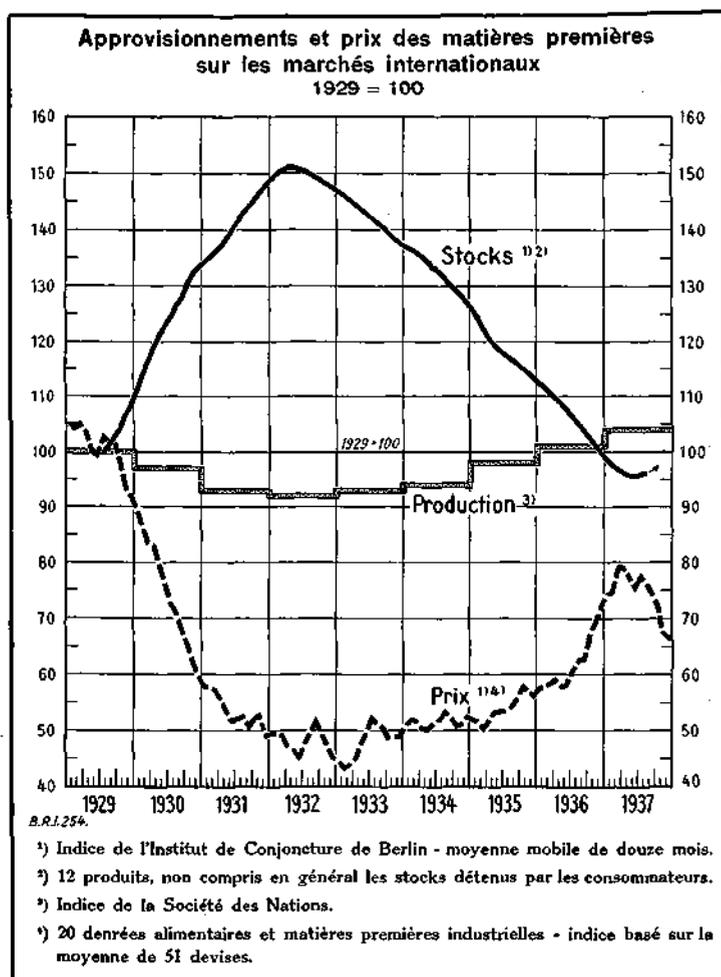
4) un déclin accentué se produisit pendant les trois derniers mois de l'année, au moment où l'arrivée d'approvisionnements plus abondants sur le marché coïncida — comme il arrive souvent lorsque la courbe des affaires atteint son point d'inflexion — avec une contraction de la demande provoquée par le changement dans la conjoncture économique.

Sous l'action de la hausse des prix, à la fin de 1936 et au début de 1937, et sous l'influence de conditions atmosphériques favorables, la production mondiale des matières premières s'accrut considérablement et elle atteignit des chiffres records. Les producteurs de marchandises faisant l'objet d'un contrôle international, telles que le caoutchouc et l'étain, décidèrent une nouvelle augmentation de la production et des contingents d'exportation. De plus grands stocks de ces produits devinrent ainsi disponibles sur les marchés, surtout pendant la seconde partie de l'année. Toutefois, lorsqu'il se produisit une baisse des prix et que les stocks visibles commencèrent à s'accumuler, les producteurs

s'en préoccupèrent et les contingents de production et d'exportation furent une fois de plus réduits. Il y eut ainsi un revirement complet de la politique de production antérieure en l'espace de douze mois.

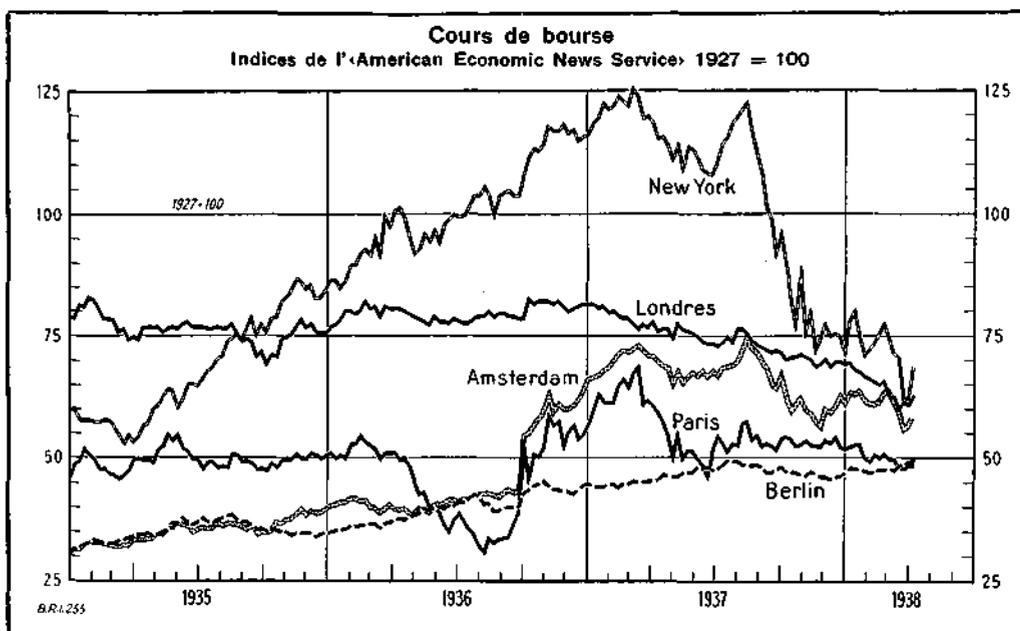
Le graphique ci-contre montre, pour la période allant de 1929 à 1937, les changements intervenus dans la production des matières premières les plus importantes, dans les stocks visibles et dans les prix.

Si l'indice de production au cours de l'année 1932 fait apparaître une baisse relativement si faible, c'est que l'on y a in-



clus la production agricole qui n'a jamais beaucoup varié. En 1937, la production fut plus élevée et les stocks moins élevés qu'en 1929. A la suite de la hausse survenue pendant le premier trimestre de 1937, les prix atteignirent un niveau de 20% inférieur à celui de 1929, mais les baisses intervenues postérieurement les ont ramenés, à la fin de 1937, au même niveau environ qu'à celui du début de l'automne de 1936, c'est-à-dire à égale distance du niveau de 1929 et du point le plus bas atteint au plus profond de la dépression en 1932.

Les différentes phases de l'année se reflètent encore dans les mouvements des cours de la bourse, qui ont suivi, dans la plupart des centres, des mouvements de hausse pendant le premier trimestre de 1937, de baisse pendant le second, pour se raffermir pendant le troisième trimestre et s'effondrer pendant le quatrième.



Ces mouvements indiquent les prévisions des capitalistes et des spéculateurs et ils exercent indiscutablement une grande influence sur le volume des affaires en général, tant pour des motifs psychologiques qu'en raison des répercussions des gains et pertes correspondants sur les dépenses du public. Cette influence n'a certainement pas diminué ces derniers temps. Il est probable qu'elle est plus forte dans maints pays que celle des travaux d'investissement commandés par les Etats, et ceci est d'autant plus remarquable si l'on considère le rôle beaucoup plus important que jouent, à l'heure actuelle, les plans d'investissement des organismes publics et semi-publics dans toute la vie économique. Le public est, dans la plus grande partie du monde, plutôt plus que moins influencé par l'orientation des cours de bourse, et la bourse de New-

York conserve une influence prépondérante sur un certain nombre de bourses importantes à l'extérieur des États-Unis. Ceci augmente encore l'influence exercée par le rythme de la vie économique américaine sur les événements dans le reste du monde, étant donné en particulier que les fluctuations des cotations en bourse sont susceptibles d'affecter le volume des nouvelles émissions sur les différents marchés.

Au cours du second semestre de 1937, la crainte de l'avenir a commencé à peser lourdement sur l'état d'esprit des hommes d'affaires et des porteurs de valeurs mobilières: crainte de graves troubles politiques, craintes de perturbations monétaires répétées, craintes enfin d'une nouvelle dépression. Et peut-être était-il naturel, bien que regrettable, d'envisager la crise redoutée sur le plan des graves expériences qui ont eu lieu de 1929 à 1932.

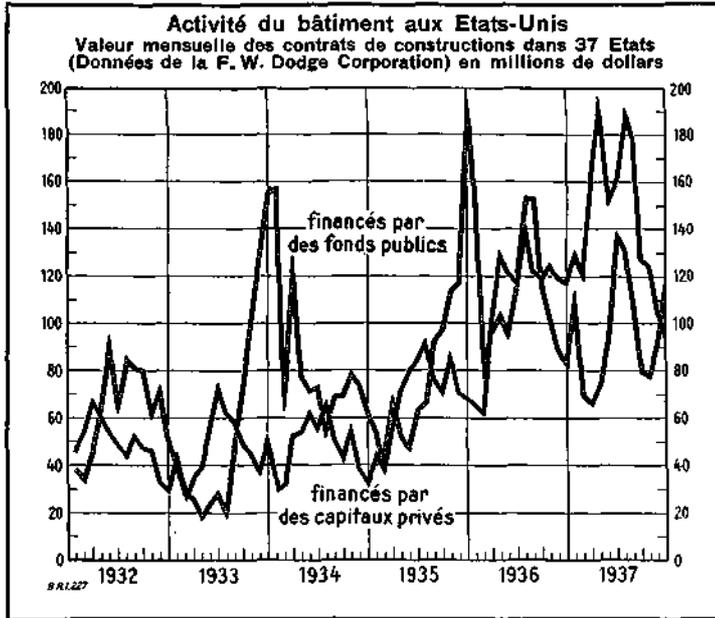
La crise de 1929 à 1932, comme la reprise qui l'a suivie, portent toutes les deux l'empreinte des circonstances exceptionnelles dans lesquelles elles se sont produites. Ces circonstances rendent obscures les caractéristiques normales du cycle des affaires. On constate même une certaine tendance (psychologiquement compréhensible en raison de l'aversion naturelle à admettre la fatalité de hauts et de bas dans le bien-être matériel du monde) à croire que toute prospérité mondiale est le résultat d'une sage politique générale, et que tout recul économique est dû à des facteurs non économiques anormaux. Jamais les tentatives d'action gouvernementale, pour influencer le développement économique, n'avaient eu une portée aussi vaste. Jamais encore on n'espéra tant qu'une politique active parviendrait à influencer, sinon à maîtriser, les mouvements cycliques de l'activité économique mondiale, du moins dans des limites nationales. Le fléau du chômage, avec ses conséquences d'ordre économique, social et politique, n'a jamais occupé une place aussi importante dans l'esprit des hommes d'État, rendant l'application d'une politique économique et monétaire active presque une nécessité politique. Mais les obstacles qui s'opposent à un développement normal de l'activité économique n'ont jamais été aussi nombreux. L'action gouvernementale, tout en créant du travail d'une part, a, dans bien des cas, créé d'autre part une atmosphère d'incertitude qui entrave l'initiative privée. Le nationalisme économique, tout en favorisant dans tous les pays certaines branches de l'activité interne et, dans les pays pratiquant un système d'économie dirigée, l'ensemble de la vie économique, a souvent été involontairement un obstacle au développement du commerce international. Ceci a provoqué, pour un nombre de produits importants, un resserrement de ce que l'on appelle le marché mondial et a accru par là la sensibilité de ce que l'on appelle les prix mondiaux de ces produits. Le désir de s'affranchir des parités de change fixes, que l'on a souvent considéré comme un instrument nécessaire d'une politique économique active, bien qu'il n'ait pas pro-

voqué d'importantes fluctuations de change, a empêché le rétablissement réel d'une stabilité monétaire ferme et a créé par là un sentiment d'incertitude qui joue incidemment un rôle important dans le problème des «capitaux flottants». Enfin, et par-dessus tout, les troubles politiques, avec l'ouverture effective des hostilités dans certaines parties du monde et la crainte d'éventualités plus graves, ont empêché un développement considérable d'entreprises nouvelles, arrêté le courant naturel d'optimisme inhérent aux périodes d'expansion et provoqué des fuites de capitaux ainsi que des réalisations de placements.

On admet, en général, que les tendances du cycle économique sont renforcées par l'effet cumulatif des mouvements de prix, et on ne peut nier l'influence importante des facteurs psychologiques pour stimuler cette évolution. Même ceux qui ne croient pas à la possibilité d'éliminer complètement, ou même de maîtriser, les variations du cycle économique admettent la nécessité d'atténuer les effets en question. Les événements de ces dernières années, en accroissant les éléments d'incertitude, ont toutefois augmenté l'indécision du monde des affaires, et ceci, à son tour, peut frustrer la politique gouvernementale de son action bienfaisante, même dans des cas où une telle politique ne contribue pas en elle-même à augmenter le sentiment d'incertitude. Il faut attendre peu de résultats d'une politique qui cherche à limiter les effets cumulatifs de la tendance des affaires, si elle est de nature à amoindrir d'autre part la force de résistance vis-à-vis des facteurs qui subsistent inévitablement. Cette vérité première pose certaines limites à la possibilité de suivre, d'une part, une politique économique exclusivement nationale, sans en accepter, d'autre part, l'isolement économique comme conséquence dernière.

Pour résumer l'ensemble de la reprise qui a suivi la grave dépression de 1929 à 1932, on peut dire que l'économie mondiale a dû lutter dans des circonstances anormalement défavorables et que l'action des Etats a tantôt stimulé, tantôt entravé les forces naturelles de la reprise. En Europe, où les facteurs défavorables étaient les plus forts, certains symptômes de stabilité apparurent vers 1936, bien que maints facteurs anormaux fussent encore à l'œuvre. La dépression mondiale qui s'est produite l'année suivante prit naissance aux Etats-Unis, et l'évolution dans ce pays acquiert à cet égard une importance particulière. En aucun pays, sauf dans ceux où l'Etat contrôle pratiquement toute la vie économique, l'action de l'administration n'a été aussi forte et aussi étendue. Aucun pays n'est aussi naturellement indépendant des autres, ni aussi bien protégé contre les complications politiques internationales. Nulle part, pourtant, la réaction ne fut aussi violente. Il s'est avéré infiniment plus difficile de diriger la tendance de la vie économique par l'action gouvernementale, même dans un pays possédant un vaste marché intérieur et un système bancaire organisé, que

ne le donnaient à croire la valeur d'une expérience approfondie et l'examen attentif des faits économiques.



Si les gouvernements veulent avoir une influence sur le cycle économique, ils ne doivent pas se contenter de s'opposer aux mouvements périodiques de baisse, ils doivent également être prêts à arrêter une excessive tendance de hausse. Lorsque l'activité économique commence à se ralentir, un stimulant peut être utile jusqu'au moment

où les affaires privées retrouvent leur propre élan, mais l'influence officielle doit être prête à s'exercer en sens opposé dès qu'apparaissent les symptômes d'un développement trop rapide du volume des investissements. L'une des caractéristiques les plus particulières de la récente phase est que lorsque la marche des affaires était bonne et que le gouvernement réduisait, en conséquence, son action de soutien, l'activité normale des particuliers n'arrivait pas à donner une impulsion suffisante permettant la continuation du mouvement ascendant; les affaires ralentissaient aussitôt que l'effet stimulant de l'intervention gouvernementale avait cessé. Aux Etats-Unis, par exemple, le gouvernement voit se poser maintenant le problème de la lutte contre le déclin de l'activité économique avant même que la situation l'ait amené à renverser entièrement sa politique antérieure d'expansion.

La reprise de ces dernières années aux Etats-Unis ne fut pas marquée, en fait, par un large développement de nouveaux investissements par des entrepreneurs. On a mieux utilisé la capacité productive déjà existante, mais il n'y a eu aucune augmentation générale de la capacité de production. Ceci tendrait à prouver qu'il est exact que seule une augmentation du volume des investissements peut fournir une base plus durable à un accroissement de l'activité économique. Cette base ne lui est pas fournie par le simple stimulant à la consommation qu'offrent les dépenses de l'Etat ou, comme en France, l'amélioration subite des conditions de vie de la classe ouvrière; sur le moment même,

elles peuvent être un stimulant, mais elles ne réveillent pas les forces d'activité plus normales et plus durables et, si elles imposent des charges trop lourdes à la production, le résultat final peut même être l'inverse du résultat recherché.

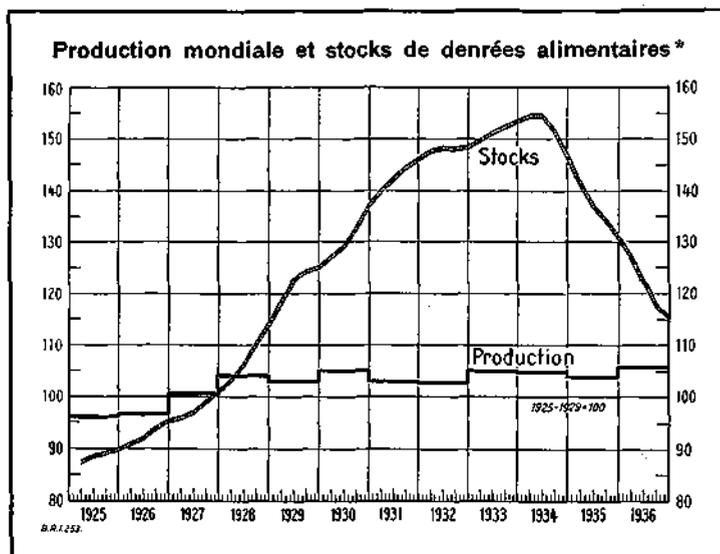
Les événements de 1929 nous ont appris que l'absence de toute hausse des prix ne prouve pas qu'il n'y ait aucune crise imminente. L'année 1937 nous a appris qu'une grande abondance d'or et une politique d'argent à bon marché n'empêchent pas les prix de baisser — au moins temporairement et violemment. Ces dernières années nous ont également appris qu'un pays, en raison de différences de politique monétaire et de structure économique, peut montrer dans le mouvement cyclique de son économie un rythme très différent de celui qu'on observe ailleurs. Mais l'expérience a déçu l'espoir de ceux qui croyaient qu'un pays peut se soustraire à l'influence de l'évolution des autres pays en suivant une politique de nationalisme économique. Au contraire, lorsque les mouvements cycliques cessent de coïncider dans différents pays, il peut arriver que l'arrêt économique de l'un de ces pays mette fin au redressement en cours dans un autre, longtemps même avant que celui-là ne soit parvenu à son point culminant. Exception faite pour les cas d'isolement complet — que l'on considère rarement comme un idéal — l'interdépendance des pays modernes est si étroite que le nationalisme économique et la liberté de modifier les parités monétaires, tout en leur permettant de suivre leur propre voie (ce qu'on prétend être un des principaux avantages de la rupture avec un étalon monétaire international automatique), ne leur donnent pas la liberté de se mouvoir indépendamment les uns des autres. Il leur faut suivre, à une certaine distance, l'évolution des pays les plus importants. On eût été en droit d'espérer que la divergence de rythme et de cadence de l'évolution économique dans le monde exercerait sur le cycle économique, considéré dans l'ensemble du monde, une action régulatrice, la prospérité de l'un compensant et arrêtant la baisse dans un autre. Mais, à l'heure actuelle, l'expérience semble plutôt prouver que le fait de s'écarter ainsi de la voie commune ait pour effet de bouleverser encore plus l'évolution de l'économie générale dans le monde et de créer un état de psychose dans lequel le monde ne perd jamais le sentiment de vivre en période de crise, parce que ce sentiment est toujours justifié, soit dans un pays, soit dans l'autre.

Tant d'éléments perturbateurs sont maintenant à l'œuvre dans le domaine politique et économique qu'on a tendance à oublier les éléments plus favorables que présente la situation actuelle. Telle qu'elle est, on peut avantageusement la comparer sous certains rapports importants à celle de 1929.

1937 fut une année de stabilité relative des changes, pendant laquelle le franc français seul subit une forte baisse. Les fluctuations du rapport livre-dollar se sont maintenues dans des limites plus étroites d'un tiers que l'année précédente. Le commerce international continua à se développer, et il atteignit

pratiquement en volume le montant de 1929. Cette reprise permit à maints pays d'affecter des sommes beaucoup plus importantes au service de leurs dettes extérieures et elle créa une base favorable pour la conclusion d'accords relatifs aux dettes. A deux égards, la situation fut, en 1929, exceptionnellement dangereuse : une dépression agricole coïncida avec une diminution d'activité industrielle succédant à quelques années d'expansion rapide, et la crise fut suivie et prolongée par une débâcle financière générale qui affecta profondément le système monétaire du monde entier.

L'expérience prouve qu'il n'existe pas de corrélation nécessaire entre un fléchissement industriel, même grave, et une crise agricole. Les prix agricoles n'ont pas baissé pendant les crises qui ont commencé en 1900 et en 1907, et, à l'heure actuelle, les perspectives de l'agriculture semblent à certains égards, toutefois, moins inquiétantes qu'elles ne l'étaient de 1920 à 1930.



* Indice de la Société des Nations.

pendant les années 1925 à 1928; il en résulta un déséquilibre entre la production et la consommation qui causa un fort accroissement des stocks et une violente chute des prix. En 1936, il y eut de nouveau un accroissement de la production, mais le niveau atteint ne fut guère supérieur à celui de 1928/1929, tandis que la population mondiale doit avoir augmenté de 1% par année. La situation du blé comporte une importance spéciale; le tableau suivant indique le développement de la surface ensemencée de blé depuis 1910/14.

Pendant la guerre mondiale, la surface consacrée à la culture du blé a été réduite dans les pays importateurs et exportateurs d'Europe, mais largement augmentée dans les quatre principaux pays exportateurs; l'approvisionnement mondial de blé a donc été bien plus abondant, malgré la disparition

Le graphique ci-contre donne les mouvements de la production mondiale et des stocks des principales denrées alimentaires: blé, sucre, viande, lait, café et thé compris, pendant ces dernières années, dans la mesure où les statistiques existantes le permettent. La production s'est élevée très rapidement

Superficie ensemencée en blé dans le monde.

En millions d'acres (moyennes annuelles)	1910-14	1918-19	1926-27	1931-32	1936
Etats-Unis d'Amérique . . .	54,1	72,4	63,2	66,0	73,6
Argentine	16,2	17,2	20,0	18,5	17,5
Canada	10,5	18,3	22,7	26,7	25,3
Australie	8,2	7,2	12,0	15,3	12,3
Quatre principaux pays exportateurs	89,0	115,1	117,8	126,5	128,7
Pays importateurs d'Europe	35,4	29,1	32,5	33,7	34,6
Pays exportateurs d'Europe	24,3	18,4	25,0	27,7	29,3
Autres pays*	53,6	55,4	59,1	63,8	65,7
Total mondial*	202,3	218,0	234,4	251,7	258,3
Production totale* (en millions de tonnes)	80,7	77,1	94,2	100,3	89,7

* Sans la Russie.

virtuelle des exportations russes. Pourtant, lorsque la production européenne se reconstitua après la guerre, principalement sous le couvert de mesures douanières, et que la production des pays d'outre-mer se maintint, il suffit de quelques importantes récoltes consécutives pour déséquilibrer le marché, et, après quelques années d'intervention artificielle, les prix tombèrent tellement bas qu'on eut intérêt, aux Etats-Unis, à utiliser le blé pour la nourriture du bétail. Malgré des prix peu élevés, la superficie emblavée fut effectivement accrue, les agriculteurs n'ayant pas d'autre alternative pour utiliser leur capacité de production. L'amélioration du marché du blé, qui se produisit à partir de 1934, ne provint ni d'une réduction de la surface ensemencée, ni d'un accroissement de la demande des pays importateurs, mais d'une succession de récoltes très déficitaires au Canada et aux Etats-Unis. Il est à craindre maintenant, étant données les emblavures actuelles, que quelques belles récoltes, ou même quelques récoltes normales, ne menacent la stabilité du marché; certains facteurs, pourtant, tendent à rendre ce danger moins redoutable qu'il ne semblerait à première vue.

L'évolution aux Etats-Unis et au Canada, les deux plus grands pays producteurs de blé, a une très grande importance. Depuis 1929, la superficie ensemencée de blé aux Etats-Unis a considérablement augmenté; il n'en est pas de même de la superficie moissonnée.

D'après le Département de l'agriculture des Etats-Unis, la superficie ensemencée, puis abandonnée, a été d'environ 24,5 millions d'acres en 1937, pour les principales céréales, dont 14 millions pour le blé. Les trois-quarts de la superficie ainsi abandonnée se trouvent dans les Etats situés à l'Ouest du Mississippi et principalement dans la région du «dust-bowl» (bol de poussière)

Culture du blé aux Etats-Unis

Pour la récolte de	Superficie ensemencée			Superficie moissonnée			Différence entre les deux superficies
	Hiver	Printemps	Total	Hiver	Printemps	Total	
	en millions d'acres						
1925	40,9	20,8	61,7	32,0	20,5	52,5	— 9,2
1929	43,9	22,9	66,8	41,2	22,1	63,3	— 3,5
1932	42,3	22,6	64,9	35,2	21,9	57,1	— 7,8
1933	42,7	24,3	67,0	28,5	19,4	47,9	— 19,1
1934	41,9	18,5	60,4	33,0	9,3	42,3	— 18,1
1935	44,5	22,3	66,8	31,0	18,8	49,8	— 17,0
1936	49,8	23,9	73,7	37,7	11,2	48,9	— 24,8
1937	57,6	21,1	78,7	46,9	17,5	64,4	— 14,3

formée par l'Oklahoma occidental, le Texas septentrional et le Nord-Est du Nouveau-Mexique. L'année 1937 est la cinquième année consécutive de lourdes pertes dues à la sécheresse, et une grande partie de la superficie ainsi éprouvée souffre encore du manque d'eau; on peut se demander s'il faut considérer ces calamités comme des événements temporaires dus à une sécheresse saisonnière ou si elles sont, au contraire, l'œuvre de facteurs plus permanents.

L'extension de la production de blé, pendant et après la guerre, a été principalement due à l'exploitation à la charrue de terres vierges, procédé semblable à la grande culture d'avant-guerre sur des étendues nouvelles. Il semblerait toutefois que ce processus ait non seulement atteint son apogée, aucune terre vraiment fertile n'étant plus disponible, mais même que la culture ait été poussée trop loin aux Etats-Unis et, dans une certaine mesure, au Canada, car dans ces deux pays l'exploitation de certaines terres ne peut assurer qu'exceptionnellement un rendement normal. Le gouvernement des Etats-Unis a commencé à racheter des terres dans l'espoir d'empêcher le «dust-bowl» de se transformer en désert. Il a déjà racheté plus de cinq millions d'acres, et un vaste programme élaboré en vertu du «Bankhead-Jones Farmer Tenant Act» prévoit l'achat de cinq autres millions d'acres au cours des deux prochaines années. Ces terres retirées à la culture du blé seront reboisées ou serviront de parcs de récréation, de parcs nationaux ou encore deviendront des zones contrôlées pour l'élevage, ou enfin seront utilisées au mieux suivant les cas.

Il serait prématuré d'exprimer une opinion définitive sur le marché du blé à la lumière de ces faits, d'autant plus que le retour temporaire de conditions atmosphériques favorables aux Etats-Unis et au Canada peut y provoquer l'accumulation d'importants excédents disponibles pour l'exportation. Dans un monde où la population continue à croître, la réduction éventuelle de la superficie ensemencée en blé devrait vraisemblablement tendre à donner une plus grande stabilité au marché du blé. Une amélioration du niveau de vie pour-

rait se traduire par le remplacement partiel du pain par une nourriture plus variée, mais cette amélioration accroîtrait aussi, sans aucun doute, la consommation générale de tous les produits alimentaires. Quoi qu'il en soit, les stocks accumulés de produits agricoles sont maintenant moins considérables qu'en 1929, lors du début de la crise.

Quant au second des facteurs qui ont contribué à aggraver la crise mondiale, c'est-à-dire la crise générale de la liquidité internationale, on peut dire que la situation est moins menaçante. Le ravage causé en 1931 par les faillites bancaires, la dépréciation des monnaies, les moratoires et restrictions de change fut considérable, et les déséquilibres produits par les changements monétaires et autres ont eu des effets durables sur toute la suite des événements. On a encore procédé, ces dernières années, à d'amples ajustements et consolidations, et la situation actuelle est moins vulnérable pratiquement sur tous les points importants. En ce qui concerne les banques commerciales, la disparition des plus faibles d'entre elles, la consolidation des autres, l'observation plus générale de principes plus stricts en matière de liquidité et autres mesures d'ajustement ont renforcé la position bancaire dans le monde entier. Les importants avoirs en fonds d'Etat des banques commerciales pourraient devenir une cause de faiblesse dans le cas d'un effondrement de ces titres en bourse; mais ces banques ont, d'un autre côté, renforcé leurs réserves en leur affectant une plus large part des bénéfices, ainsi qu'en récupérant des montants antérieurement amortis, et leurs ressources liquides se sont relativement accrues.

En outre, la situation de l'endettement international s'est grandement allégée. Les dettes extérieures à long terme ont été réduites par des amortissements et des rapatriements ou elles ont donné lieu à des conversions. Dans d'autres cas, on a conclu des accords applicables jusqu'à l'adoption d'un plan définitif par les débiteurs et par les créanciers. Les anciennes dettes extérieures à court terme ont été fortement réduites. Dans certains cas, des arrangements ont été conclus, qui en prévoient le remboursement graduel par paiements échelonnés sur de longues années; et, dans tous les cas où le remboursement des créances nominale à court terme subsistantes risquerait de constituer un danger, elles sont contrôlées à l'aide de restrictions diverses, naturellement indésirables en elles-mêmes, mais qui offrent du moins l'avantage de fournir une protection contre l'effondrement qu'un exode massif vers l'étranger risquerait de provoquer.

La position des marchés créanciers, sur lesquels d'importants avoirs à court terme sont maintenus par des personnes domiciliées à l'étranger, a été aussi grandement renforcée. L'accumulation de réserves-or substantielles fournit, autant qu'on peut le prévoir, une couverture suffisante pour faire face aux éventualités possibles, et l'on a amélioré, sur certains marchés au moins, les

méthodes employées pour empêcher les déplacements des fonds à court terme d'exercer un effet indésirable sur la situation intérieure du crédit.

L'expérience prouvera peut-être que la différence dans la situation financière d'aujourd'hui, par rapport à celle de 1929—1931, peut exercer une influence sur la longueur de la période qui sera nécessaire au monde pour sortir du recul économique actuel. C'est un truisme de dire que le mouvement descendant d'un cycle se retournera naturellement un jour. Mais rien ne retarde autant une nouvelle reprise de l'activité économique qu'une situation financière malsaine. On pensait autrefois que le financement, au moyen de crédits bancaires, d'investissements durables constituait, en période de crise, un des dangers les plus redoutables parce qu'il acculait à la faillite inéluctable et à la liquidation forcée les entreprises industrielles contraintes de rembourser les crédits en question. C'est pourquoi, dans les pays financièrement plus forts, les entreprises évitèrent, après les leçons de 1921, de recourir à cette méthode pour financer leurs nouveaux investissements, et les banques adoptèrent également une attitude plus réservée. L'habitude de procéder à des émissions d'actions longtemps avant d'avoir à effectuer les dépenses se répandit, et la crise de 1929 se caractérisa justement par le fait que les faillites d'entreprises industrielles furent relativement peu fréquentes. En même temps, ces entreprises constituèrent d'importantes réserves sur leurs bénéfices, pour être en mesure de financer leurs propres extensions sans avoir à recourir ni aux banques, ni au public. L'application de cette méthode semble avoir été un des principaux stimulants du «boom» boursier de l'année 1929, parce qu'elle amena le public à prendre pour base d'évaluation des actions ce que l'on appelait «la valeur intrinsèque», au lieu des rendements prévus qu'on estimait ne représenter qu'une partie des gains effectivement réalisés. La valeur intrinsèque est toutefois une notion trop vague pour mettre une limite à des espoirs exagérés. Le financement des nouveaux investissements par le crédit de banque recommença par un moyen détourné en finançant la détention d'actions par le public. Ce mode de financement se révéla à deux égards plus néfaste que les crédits bancaires directs. Tout d'abord, tout financement par des crédits bancaires a toujours une limite, car un jour vient où les banques éprouvent quelques appréhensions, tandis qu'en période de «boom» rien ne limite, pour ainsi dire, les espoirs d'un public qui spéculé (plus osés même que ceux des spéculateurs professionnels auxquels on fait tant de reproches), surtout si le rendement espéré ne joue plus aucun rôle. En second lieu, s'il est vrai que les faillites et les liquidations forcées aggravent une crise, elles tendent néanmoins à en hâter la fin, tandis que la liquidation des débiteurs privés peut se prolonger indéfiniment, parce qu'on espère toujours qu'ils seront un jour en mesure de payer. Ceci a pour effet de prolonger la crise, car,

lorsque les affaires commencent à s'améliorer, le pouvoir d'achat ainsi créé ne peut être utilisé entièrement parce qu'il faut rembourser les anciennes dettes, et cette épargne forcée empêche l'activité économique renaissante d'avoir l'effet cumulatif normal sur les achats des consommateurs. Cette tendance est renforcée quand le système des ventes à tempérament est largement répandu, et que les dettes contractées à ce titre doivent être graduellement remboursées. La crise de 1929 fut déjà aggravée par le poids mort de la lente liquidation inhérente à la structure financière particulière des pays les plus forts. La nature spéciale de la crise financière internationale de 1931 accentua cette tendance. La liquidation rapide de l'endettement international étant rendue impossible en raison de l'extension du désastre qu'elle aurait provoqué, on prit l'habitude d'immobiliser les positions existantes, soit par des lois générales, soit par des accords. Cette «immobilisation» et le sentiment général qu'il faut protéger les débiteurs faibles empêchèrent un apurement rapide. Il fallait assainir la situation, non par une opération chirurgicale, mais par une amélioration graduelle sous le couvert de mesures financières. Une autre solution eût-elle été matériellement ou politiquement possible? Nul ne saurait le dire. Le système était, dans une certaine mesure, aussi nécessaire pour aider les créanciers que pour protéger les débiteurs. Les anciennes dettes contractées pour l'achat de biens qui ont perdu leur valeur ne pourront toutefois être remboursées sur de nouveaux bénéfices que lorsque la tendance du cycle économique se sera complètement renversée: l'existence même de ces dettes tend cependant, en général, à empêcher le cycle économique de suivre son évolution naturelle. Une crise financière de l'envergure de celle de 1929 à 1931 constitue donc, sans aucun doute, un considérable obstacle dans la voie de la reprise.

Du point de vue financier, bien que la situation actuelle ne soit pas entièrement satisfaisante, elle ne semble pas comporter les mêmes obstacles à la reprise qui caractérisèrent la crise de 1929 à 1931 ou, tout au moins, pas du tout dans la même mesure. On peut, par conséquent, espérer cette fois-ci une reprise plus rapide et plus générale. Deux facteurs influencent indiscutablement, dans une large mesure, la situation mondiale actuelle: d'une part, l'organisation de la production par le moyen de plans de restriction et, d'autre part, l'action des gouvernements.

Bien qu'il soit évident que le fonctionnement des plans de restriction est fort loin d'être simple et que, même là où la concentration est la plus poussée, ils ne peuvent pas encore suivre, et à plus forte raison diriger, le marché aussi efficacement qu'on pourrait le souhaiter, ils empêchent indubitablement la production de continuer à devancer les besoins, comme elle est portée à le faire là où n'existe aucune organisation de producteurs. Mais ces programmes ne comportent, bien entendu, aucun élément stimulateur.

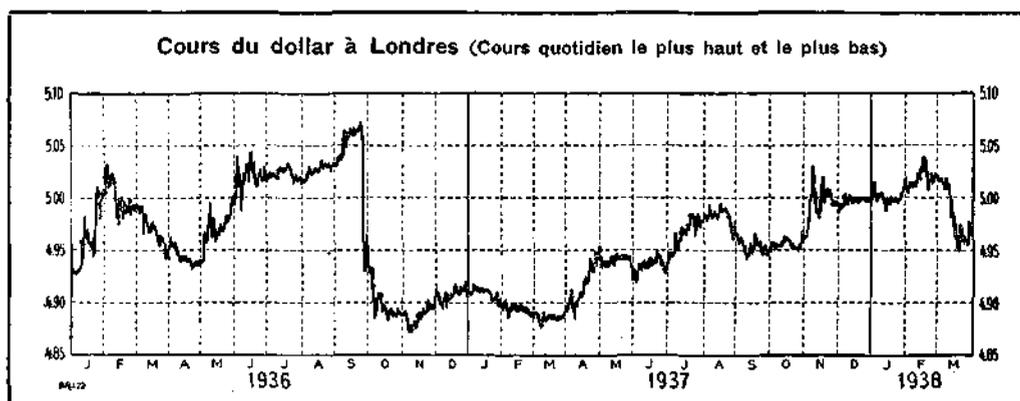
Quant à l'action gouvernementale, il faut espérer qu'on ne perdra pas de vue que l'espoir d'une marge suffisante de profits pendant un temps assez long constitue le principal facteur de reprise dans de vastes régions du monde. Les placements en nouveaux biens durables sont non seulement la base la plus sûre d'une activité économique susceptible de porter à un niveau satisfaisant l'utilisation des facteurs de production, main-d'œuvre comprise — alors qu'un simple encouragement à la consommation ne peut, ainsi que l'expérience l'a prouvé, ni remplacer, ni constituer cette base —, mais il est encore le seul moyen d'améliorer le bien-être général du monde. La nécessité immédiate de combattre le chômage risque d'amener les gouvernements à ignorer que s'il peut être préférable d'accroître l'emploi de la main-d'œuvre, même sans augmenter la production de richesses, plutôt que de condamner au fléau de l'oisiveté une grande partie de la population, ils doivent tendre, comme but final, à utiliser les facteurs de production pour l'amélioration de la situation économique dans le monde. L'indépendance monétaire nationale, si prônée, par laquelle on entend la liberté de modifier les parités de change, peut, à cet égard, être dangereuse. La liberté qu'elle offre est souvent factice. Elle ne peut briser l'interdépendance inéluctable des pays modernes, et l'instabilité qu'elle crée, en empêchant le capital disponible de se placer dans de nouvelles entreprises productives, peut réduire à néant l'action gouvernementale la mieux menée. Il est humain de chercher à tirer un enseignement des désastres passés afin d'éviter qu'ils ne se reproduisent à l'avenir. Mais il pourrait être aussi dangereux de se laisser guider par la crainte d'une déflation qui n'est pas inévitable qu'il a été dangereux, dans certains cas, de se laisser guider par la crainte d'une inflation qui n'était pas imminente. Et si la crainte de la déflation s'identifie avec la crainte de la stabilité monétaire internationale, le redressement économique peut en être empêché au point d'imposer la déflation à un univers qui regorge d'or. Si l'histoire se répète, elle ne se répète jamais sous des formes identiques. Dans leurs causes comme dans leurs effets, la crise d'aujourd'hui et la reprise de demain auront leurs traits propres et leurs problèmes propres, en partie nouveaux. Les banques centrales auront à résoudre ces problèmes, tant comme organismes régulateurs des marchés monétaires que comme conseillers de leurs gouvernements respectifs. La Banque des Règlements Internationaux constituera leur centre de consultation, à une époque où une politique économique active rend la coopération des autorités monétaires plus nécessaire encore que lorsqu'un système automatique est en vigueur. On peut dire que durant l'exercice dernier, comme précédemment, les représentants des banques centrales ont régulièrement profité des occasions que leur offraient les séances du Conseil à Bâle pour se consulter mutuellement et se mettre pleinement au courant de la tendance générale des événements qui influent sur leur politique monétaire.

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

1. COURS DES CHANGES.

Malgré les nombreuses perturbations, tant politiques qu'économiques survenues en 1937, les changes ont conservé une stabilité remarquable, supérieure même, en fait, à ce qu'elle avait été en toute autre année, depuis 1931; en effet, bien que la valeur extérieure du franc français ait été réduite et que certaines monnaies sud-américaines aient également accusé un fléchissement, les mouvements des changes dans le reste du monde n'ont varié que dans de très étroites limites. Ceci est d'autant plus remarquable qu'une série de menaces ont pesé sur la valeur des principales monnaies et sur le prix de l'or au cours de l'année et qu'il s'est produit de larges mouvements de capitaux d'un marché à l'autre, de brusques fluctuations des prix et de graves conflits politiques. La stabilité plus grande du cours des changes a été accompagnée d'une augmentation du volume du commerce international qui a permis aux banques centrales et autres autorités monétaires d'un grand nombre de pays de renforcer leurs réserves monétaires.

Les mouvements du cours livre sterling-dollar indiqués dans le graphique ont varié, en 1937, dans des limites plutôt plus étroites qu'en 1936, année des plus faibles écarts depuis la dépréciation de la livre sterling en 1931.



La dévaluation des monnaies du bloc-or, à la fin de septembre 1936, provoqua, tout d'abord, le rapatriement en France, aux Pays-Bas et en Suisse, de capitaux du marché de Londres. Toutefois, ce mouvement vers la France se renversa au bout de deux mois environ, tandis qu'il se poursuivait vers les marchés hollandais et suisse. En outre, pendant le dernier trimestre de 1936 et le premier trimestre de 1937, il y eut un mouvement d'expatriation des capitaux de Londres vers les Etats-Unis, soutenu par d'importantes expéditions d'or. Par rapport

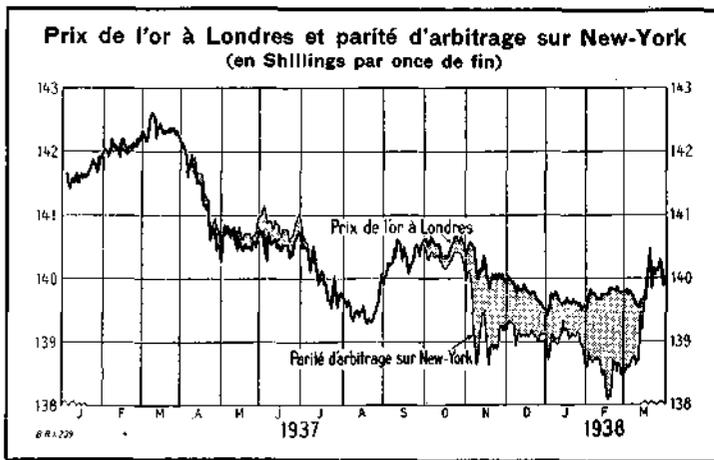
au dollar, la livre sterling atteignit, au début de mars 1937, le bas cours de 4,88 dollars.

Pendant les mois suivants, c'est-à-dire du milieu d'avril à la fin de juin, les marchés furent influencés par l'inquiétude qui se manifestait au sujet de l'or lorsqu'on craignit un abaissement du prix de l'or aux Etats-Unis (dont l'exemple eût peut-être été suivi dans d'autres centres). La demande de dollars s'intensifia et il se produisit une vague de ventes d'or: on a pu évaluer jusqu'à plus de 60 millions de livres sterling la déthésaurisation sur le seul marché de Londres, fait qui n'est pas sans relation avec l'apparition d'un "disagio" sur le prix de l'or à Londres par rapport à New-York. Pendant ces mois, le prix de l'or resta sensiblement stable à 140s. 6d. à Londres, de sorte que ce «disagio» sur le prix de l'or eut son influence sur le cours livre sterling-dollar. Les capitaux déplacés vers New-York furent utilisés à la constitution de soldes en banque plutôt qu'à l'achat de valeurs mobilières. Cette tendance à acheter des dollars persista pendant tout l'été, mais elle fut compensée dans une large mesure par l'afflux à Londres de capitaux français, surtout en mai et juin, puis de nouveau en septembre.

Pendant le second semestre de l'année, la baisse des titres à Wall Street et le fléchissement de l'activité des affaires en Amérique retournèrent la situation précédemment favorable au dollar; cette tendance s'intensifia brusquement en novembre sous l'effet de l'inquiétude au sujet du dollar, dont on redoutait, dans certains milieux, une nouvelle dévaluation éventuelle. Malgré la disparition de cette crainte, le cours du dollar à Londres se maintint, pendant les mois suivants, aux environs de 5 dollars par rapport à la livre sterling. Pendant le second semestre de 1937, le développement des exportations des Etats-Unis se traduisit par un important excédent de la balance commerciale, tandis que celle-ci devenait de plus en plus déficitaire au Royaume-Uni. La fermeté remarquable dont la livre sterling fit preuve à l'automne montre que les mouvements de capitaux, comparés aux demandes de marchandises importées et au règlement d'autres postes courants de la balance des paiements, ont, à l'heure actuelle, une répercussion décisive sur le marché des changes.

Les diverses tendances de l'année ressortent avec précision du graphique suivant qui indique le prix de l'or établi sur le marché officiel de Londres ainsi que la parité d'arbitrage sur New-York (American shipping parity).

La parité d'arbitrage sur New-York est le prix de l'or, sur le marché de Londres, qui rend avantageuse l'expédition d'or sur New-York, compte tenu du cours livre sterling-dollar en vigueur. Pendant la période d'inquiétude au sujet de l'or, c'est-à-dire d'avril à juin 1937, le prix de l'or à Londres est tombé au-dessous de cette parité; il y eut, autrement dit, un "disagio", situation absolument anormale. Cette situation résultait de l'hésitation des banques améri-



caines, qui procèdent généralement à des achats en vue de l'arbitrage, à entreprendre des opérations pouvant donner lieu à des pertes considérables au cas d'une réduction du prix de l'or aux Etats-Unis, et c'est pourquoi l'or en transit ne pouvait être

vendu qu'à un prix inférieur à 35 dollars l'once de fin. Dès que ces craintes s'apaisèrent, le "disagio" disparut; les envois d'or reprirent alors vers les Etats-Unis à la parité d'arbitrage sur New-York, témoignant ainsi à nouveau du fonctionnement effectif de l'arbitrage. A partir de la fin de septembre, le prix de l'or à Londres dépassa la parité d'arbitrage sur New-York et il n'y eut donc plus de bénéfice à effectuer des envois de Londres aux Etats-Unis. D'autre part, le prix de l'or à Londres ne s'est pas élevé suffisamment, à l'exception d'un seul jour, compte tenu du cours livre sterling-dollar, pour couvrir les frais (y compris les intérêts retenus pour l'expédition de l'or) de New-York à Londres. Le cours auquel il pourrait être procédé à ces expéditions peut être comparé au «point d'importation de l'or» pour la livre sterling, exactement comme la parité d'arbitrage sur New-York peut être comparée au «point d'exportation de l'or» dans l'ancien système de l'étalon-or. L'écart entre ces deux points représente la marge naturelle des fluctuations du prix de l'or par rapport au cours livre sterling-dollar du jour. Par une fausse analogie, on a pris l'habitude de qualifier « prime » le montant en pence dont le prix de l'or sur le marché dépasse la parité d'arbitrage sur New-York. Evidemment, cette « prime » peut s'élever de toute l'importance de la marge qui sépare les « points d'or », marge que l'on estime généralement à environ 22 pence lorsque la livre sterling équivaut à environ 5 dollars. Toutefois, alors que la parité d'arbitrage sur New-York devrait être un point d'or plus ou moins automatique, puisque l'or peut être expédié à New-York par l'arbitrage privé, le point d'or inférieur pour le dollar n'a rien d'automatique, car les expéditions ne peuvent pas être faites des Etats-Unis par des particuliers, mais seulement par les Fonds de changes et autres autorités reconnues. En réalité, ce cours dépend donc essentiellement du bon vouloir de ces autorités à faire des expéditions.

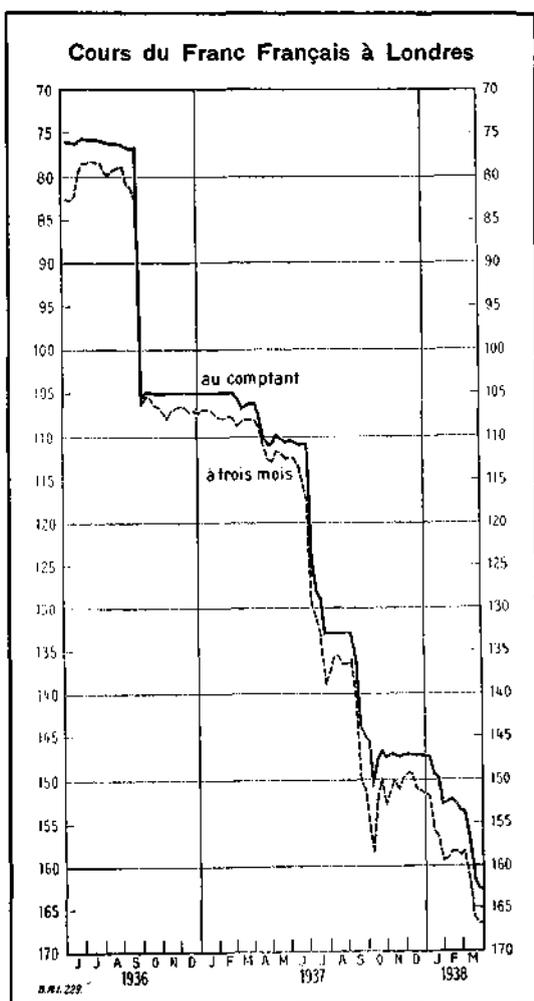
D'une façon générale, au temps de l'étalon-or, les points d'or entre Londres et les centres continentaux étaient plus rapprochés qu'entre Londres et New-

York, les frais de transport étant évidemment moindres dans le premier cas. Actuellement, cette disparité est particulièrement remarquable du fait que, vis-à-vis de New-York, l'écart entre les « points d'or » s'est élargi. La marge de 22 pence représente environ 1,3 % contre environ 0,5 % avant 1931. La plus grande partie de la différence provient des frais de « manipulation » aux États-Unis, elle est, en fait, un impôt de 0,25 % sur la valeur de l'or acheté ou vendu par le Trésor des États-Unis et représente, par conséquent, 0,5 % de la marge totale entre les points d'or.

En ce qui concerne les monnaies européennes qui ont été rattachées à la livre sterling, les faits suivants sont intéressants à noter. Au Portugal, un décret du 18 octobre 1937 a aboli toutes les restrictions imposées depuis 1922 aux opérations sur devises et à la libre circulation des capitaux. Au Danemark, la situation monétaire s'est suffisamment améliorée pour permettre au gouvernement de lever les restrictions à l'importation de certaines catégories de marchandises et, au début de 1938, plus d'un tiers de toutes les importations étaient exemptées du contrôle officiel. Pendant les premiers mois de 1937, on s'est demandé si la valeur de la devise suédoise devait être ajustée pour modérer, dans la mesure où le marché intérieur était en cause, la hausse rapide des prix sur les marchés mondiaux. Depuis le milieu de 1933, la couronne suédoise a été rattachée à la livre sterling au cours de 19,40 couronnes pour une livre, ce qui impliquait une dépréciation d'environ 6¹/₂ % exprimée en livres sterling, et on pensait que le cours pourrait être ramené aux environs de l'ancienne parité de 18,16 couronnes. Il fut, toutefois, décidé de n'apporter pour le moment aucune modification, et la baisse ultérieure des prix fit tomber la question d'elle-même. L'incertitude se prolongeant, les négociants et d'autres encore entreprirent des opérations à terme pour s'assurer les cours applicables aux transactions particulières; la Riksbank estime qu'en février 1937 le total sur lequel portaient ces opérations s'élevait à 260 millions de couronnes, dont 200 millions pour le compte de la Suède et le reliquat de 60 millions pour le compte de l'étranger. Pour profiter des cours, les banques et les industriels suédois empruntèrent des devises étrangères, principalement des livres sterling, et leur vente sur le marché au comptant accrut les réserves d'or et de devises de la Riksbank.

Le graphique suivant, qui donne les cours au comptant et à trois mois à Londres, fait ressortir les fluctuations du franc français.

Après la dévaluation, à l'automne de 1936, le cours au comptant fut maintenu pendant une période de cinq mois à 105 francs français pour une livre, mais le cours à terme tomba très au-dessous du pair, ce qui indiquait l'inquiétude du marché quant à la permanence du cours adopté. On estima raisonnable d'adopter une méthode plus flexible d'intervention sur le marché des changes et, au début du printemps de 1937, le cours passa à 110 francs environ. Puis



la limite légale de fluctuation du franc (entre 49 et 43 milligrammes d'or à 900/1000) ayant été abolie en juin (« franc flottant »), le cours s'éleva au niveau d'environ 133 francs français (22 juillet) auquel il se maintint pendant près d'un mois et demi. Il se produisit une nouvelle baisse en septembre et, le 5 octobre, la livre cotait 151 francs. Après une nouvelle période de stabilité entre 145 et 150 francs, le cours s'éleva au-dessus de 160.

La demande intense de devises étrangères sur le marché français a été due en partie à l'excédent plus élevé des importations de marchandises (passé de 9.900 millions de francs français en 1936 à 18.400 millions en 1937) et, en partie, aux exportations de capitaux qui eurent lieu à différentes époques de l'année. Mais il faut en chercher les causes plus profondes dans les incertitudes de la situation politique, tant intérieure qu'extérieure, dans l'énorme volume

des emprunts de l'Etat (couverts à concurrence de 14.200 millions par des avances de la Banque de France), dans l'accroissement relatif des prix de revient français et dans le niveau réduit de la production intérieure. Tous ces divers facteurs réagissaient les uns sur les autres, et il est donc difficile de leur attribuer une importance respective dans la situation existante.

En 1937, une certaine tension s'est fait sentir en Belgique sur le marché des changes, en raison des mouvements de capitaux et de l'excédent plus élevé des importations. Toutefois, le belga étant rattaché à l'or, l'équilibre du marché a été maintenu par le mécanisme de l'étalon-or, les réserves d'or de la banque centrale étant ramenées de 18.640 millions de francs belges à 17.623 millions au cours de l'année. D'importants exodes de capitaux vers les marchés hollandais et suisse n'ont pas grandement affecté les cours des changes, mais ils ont eu pour conséquence d'accroître sensiblement les réserves d'or de ces pays. Le Président de la Nederlandsche Bank a exposé, dans un discours du

8 février 1938, que, aussi longtemps que la demande de florins sera supérieure à l'offre, les autorités auront à choisir entre deux alternatives: elles devront, soit laisser le florin s'apprécier par rapport aux autres monnaies, soit poursuivre les achats d'or du Fonds d'égalisation avec l'aide de la Nederlandsche Bank. Le Président a souligné l'importance de la stabilité des changes et exprimé l'opinion que l'effet utile de l'Accord tripartite de septembre 1936 était dû à son lien avec l'or.

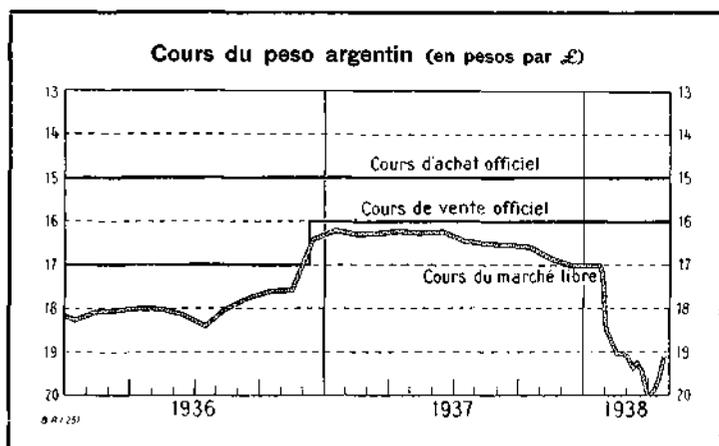
Les pays européens qui ont introduit le contrôle des changes ont maintenu les cours de leur monnaie conformément à la réglementation en vigueur sur leurs marchés et ont, dans de nombreux cas, accru leurs réserves d'or et de devises étrangères grâce à l'amélioration de leur commerce extérieur. La réduction générale des arriérés aux comptes de clearing et autres comptes analogues, qui ont fait obstacle au règlement des affaires courantes aussi longtemps qu'ils sont restés élevés, a été très importante. Les dettes de clearing de l'Allemagne ont été réduites, pendant l'année, d'environ 150 millions de reichsmarks à 313 millions à la fin de 1937. Pendant la même période, les réserves d'or et de devises de la Reichsbank ont accusé une augmentation, passant de 178 millions de reichsmarks à 261 millions.

Hors d'Europe, le conflit d'Extrême-Orient a eu moins d'effets qu'on n'aurait pu le craindre sur les changes, les cours chinois et japonais étant restés invariables pendant toute l'année 1937. La stabilité du yen a été maintenue en partie par des exportations d'or et en partie par l'introduction du contrôle des importations et des restrictions de change. Quant à la Chine, elle a complété par une mesure intérieure de restriction bancaire les ventes d'argent qu'elle a faites à l'étranger afin de se procurer des devises; elle a réussi par là à limiter l'expansion de la circulation de ses billets et n'a porté le total des billets émis que de 1.390 à 1.760 millions de dollars chinois pendant les douze mois qui ont précédé janvier 1938. En mars 1938, toutefois, les autorités chinoises ont estimé nécessaire d'introduire des restrictions de change; vers la fin du mois, les banques étrangères ont dénoncé le «Gentlemen's Agreement» conclu en 1935, aux termes duquel elles s'étaient engagées à ne pas coter un cours inférieur à 1 s. 2 1/16 d. pour le dollar chinois. Le dollar est alors tombé à 11 d., mais il s'est depuis raffermi à un niveau à peine inférieur au cours précédent.

Nulle part, les fluctuations des prix des marchandises et du commerce mondial n'ont eu sur le volume du pouvoir d'achat et la situation des devises un effet plus immédiat que dans les différents pays de l'Amérique du Sud. Producteurs de matières premières, leur prospérité dépend de la demande de denrées alimentaires et de matériaux bruts aux États-Unis et dans les centres industriels de l'Europe. La hausse des prix pendant le second semestre de 1936 et le début de 1937 a procuré aux exportateurs sud-américains d'importants

bénéfices et le commerce d'importation ne s'étant pas accru, les réserves monétaires se trouvèrent en général renforcées, les dettes furent remboursées, les restrictions de change devinrent moins strictes et la valeur sur le marché de plusieurs monnaies sud-américaines témoigna d'une tendance ferme très nette. L'amélioration, toutefois, ne tarda pas à provoquer des commandes à l'étranger, principalement de machines et d'articles de consommation finis; aussi, lorsque les prix des matières premières tombèrent subitement et que le stock de devises se contracta, la demande plus grande de devises étrangères nécessaires au paiement des marchandises précédemment commandées créa-t-elle sur les marchés des changes de presque tous ces pays une situation assez tendue.

En Argentine, l'abondante récolte de 1936/37 fut vendue à des prix élevés et elle valut à ce pays une année de prospérité presque sans précédent. A partir du 10 décembre 1936, le cours officiel de vente de la monnaie fut abaissé à 16 en raison de la fermeté du cours sur le marché libre, comme



on peut le constater sur le graphique. On peut se procurer au cours officiel les devises étrangères nécessaires au paiement de la plus grande partie du commerce d'importation du pays (environ 80 % du total), au service de la dette publique et aux remises sur placements

des particuliers, tandis que les transactions marginales, telles que le paiement d'une partie du commerce d'importation, les placements à l'étranger et les mouvements des capitaux flottants se traitent sur le marché libre. Le fait qu'une surtaxe est perçue, dans certaines conditions, sur les achats de devises sur le marché libre fait surgir une légère complication. Jusqu'à janvier 1938, cette surtaxe s'élevait à 20 % du cours officiel, c'est-à-dire que ceux qui devaient acheter des devises sur le marché libre avaient à payer un minimum de 19,20 dollars (cours officiel de 16 dollars, plus 20 %) et la différence entre ce cours et le cours du peso libre représentait un impôt sur les transactions de devises étrangères sur le marché libre. A la mi-janvier 1938, la surtaxe fut abaissée à 10 % et le cours minimum se trouva ainsi ramené à 17,60 dollars (cours officiel de 16 dollars, plus 10 %). Mais, comme le cours sur le marché libre dépassa 17,60 dollars, ce cours minimum cessa d'être appliqué. On espérait que la réduction de la surtaxe contribuerait

au rétablissement graduel d'une situation monétaire normale. Mais la réduction coïncida avec la vente d'une récolte assez pauvre, au moment où les prix baissaient sur le marché mondial, et le retrait de fonds appartenant à des étrangers qui avaient été antérieurement placés sur le marché argentin. La tension qui en résulta pour le change argentin se traduisit par le fléchissement du peso libre, mais aucune modification ne fut apportée aux cours officiels de vente et d'achat.

Au Brésil, le cours officiel n'a pas été changé, mais le cours sur le marché libre a subi des fluctuations. Il s'est amélioré pendant le premier semestre de l'année, puis a fléchi assez rapidement pendant le second semestre, la perte nette pour l'année étant d'environ 12 %. A l'automne, le Brésil a appliqué avec moins de rigueur sa politique de réglementation du café et il laissa tomber le prix de cette denrée pour permettre au pays de lutter plus efficacement avec les autres centres de production. L'excédent d'exportation n'a pourtant pas réussi à regagner le terrain perdu, et le contrôle des importations et des devises est redevenu beaucoup plus strict vers la fin de l'année. Bien que le sol péruvien et le peso brésilien n'aient pas baissé, les deux pays en question ont renforcé leurs restrictions sur les devises dans le dernier semestre de 1937. La monnaie bolivienne (le boliviano) s'est, d'autre part, dépréciée d'environ 19 % pendant l'été de 1937, et le sucre de l'Equateur n'a pas perdu moins de 25 % de sa valeur. La situation du change au Venezuela constitue une classe à part. La forte position de ce pays est due, tant à sa richesse en ressources naturelles, spécialement en pétrole, qu'à l'absence de dettes extérieures. L'office de centralisation des devises achète les devises que procurent les effets de pétrole et les effets qui proviennent de l'exportation des produits agricoles subventionnés, au cours fixe de 3,09 bolivares pour un dollar des États-Unis, c'est-à-dire au cours du dollar actuel équivalant à l'ancienne parité-or fixée en 1910, quand le Venezuela a adopté l'étalon-or. En temps normal, l'office détient des devises en quantité suffisante pour couvrir les demandes du gouvernement et vend aux banques le surplus à 3,17 pour satisfaire les demandes du commerce. Ces devises servent à payer la grande masse des marchandises importées; il existe toutefois un marché des changes non officiel (mais absolument légal) auquel on peut recourir pour d'autres fins, mais sur lequel le cours oscilla en moyenne entre 3,30 et 3,40 de mai à septembre et atteignit 3,50 en décembre 1937. La pression sur le marché des changes, qui se fit sentir dans les autres pays sud-américains, affecta donc aussi le Venezuela.

Si remarquable qu'ait pu être la baisse qui s'est produite dans la valeur des devises sud-américaines pendant le second semestre de 1937, il ne faudrait pas en exagérer l'importance. Si on établit une comparaison entre la situation actuelle et la dépression des années 1932 à 1935, on constate partout une amélio-

ration. La baisse verticale des prix des matières premières pendant 1937 a pris ces pays par surprise, et ils ont été d'autant plus gravement atteints par la baisse des prix qu'il leur fallait payer les importations plus considérables commandées antérieurement. Il est évident que la perte de pouvoir d'achat dont ces pays ont souffert aura une répercussion sur leurs importations en réduisant les commandes d'articles industriels que ces pays feront à l'étranger.

2. MOUVEMENT DES PRIX.

Ce sont les fluctuations des prix des matières premières qui constituent le changement le plus significatif dans les conditions économiques mondiales, mouvement accentué de hausse à l'automne de 1936 et pendant le premier trimestre de 1937, revirement pendant le second trimestre de l'année, stabilité relative pendant le troisième trimestre et, pendant le quatrième trimestre, nouvelle baisse qui s'est prolongée jusque dans la présente année.

La hausse de l'automne de 1936 et des premiers mois de 1937 eut des causes d'un caractère mi-technique et mi-psychologique. La reprise générale des affaires après les longues années de dépression, plus sensible dans les pays de l'ancien bloc-or après les dévaluations de septembre 1936, provoqua une recrudescence des demandes de matières premières de toute nature; en même temps, une succession de mauvaises récoltes réduisit les stocks de denrées alimentaires qui s'étaient accumulés. Le graphique, à la page 8 montre la sensible réduction des stocks visibles de matières premières, tombés du montant record atteint en 1932 à un niveau aussi bas qu'avant la dépression.

Pendant l'hiver de 1936/37 survint l'accroissement presque universel des prévisions budgétaires pour les armements avec ses répercussions sur les marchés des métaux et de plusieurs autres produits bruts. Il en résulta que les acheteurs éprouvèrent alors certaines difficultés pour obtenir des livraisons rapides, et on commença à craindre la possibilité d'une pénurie future des approvisionnements. Pour se garantir, maintes entreprises industrielles et commerciales firent d'importantes commandes à terme, provoquant une certaine spéculation sur les marchandises. Les prix montèrent; au début de 1937, les indices des prix américain et britannique de matières premières s'étaient élevés de 30 % au-dessus du niveau du premier semestre de 1936.

Cette hausse rapide des prix fit naître, dans les milieux officiels et autres, une grande inquiétude, non seulement à cause de l'augmentation correspondante pour les dépenses d'armement, mais encore parce que l'élévation des prix à un niveau que rien ne permettait de prévoir permanent créait une situation malsaine. Au début d'avril 1937, les prix d'un grand nombre de matières premières étaient très supérieurs à leur coût de production. Les producteurs de caoutchouc considèrent, en général, un prix de 9d. comme satisfaisant; or, en

avril 1937, le prix atteignait 13d. Pour l'étain, le prix de 200 livres sterling la tonne est, en général, considéré comme un bon prix: au printemps de 1937, il dépassait 300 livres sterling. On estime qu'en Rhodésie où les conditions sont les plus favorables pour la production du cuivre, on peut réaliser un bénéfice sur le cuivre au prix de 30 à 35 livres sterling la tonne: le prix est monté sur le marché à 80 livres sterling. Le coton, dont le prix de base pour les avances avait été aux Etats-Unis fixé à 9 cents par livre, atteignit sur le marché le prix de 15 cents en mars 1937. L'énumération de ces exemples pourrait continuer longtemps. Dans divers pays, on intervint quelque peu pour remédier, dans une certaine mesure, à la situation ainsi créée. Aux Etats-Unis, le Président Roosevelt mit en garde contre la trop forte élévation des prix, et les décisions prises à la fin de l'année précédente pour réduire l'excédent des réserves des « member banks » exercèrent graduellement sur la politique de crédit de ces banques l'influence restrictive que l'on avait espérée. Dans quelques autres centres, on agit auprès des banques privées pour qu'elles limitent le montant des crédits qu'elles accordaient pour financer la conservation de stocks de marchandises. A la même époque, la nervosité du marché se trouvait accrue par l'inquiétude au sujet de l'or, car on craignait qu'une réduction de la valeur-or du dollar et peut-être aussi d'autres monnaies n'amenât une déflation des prix des marchandises en général. On commença d'ailleurs à se rendre compte que la production d'un grand nombre des produits les plus demandés croissait avec une incroyable rapidité et qu'il n'y avait pas lieu de redouter une pénurie.

L'expansion rapide de la production des matières premières constitue l'un des faits les plus intéressants de l'année, car elle a montré à quel point il est possible d'intensifier la production d'une large série de produits. L'approvisionnement plus abondant en denrées alimentaires et en matières premières agricoles a surtout résulté, il est vrai, des conditions favorables de la récolte. En 1937, la récolte de coton aux Etats-Unis a atteint un montant record avec ses 19 millions de balles sur une superficie de 34 millions d'acres; pendant l'année record antérieure (1926), il avait été récolté 18 millions de balles sur une superficie de 45 millions d'acres. Fait particulièrement significatif dans cet ordre d'idées, le développement de la production des marchandises soumises à un contrôle international se révéla possible dès le relèvement des contingents d'exportation. Pour le caoutchouc, les contingents furent relevés de 60% au début de 1936 à 90% pendant le second semestre de 1937 et, pour l'étain, de 85% au début de 1936 à 110% à partir d'avril 1937. Pour le cuivre, dont la grande masse de la production en dehors des Etats-Unis est contrôlée, un accroissement de production fut également permis. Le tableau ci-après indique de combien la production fut supérieure, en 1937, à celle des années antérieures.

C'est surtout pendant le second semestre de 1937 que les approvisionnements plus grands, dus à l'accroissement de la production, pesèrent sur les marchés. Les prix commencèrent alors à baisser, et ce mouvement s'accen-

Production mondiale de matières premières.

Année	Etain	Cuivre	Plomb	Zinc	Caoutchouc
	en milliers de tonnes				
1929	192	1.915	1.725	1.450	868
1932	99	886	1.162	778	709
1936	179	1.684	1.469	1.473	862
1937 ¹⁾	199	2.141	1.642	1.620	1.140

Année	Coton ²⁾	Laine ³⁾	Froment	Thé	Sucre ⁴⁾
	en millions de lbs.		millions de bushels	millions de lbs.	1000 tonnes
1929	12.700	3.915	3.566	968	27.340
1932	11.400	3.857	3.812	932	24.130
1936	15.000	3.713	3.491	844	28.670
1937 ¹⁾	18.500	3.880	3.751	850	30.960

¹⁾ Chiffres provisoires.

²⁾ Année commençant le 1^{er} août.

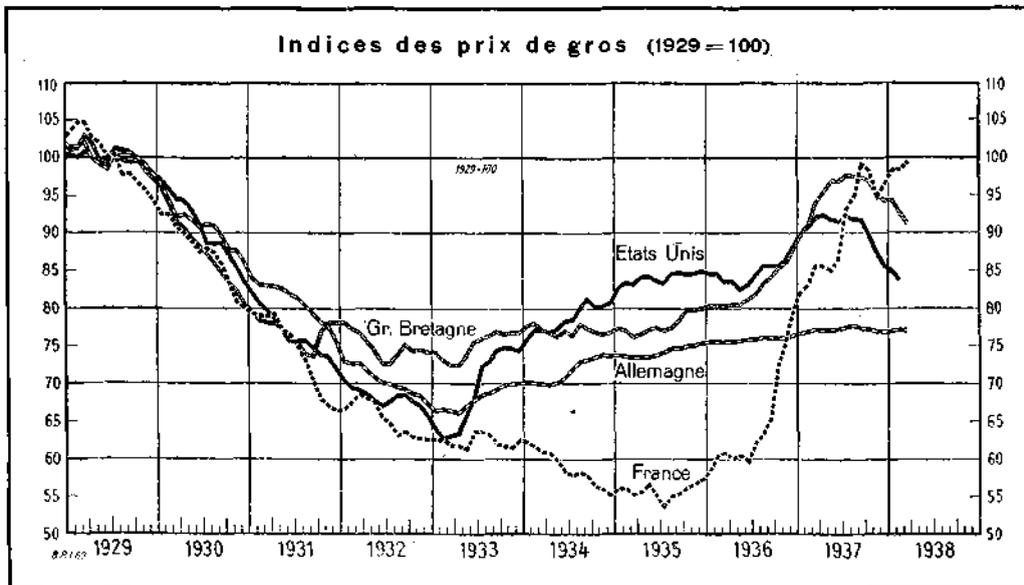
³⁾ Année prenant fin le 30 juin.

⁴⁾ Total global pour des campagnes qui ont pris fin à différentes dates.

tua en raison de l'encombrement des stocks que les fabricants avaient constitués par leurs importants achats du printemps, état de choses dont le ralentissement sérieux des affaires, nouveau facteur important qui apparut aux Etats-Unis, fut une autre des causes principales. Les stocks visibles de matières premières commencèrent à augmenter et des mesures furent prises pour restreindre la production en réduisant les contingents d'exportation et de production des marchandises placées sous le contrôle inter-

national. Ainsi, les réductions des contingents d'exportation du caoutchouc, annoncées en décembre 1937 et de nouveau en janvier 1938, furent fixées à 60% à partir d'avril 1938; les contingents pour l'étain furent ramenés à 70% à partir du 1^{er} janvier 1938. Malheureusement, on ne dispose pratiquement d'aucune statistique du volume des stocks entre les mains des fabricants (c'est-à-dire des stocks autres que les stocks visibles), mais on estime que ces stocks varient considérablement et plus encore lorsqu'il s'agit de matières premières que de denrées alimentaires. D'après une enquête faite aux Etats-Unis par la Cleveland Trust Company, les stocks de matières premières détenus par 51 grandes sociétés industrielles dépassaient d'environ 50%, à la fin de septembre 1937, le volume qu'ils atteignaient à la date correspondante de 1929. Aucun chiffre n'est encore publié pour le dernier trimestre de 1937, mais on peut, dit-on, prévoir une certaine réduction des stocks.

Les mouvements des prix ont été, en règle générale, beaucoup moins prononcés pour les produits autres que les matières premières, et c'est ce qui explique que les indices généraux des prix de gros, qui comprennent les prix d'un grand nombre d'articles semi-manufacturés et finis, n'accusent que des changements modérés, exception faite de quelques pays où, pour des causes nationales, des mouvements particuliers se sont produits.



Dans un petit nombre de pays seulement, les prix de gros étaient à la fin de 1937 inférieurs à ce qu'ils avaient été à la fin de l'année précédente. On peut

Indices des prix de gros.

1929 = 100	1936		Change- ments en %	1938		
	Déc.	Déc.		Janv.	Fév.	Mars
Dantzig	107	102	- 4,9	101	.	.
Etats-Unis	88	86	- 3,1	85	84	84
Autriche	86	85	- 0,7	86	85	85
Tchécoslovaquie	81	80	- 0,5	80	80	80
Allemagne	77	77	+ 0,5	77	77	77
Pologne	59	60	+ 2,0	60	60	.
Suisse	76	78	+ 2,6	78	77	77
Belgique	75	77	+ 3,3	78	77	76
Hongrie	76	79	+ 3,3	78	77	76
Canada	83	87	+ 3,7	88	87	.
Estonie	81	86	+ 6,3	87	87	.
Albanie	63	67	+ 6,4	66	.	.
Pays-Bas	71	76	+ 6,5	75	74	73
Royaume-Uni	88	94	+ 6,7	94	93	91
Finlande	97	104	+ 7,4	104	103	.
Suède	90	97	+ 7,9	96	96	94
Danemark	103	111	+ 8,1	110	108	107
Grèce	117	126	+ 8,1	126	126	.
Roumanie	73	79	+ 8,4	.	.	.
Portugal	94	103	+ 9,8	.	.	.
Bulgarie	61	68	+ 10,5	63	60	.
Lettonie	87	96	+ 10,6	96	95	.
Yougoslavie	71	79	+ 12,1	80	79	78
Japon	98	110	+ 12,2	112	113	.
Norvège	94	107	+ 13,5	106	105	104
France	83	101	+ 21,5	101	101	101
Italie	83	101	+ 22,0	100	98	98

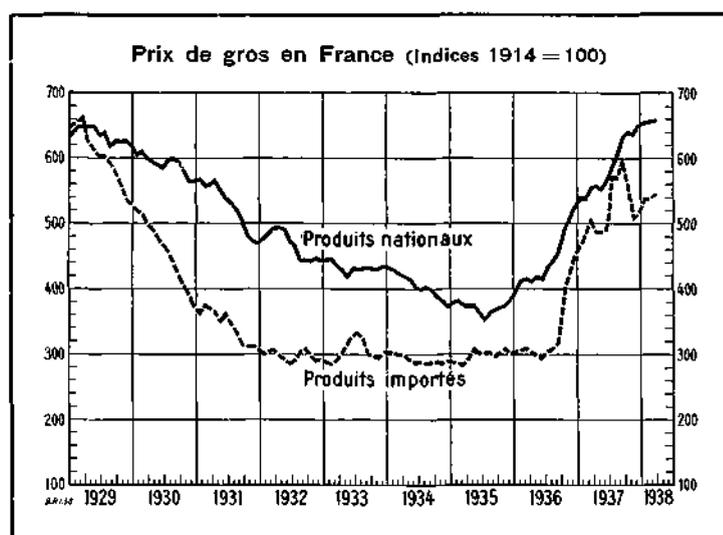
conclure par l'examen des tendances d'indices des prix, étroitement comparables aux Etats-Unis et au Royaume-Uni*, que le mouvement de baisse des prix commencé en 1937 est parti des Etats-Unis. Alors que les mouvements généraux des prix dans ces deux pays, ainsi que l'indique le total de tous les produits, se sont suivis de près jusqu'en avril 1937, les prix américains commencèrent à baisser avant les prix britanniques et ils étaient, à la fin de 1937, d'au moins

* L'indice du Board of Trade pour le Royaume-Uni et, pour les Etats-Unis, la continuation de l'indice autrefois calculé par Sir A. W. Flux — voir chiffres et graphiques dans le numéro de mars 1938 du Sommaire statistique de la Banque d'Angleterre.

10% inférieurs au niveau britannique. Cette différence se retrouve dans presque toutes les catégories de marchandises, mais elle est particulièrement accusée pour le charbon, le fer et l'acier, ainsi que pour les denrées alimentaires. Le prix du charbon, en effet, s'est relevé dans les deux pays jusqu'à la fin de l'année, mais plus au Royaume-Uni qu'aux Etats-Unis. Et tandis que les prix américains de l'acier et du fer sont restés relativement stationnaires d'avril 1937 à la fin de l'année, les prix britanniques ont augmenté de plus de 8% dans le même espace de temps.

Les larges fluctuations de l'indice des denrées alimentaires et du tabac aux Etats-Unis, qui font contraste avec l'avance régulière des prix au Royaume-Uni, correspondent surtout à l'état des récoltes. En 1936, les récoltes aux Etats-Unis ont été très mauvaises, notamment les récoltes de céréales, et il fallut importer du maïs et un grand nombre d'autres denrées alimentaires pour un montant qui n'avait jamais été encore atteint. La protection américaine des produits agricoles put, pour cette raison, devenir effective et les prix intérieurs se relevèrent plus que les prix de l'étranger. L'année suivante, les récoltes atteignirent largement la moyenne et une partie de la production fut exportée comme à l'ordinaire, ce qui eut pour résultat de subordonner largement de nouveau les prix américains aux conditions des marchés d'exportation.

La hausse du niveau des prix français, qui se produisit en 1937, a été due dans une certaine mesure à la perte de valeur de change du franc — ce qui releva les prix des matières premières et autres marchandises importées —, mais surtout à des causes internes telles que l'accroissement du coût de la production par les augmentations successives de salaires et la réduction de la semaine de travail à 40 heures, ainsi que par le relèvement des prix des produits agricoles qui, même au cours actuel du change, restent supérieurs



aux prix du marché mondial. Depuis septembre 1937, le niveau des prix en France est resté relativement stable, la dépréciation, d'ailleurs limitée du franc depuis ce moment, ayant été en partie compensée par la baisse simultanée, sur le marché mondial, des prix des matières premières importées.

Depuis le début de 1938, on remarque également, dans d'autres pays, une tendance vers une plus grande stabilité des prix, malgré une baisse persistante, sur le marché mondial, des prix de quelques marchandises importantes, telles que le froment, le caoutchouc et certains métaux non ferreux.

Pour permettre une comparaison, même approximative des niveaux des prix dans les différents pays, il faut ramener les indices nationaux à une base-or commune, et c'est ce qui a été fait dans le tableau ci-après, une année d'avant-guerre étant prise pour base :

Indices-or des prix de gros.

1913 ou 1914 = 100	1935	1936	1937
	Décembre		
Etats-Unis	69	71	69
Royaume-Uni	66	72	78
France	72	74	66*
Pays-Bas	78	74	78
Suisse	92	75	78
Italie	85	61	76
Allemagne	103	105	106
Pologne	59	63	65
Suède	66	70	77
Belgique	60	66	68
Tchécoslovaquie	87	75	75
Japon	52	58	66

* March 1938 = 59.

Si l'on considère la situation aux Etats-Unis et au Royaume-Uni comme indicative du niveau des prix-or mondiaux, on verra que ce niveau est encore inférieur de 20 à 30 % à celui d'avant la guerre. Etant donné l'accroissement de la production de l'or, il est à prévoir, dans la mesure où les constatations faites précédemment sur les mouvements des prix sont encore valables, que les prix mondiaux tendront, à la longue, à se relever.

Au Japon, les prix intérieurs ont considérablement augmenté en 1937, mais, ramenés à leur valeur-or, ils comptaient toujours parmi les moins élevés du monde à la fin de l'année; la dépréciation de 72 % du yen n'avait pas encore produit tous ses effets sur la structure des prix intérieurs. En France également, à la suite de la récente dépréciation du franc, les prix, sur la base de l'or, sont un peu inférieurs à ceux des Etats-Unis et du Royaume-Uni. A la suite de la hausse qui s'est produite en 1937, les prix-or italiens paraissent avoir été, d'autre part, ramenés au niveau des prix britanniques.

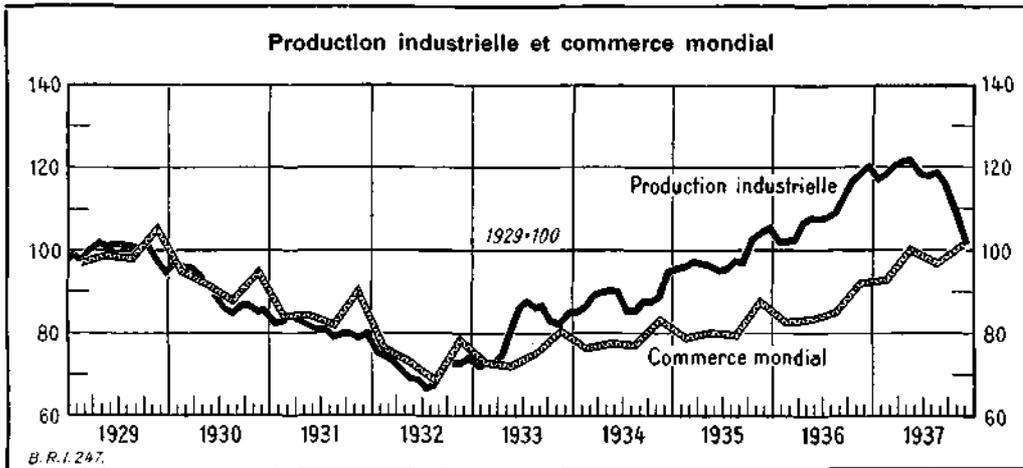
Les prix de gros en Allemagne sont encore beaucoup plus élevés, exprimés en or, que les prix correspondants dans les autres pays, bien que la différence ait un peu diminué au cours des deux dernières années en raison de la hausse des prix à l'étranger, notamment dans les pays du groupe sterling. Le «Reichskommissar für Preisbildung» a insisté à plusieurs reprises sur le fait que les prix allemands ont, pendant de nombreuses années, été très supérieurs à ceux des autres grands pays commerciaux du monde entier et que cette différence a considérablement affaibli la puissance de concurrence de l'Allemagne sur les marchés mondiaux. En même temps, il a indiqué qu'une des tâches les plus urgentes était d'essayer d'éliminer à cet égard la différence entre l'Allemagne et les pays étrangers les plus importants. Le Président de la Reichsbank, dans son discours du 11 mars 1938 à l'Assemblée générale annuelle de cet institut, a également

insisté sur le principe de la stabilité des prix et des salaires qui est une condition nécessaire du succès des mesures financières prises en Allemagne ces dernières années; il a également évoqué le problème de l'adaptation du niveau de change à celui des plus importantes monnaies du monde et indiqué que ce problème avait été provisoirement résolu par la protection de la monnaie allemande contre les influences extérieures, sous forme d'un contrôle des changes.

Comme on peut le voir sur le tableau ci-dessus, l'écart entre les prix-or établis dans les différentes devises a un peu diminué pendant les deux années qui vont de la fin de 1935 à la fin de 1937. C'est là la preuve d'un retour à un équilibre international plus stable en matière monétaire car, même si l'on ne peut tirer du calcul des «parités économiques», sur la base des niveaux des prix de gros, aucune conclusion ferme et solide lorsque les conditions ont souvent beaucoup changé en comparaison de celles des années de base, il n'en reste pas moins vrai qu'un trop grand écart ne permettrait pas d'entretenir des relations monétaires normales, car le bon fonctionnement d'un système monétaire international exige indiscutablement, comme condition première, qu'il n'y ait pas de sérieuse surévaluation ou sous-évaluation de l'une ou l'autre devise.

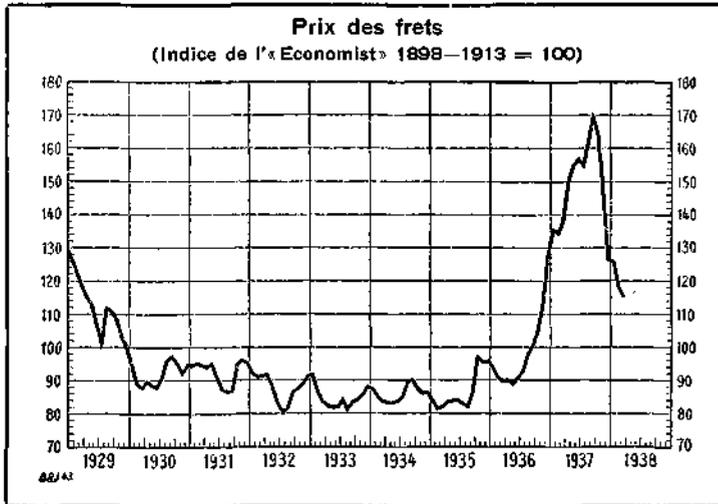
3. COMMERCE EXTÉRIEUR.

Le commerce international s'est sensiblement amélioré en 1937: le volume des marchandises échangées a augmenté de 13,5% par rapport à 1936, et il a presque atteint le niveau de 1929, année record.



Les prix de gros britanniques étant encore en 1937 d'environ 5 à 10% inférieurs à ceux de 1929, on peut en conclure que la valeur du commerce mondial, exprimée en livres sterling, pouvait bien être inférieure de 10% à celle de 1929.

On put constater, vers la fin de l'année, un certain ralentissement du commerce, mais le recul fut modéré, ainsi que le révèle, entre autres, le degré élevé



d'utilisation des services de navigation. (Au début de 1938, les taux des frets furent, d'après l'indice de l'«Economist» de Londres, ramenés d'environ 30 % au-dessous du niveau supérieur atteint en septembre 1937, mais ils dépassaient encore légèrement ceux de 1929.)

Pour la première fois depuis le revirement de la tendance en 1932, l'accroissement du commerce mondial fut plus prononcé que celui de la production. Pendant les premières phases du redressement, la reprise des affaires prit, dans la très grande majorité des pays, le caractère d'une renaissance intérieure, le commerce extérieur ne la suivant que de loin. Les mesures gouvernementales, telles que les dépenses pour travaux publics, la protection accrue donnée aux industries nationales ou l'application d'une politique de monnaie à bon marché sans emprunt international, tendirent à donner à l'activité économique un élan spécial dans le sens national, et certaines d'entre elles furent directement nuisibles à une reprise du commerce international.

Les restrictions aux importations, parmi lesquelles il faut compter les restrictions de change, ajoutèrent aux difficultés, et on fut d'un extrême pessimisme sur la diminution croissante du commerce international à l'avenir. La reprise survenue est donc d'autant plus significative qu'elle témoigne que le besoin de marchandises étrangères croît avec le retour de la prospérité. Bien plus, malgré la politique de plus grand repliement national suivie dans une grande partie du monde, les déclarations officielles insistent presque sans exception sur la nécessité de maintenir le commerce international à un niveau plus élevé.

La suppression de contingents et autres restrictions aux importations a réussi à réduire, dans une certaine mesure, les barrières qui s'opposent au commerce, mais le progrès réalisé dans ce domaine n'a pas été très considérable. Les accords commerciaux que le Gouvernement des Etats-Unis a conclus avec dix-sept gouvernements ont été plus importants; des négociations sont actuellement en cours avec quatre autres pays, dont le Royaume-Uni et le Canada. Quelques autres facteurs ont contribué à aider le commerce; ce sont: une plus grande stabilité des changes (facilitée à son tour par le volume plus considérable

du commerce), l'ajustement graduel de la valeur des devises aux niveaux des prix de revient et de vente en vigueur dans les différents pays, la production abondante de l'or et, dans une certaine mesure également, les lourdes dépenses engagées pour les armements; enfin, dernière citée, mais non moins importante, la consommation plus grande de divers produits dans les pays dont le niveau de vie tend à s'élever.

**Changements dans le commerce extérieur de différents pays
de 1936 à 1937.***

Importations				Exportations			
en millions d'unités des monnaies nationales							
Pays	1936	1937	Change- ments %	Pays	1936	1937	Change- ments %
Italie	6.039	13.837	+ 129,1	Lettonie	138	261	+ 89,1
Lettonie	122	231	+ 89,3	Italie	5.547	10.429	+ 88,0
Indes Néerlandaises	287	490	+ 70,7	Indes Néerlandaises	539	938	+ 74,0
France	25.414	42.316	+ 66,5	Chili	549	933	+ 69,9
Indochine	975	1.579	+ 61,9	Suisse	441	683	+ 54,9
Syrie	2.683	4.600	+ 59,6	France	15.492	23.935	+ 54,5
Bulgarie	3.181	4.926	+ 54,9	Pays-Bas	746	1.148	+ 53,9
Maroc	1.151	1.766	+ 53,4	Indochine	1.708	2.590	+ 51,6
Dantzig	93	142	+ 52,7	Palestine	4	6	+ 50,0
Pays-Bas	1.017	1.551	+ 52,5	Tchécoslovaquie	7.997	11.953	+ 49,5
Finlande	6.203	9.123	+ 47,1	Maroc	782	1.144	+ 46,3
Iran	879	1.269	+ 43,4	Yougoslavie	4.376	6.272	+ 43,3
Suisse	1.263	1.797	+ 42,3	Malaisie Britannique	629	899	+ 42,9
Roumanie	12.639	17.997	+ 41,6	Roumanie	21.703	30.965	+ 42,7
Argentine	1.117	1.558	+ 39,5	Argentine	1.656	2.308	+ 39,4
Norvège	916	1.273	+ 39,0	Syrie	1.650	2.300	+ 39,4
Tchécoslovaquie	7.894	10.965	+ 38,9	Etats-Unis d'Amérique	2.419	3.295	+ 36,2
Lithuanie	154	212	+ 37,7	Iran	1.960	2.582	+ 31,7
Colombie	120	164	+ 36,7	Suède	1.514	1.994	+ 31,7
Japon	2.928	3.955	+ 35,1	Belgique-Luxembourg	19.526	25.394	+ 30,1
Malaisie Britannique	508	686	+ 35,0	Finlande	7.222	9.368	+ 29,7
Inde	1.223	1.593	+ 30,3	Grèce	7.379	9.555	+ 29,5
Allemagne	4.218	5.468	+ 29,6	Bulgarie	3.910	5.019	+ 28,4
Mexique	464	600	+ 29,3	Autriche	952	1.217	+ 27,8
Suède	1.633	2.111	+ 29,3	Esthonie	83	106	+ 27,7
Tunisie	1.014	1.310	+ 29,2	U. R. S. S.	1.359	1.729	+ 27,2
Yougoslavie	3.994	5.148	+ 29,2	Ceylan	244	310	+ 27,0
Belgique-Luxembourg	21.299	27.257	+ 28,0	Allemagne	4.768	5.911	+ 24,0
Esthonie	87	111	+ 27,6	Philippines	273	331	+ 21,2
Canada	635	809	+ 27,4	Norvège	674	811	+ 20,3
Nouvelle-Zélande	44	56	+ 27,3	Australie	124	149	+ 19,4
Grèce	11.963	15.204	+ 27,1	Chine	707	839	+ 18,7
Pologne	1.003	1.254	+ 25,0	Japon	2.798	3.319	+ 18,6
Etats-Unis d'Amérique	2.424	3.012	+ 24,3	Portugal	1.026	1.216	+ 18,5
Turquie	92	114	+ 23,9	Royaume-Uni	441	522	+ 18,4
Chili	347	429	+ 23,6	Nouvelle-Zélande	55	65	+ 18,2
Egypte	30	37	+ 23,3	Hongrie	504	589	+ 16,9
Bésil	4.268	5.186	+ 21,5	Turquie	118	138	+ 16,9
Royaume-Uni	787	954	+ 21,2	Pologne	1.026	1.196	+ 16,6
Uruguay	66	80	+ 21,2	Danemark	1.327	1.541	+ 16,1
Union Sud-Africaine	84	101	+ 20,2	Egypte	33	38	+ 15,2
Mandchoukouo	644	770	+ 19,6	Mexique	775	891	+ 15,0
Danemark	1.442	1.697	+ 17,7	Colombie	158	181	+ 14,6
Haïti	40	47	+ 17,5	Tunisie	841	950	+ 13,0
Pérou	200	235	+ 17,5	Inde	1.806	2.024	+ 12,1
Portugal	1.994	2.339	+ 17,3	Pérou	332	366	+ 10,2
Autriche	1.249	1.454	+ 16,4	Canada	1.021	1.124	+ 10,1
Ceylan	190	221	+ 16,3	Uruguay	90	99	+ 10,0
Australie	87	100	+ 14,9	Dantzig	325	357	+ 9,8
Palestine	14	16	+ 14,3	Union Sud-Africaine	112	123	+ 9,8
Irlande	39	44	+ 12,8	Mandchoukouo	474	520	+ 9,7
Hongrie	437	475	+ 8,7	Lithuanie	190	208	+ 9,5
Philippines	202	216	+ 6,9	Siam	165	176	+ 6,7
Slam	105	110	+ 4,8	Bésil	4.900	5.095	+ 4,0
Chine	942	953	+ 1,2	Irlande	22	22	0
U. R. S. S.	1.341	1.341	— 0,9	Haïti	49	42	— 14,3
Algérie	3.234	2.544	— 21,3	Algérie	3.469	2.230	— 35,7

* Chiffres en partie provisoires.

La composition du commerce mondial a subi quelques changements remarquables. Tandis que, pendant les premières années du redressement, l'augmentation fut plus grande dans le commerce des matières premières, la reprise du commerce, en 1937, fut pareille pour les produits finis et les matières premières. Ce fait provint d'abord de la situation plus favorable des pays producteurs de matières premières qui furent mis en mesure d'importer des produits finis en plus grandes quantités, il provint aussi d'achats plus importants pour les armements (notamment de produits en acier) et enfin de l'augmentation des revenus d'une grande partie de la population dans nombre de pays industriels. Cette situation provoqua une recrudescence des demandes de marchandises qui ne purent pas être immédiatement satisfaites par les sources purement nationales. Parmi les produits finis, l'augmentation fut toutefois plus accentuée pour les biens de production que pour les marchandises de consommation. La Reichskredit-Gesellschaft A. G., Berlin, dans son rapport sur la situation économique de l'Allemagne à la fin de 1937 et au début de 1938, indiquait que, pendant les onze premiers mois de 1937, la valeur des exportations allemandes des biens de production (y compris les produits mécaniques) a augmenté de 26 % par rapport aux mêmes mois de 1936, tandis que les exportations des marchandises essentiellement de consommation (textiles, certains produits chimiques, etc.) n'ont augmenté que de 14 %. La même tendance se rencontre dans d'autres pays. Il est naturel, en période de redressement, que ce soit la demande de biens de production qui augmente le plus rapidement mais, dans la situation actuelle, certains facteurs particuliers agissent dans le même sens. Tout d'abord, la demande plus intense de produits destinés aux armements a, dans bien des cas, provoqué des achats plus importants de machines, d'outils, etc. à l'étranger. En second lieu, le caractère des mesures de protection actuellement appliquées dans nombre de pays est tel qu'elles établissent une discrimination au détriment du commerce des biens de consommation: la protection accordée est surtout destinée à encourager la fabrication nationale d'articles ordinaires de consommation (textiles, etc.) et affecte beaucoup moins les importations de matières premières (qui, jusqu'à un certain point, doivent être achetées à l'étranger) et d'articles spéciaux tels que machines, machines-outils, matières colorantes et couleurs, etc. Les derniers articles mentionnés rentrent en grande partie dans la catégorie des biens de production. On peut relever que, dans les deux pays, Finlande et Suède, dont le commerce d'exportation s'était déjà considérablement développé pendant les années 1933 à 1936, les exportations ne comprennent guère d'articles ordinaires de consommation, mais essentiellement des matières premières ainsi que, comme dans le cas de la Suède, quelques articles très spéciaux (aciers de qualité, roulements à billes, téléphones, séparateurs centrifuges, etc.).

L'évolution commerciale des dernières années a été surtout caractérisée par l'accroissement de l'excédent global des importations des huit pays créanciers du monde entier: Belgique, Etats-Unis, France, Irlande, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède et Suisse.

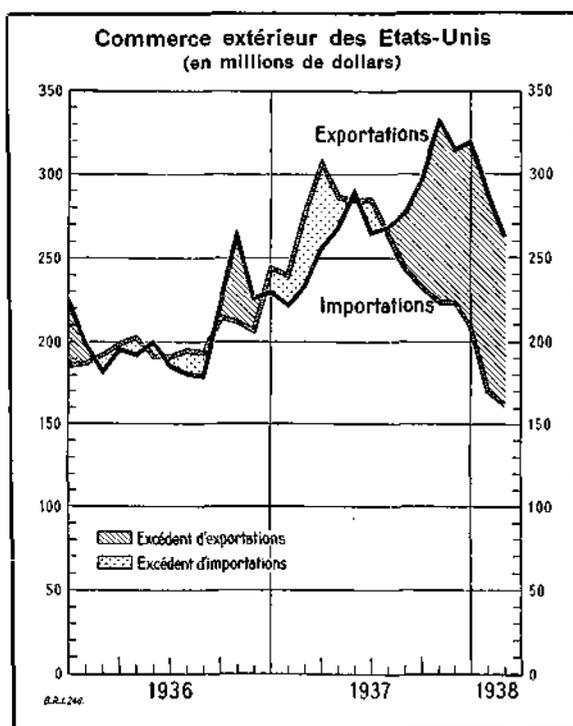
Commerce mondial* (Marchandises seulement)	1934	1935	1936	1937
Huit pays créanciers:	en millions de dollars			
Importations	8.990	9.109	10.226	12.373
Exportations	7.130	7.091	7.443	9.236
Excédent d'importation	- 1.860	- 2.018	- 2.783	- 3.137
Tous les autres pays:				
Importations	11.293	11.593	12.030	15.023
Exportations	12.008	12.472	13.851	16.698
Excédent d'exportation	+ 715	+ 879	+ 1.821	+ 1.675
Total des importations mondiales	20.283	20.702	22.256	27.396
Total des exportations mondiales	19.138	19.563	21.294	25.934

* Données de la Société des Nations.

L'attention a été souvent attirée sur le fait que les pays les plus riches doivent prendre l'initiative du redressement du commerce international, afin de permettre aux pays débiteurs d'acquiescer les devises qui leur sont nécessaires pour faire face au service courant de leur dette, réduire leurs engagements envers l'étranger et augmenter graduellement leurs achats à l'étranger. L'excédent global des importations des pays créanciers a augmenté chaque année de 1934 à 1937 et, bien que cette augmentation ait été en partie compensée par des recettes plus élevées des frets et des placements extérieurs, il n'est pas douteux que, dans l'ensemble, le solde net en faveur des pays débiteurs ait été plus élevé. On voit toutefois, dans le tableau ci-dessus, que l'excédent d'exportation des « autres pays » a légèrement diminué de 1936 à 1937; cette diminution est due, d'une part, au fléchissement des prix des matières premières à l'automne de 1937 et, d'autre part, à l'accroissement des importations à destination de ces pays. Cet accroissement des importations provient des commandes faites pendant le premier semestre de 1937, qui fut prospère.

Un seul des huit pays créanciers, les Etats-Unis, a accusé un excédent d'exportation au cours de chacune des quatre années examinées. On estime toutefois qu'en 1936 (pour la première fois depuis la période antérieure à la guerre mondiale) la balance des paiements des Etats-Unis a accusé un déficit des articles courants de 153 millions de dollars. Il semble intéressant de suivre l'évolution de la balance commerciale des Etats-Unis pendant les deux dernières années.

Les importations furent plus élevées que les exportations depuis décembre 1936 jusqu'en avril 1937, c'est-à-dire pendant la brève période de grand « boom »



commercial. Les importations commencèrent, toutefois, à diminuer dès le second trimestre de l'année et la baisse s'accrut de mois en mois jusqu'à la fin de décembre 1937. Les exportations, d'autre part, progressèrent jusqu'au mois d'octobre et n'accusèrent qu'un léger recul pendant le reste de l'année. En février 1938, les importations étaient tombées un peu au-dessus du chiffre de mars 1937, tandis que les exportations, tout en étant en régression, restaient supérieures à celles de l'année précédente. C'est l'indication d'un ralentissement aux Etats-Unis par rapport au reste du monde.

Parmi les autres pays créanciers, l'excédent des importations de marchandises est passé, au Royaume-Uni, de 346 millions de livres sterling en 1936 à 432 millions en 1937, chiffre le plus élevé enregistré depuis 1926. Cet accroissement du déficit n'a été que partiellement compensé par une augmentation des recettes nettes de navigation, des placements étrangers et des autres postes invisibles. Il en résulte que les postes courants de la balance des paiements montrent un déficit de 52 millions de livres sterling, contre 18 millions l'année précédente. Il est intéressant de noter que l'accroissement de l'excédent des importations résulte en grande partie des modifications relatives intervenues sur les prix d'importation et d'exportation. Pendant les deux années 1936 et 1937, l'augmentation des prix d'importation, beaucoup plus considérable en 1937 qu'en 1936, fut double de celle des prix d'exportation. En éliminant les changements de prix qui se sont produits d'une année à l'autre (c'est-à-dire si l'on évaluait les importations et les exportations de 1937 au prix moyen de 1936 pour les produits similaires), on constaterait que le déficit de la balance commerciale ne se serait pas accru de 85,9 millions de livres sterling en 1937, mais seulement de 8,3 millions. En France, l'excédent d'importation a établi un record en atteignant en 1937 le chiffre de 18.400 millions de francs français, contre 9.900 millions en 1936. Cette augmentation des importations provenait, en partie, de l'accroissement des demandes de matières premières pour l'industrie française, en partie d'importations plus élevées de denrées alimentaires — la récolte ayant été inférieure à la

moyenne —, en partie, enfin, de l'accroissement des importations de certaines marchandises, telles que le charbon, dont la production intérieure marquait un recul à la suite de la réduction des heures de travail dans les mines. De mauvaises récoltes ont de même été la cause d'une augmentation des importations en Italie et en Allemagne. Les importations allemandes ont passé de 4.218 millions de marks en 1936 à 5.468 millions en 1937, mais, grâce à un accroissement simultané des exportations, principalement d'articles manufacturés, de 4.768 millions de marks en 1936 à 5.911 millions en 1937. L'excédent d'exportation n'a que légèrement diminué, passant de 550 millions de reichsmarks en 1936 à 443 millions en 1937. L'Allemagne a accru son commerce d'exportation, pendant ces dernières années, à peu près dans la même proportion que le commerce mondial. L'excédent d'importation de l'Italie s'est élevé de 492 millions de lire en 1936 à 3.408 millions en 1937. Les recettes plus élevées des touristes et de la navigation ont en partie compensé cet accroissement dans le déficit de la balance, qui a pourtant été assez marqué pour nécessiter un contrôle de plus en plus strict des importations.

Des changements importants sont à signaler dans le commerce du Japon : l'excédent des importations est passé à 636 millions de yen, chiffre le plus élevé qui ait été enregistré (compte non tenu de l'année anormale 1924), et, à l'automne, le conflit avec la Chine a nécessité l'institution du contrôle des changes et du commerce extérieur. Au cours des dix dernières années, la direction du commerce d'exportation japonais a subi une modification importante : le pourcentage des exportations japonaises destiné aux États-Unis est tombé de 43 en 1927 à 20 en 1937, tandis que le pourcentage destiné à l'Asie passait de 42 à 52. La Chine devenait pour les marchandises japonaises le client le plus important, l'Inde venait ensuite, tandis que les États-Unis cessaient graduellement d'être pour le Japon un marché d'exportation.

En ce qui concerne les pays de l'Europe Centrale, la tendance à détourner leurs exportations des pays de "clearing" vers les marchés libres, pour en obtenir un excédent de devises libres, devient plus sensible. En général, les balances commerciales ont été exceptionnellement favorables, tant pour les pays agricoles de l'Europe et des autres continents que pour les pays producteurs d'or. L'exemple le plus remarquable dans ce dernier groupe a été la situation brillante de l'Afrique du Sud qui a été, pendant les deux dernières années, le principal client du Royaume-Uni, place antérieurement occupée par l'Inde britannique et, avant la guerre mondiale, par l'Allemagne.

En même temps que le commerce mondial se relevait, le volume du financement international s'accroissait un peu. Même quand le financement est fait sous un régime de clearings et d'accords de paiements, les exportateurs, notamment de produits industriels, estiment nécessaire d'accorder des crédits

à leurs clients pour soutenir le volume des affaires. Toutefois, ce financement se fait surtout à terme relativement court et s'étend rarement à plus de six mois ou un an. Les nouveaux emprunts à long terme ont été très rares en 1937. Les pays, comme le Royaume-Uni et l'Allemagne, dont les exportations, avant la guerre, comme pendant les dix années qui l'ont suivie, dépendirent largement de l'afflux régulier de capitaux, passant des principaux marchés créanciers vers les pays financièrement moins résistants, sont naturellement très affectés par l'arrêt virtuel du financement international à long terme. Il est vrai que les sociétés qui pourraient normalement entreprendre de grands travaux d'investissement, financés par des emprunts consentis à des pays d'outre-mer, travaillent maintenant, en général, à plein rendement pour les armements, mais, quand ceux-ci se ralentiront, les prêts internationaux pour l'équipement de pays qui ne sont pas encore développés pourront peut-être contribuer de nouveau à combler le vide.

III. UNE ANNÉE DE TRANSITION DE LA DÉTHÉSAURISATION À UNE NOUVELLE THÉSAURISATION

La production mondiale d'or a augmenté de 5% en 1937, c'est-à-dire à une cadence moins rapide que les années précédentes. Le ralentissement de l'augmentation a été presque entièrement dû à une diminution du montant absolu de la production en U. R. S. S., de 1936 à 1937. Les expéditions de l'Orient, représentant la déthésaurisation de l'or en Chine et dans l'Inde, ont perdu leur importance, mais les exportations d'or du Japon, destinées à couvrir ses achats commerciaux et autres, ont atteint près de 250 millions de dollars. En Occident le mouvement de déthésaurisation, commencé le dernier trimestre de 1936, s'est poursuivi pendant le premier semestre de 1937 et atteignit près d'un milliard de dollars en l'espace de neuf mois; les montants d'or thésaurisés sur la place de Londres ont diminué de plus de moitié.

Dans ce domaine comme dans d'autres, le changement survenu dans la situation pendant le second semestre de l'année fut brusque et imprévu; les détenteurs de devises, troublés par la baisse des prix commerciaux, le ralentissement de la production industrielle, en particulier aux Etats-Unis, et le bruit d'une nouvelle dévaluation du dollar, virent de nouveau dans l'or un refuge sûr. La thésaurisation privée réabsorba 150 à 200 millions de dollars, tandis que les autorités monétaires, dans un grand nombre de pays d'où l'or était sorti au printemps, firent des achats substantiels de métal jaune. En novembre et en décembre 1937, les Etats-Unis exportèrent un montant net d'or; et, à l'automne, le Fonds britannique d'égalisation des changes fournit, sur ses propres stocks, une certaine partie de l'or demandé par le marché. Les réserves-or des Etats-Unis et du Royaume-Uni s'accrurent néanmoins considérablement pendant l'année et il en fut de même aux Pays-Bas. Les acquisitions totales d'or de ces trois pays, en 1937, atteignirent presque le double de l'or extrait des mines dont la production annuelle se chiffre maintenant à 1.220 millions de dollars.

1. PRODUCTION DE L'OR.

En 1937, la production mondiale d'or a continué à augmenter comme il ressort du tableau ci-après.

Les montants de la production d'or en U. R. S. S. pendant les années 1930 à 1936, qui figurent dans le Rapport annuel de l'année dernière, ont été rectifiés à la lumière de renseignements plus récents, et sensiblement réduits pour la période de 1934 à 1936. Comme les autorités soviétiques ne publient aucune statistique officielle sur la valeur en chiffres absolus de la production d'or, les évaluations doivent être faites d'après des renseignements puisés à des sources diverses. Une publication soviétique, «L'U. R. S. S. en construction», donne

Année	Afrique du Sud	U. R. S. S. 1)	Etats-Unis d'Amérique 2)	Canada	Autres pays producteurs	Production mondiale 1)	
	en milliers d'onces d'or fin						millions de dollars 2)
1930	10.716	1.501	2.286	2.102	4.318	20.923	732
1931	10.878	1.656	2.396	2.694	4.702	22.326	781
1932	11.559	1.938	2.440	3.044	5.264	24.254	849
1933	11.014	2.700	2.537	2.949	6.378	25.578	895
1934	10.480	3.858	2.916	2.972	7.070	27.296	955
1935	10.774	4.784	3.619	3.285	7.570	30.032	1.051
1936	11.336	5.173	4.296	3.735	8.616	33.156	1.160
1937	11.733	5.000	4.753	4.091	9.254	34.831	1.219

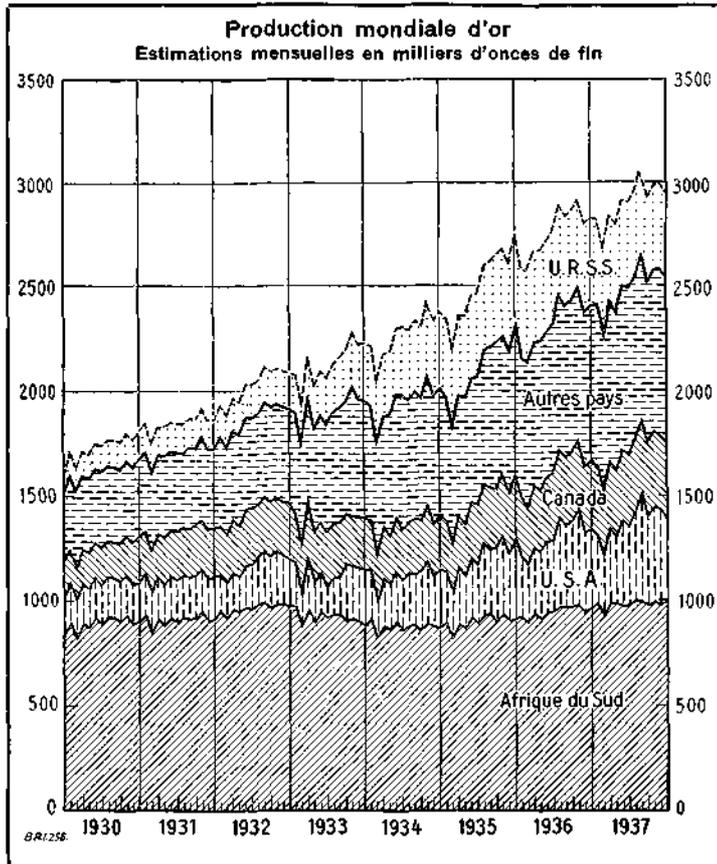
1) Chiffres révisés.

1) Y compris les Philippines.

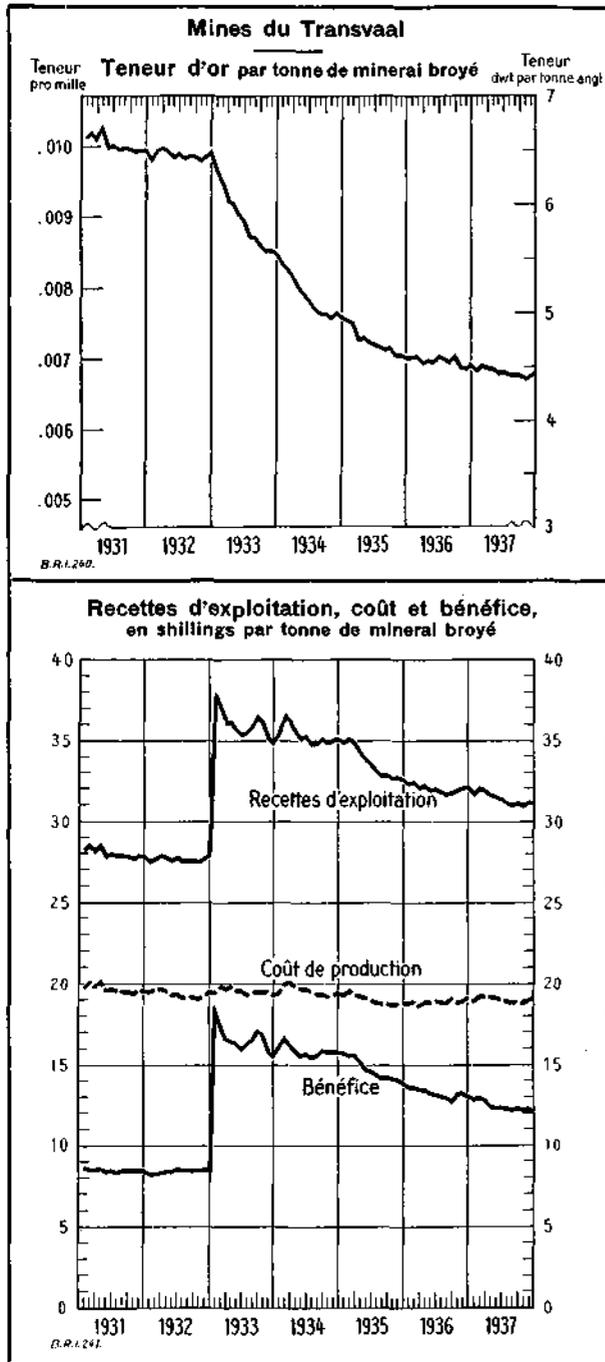
2) Les chiffres sont indiqués en dollars actuels (35 dollars l'once d'or fin) et non plus en francs suisses or comme dans les Rapports antérieurs. Ce changement est principalement dû au fait que les chiffres exprimés en une monnaie existante sont plus expressifs, et on a choisi le dollar parce que sa valeur est fixée par rapport à l'or. Pour convertir approximativement ces montants en francs suisses or, il suffit de les multiplier par trois (3,061 exactement) et, pour les convertir en livres sterling, de les diviser par cinq, aussi longtemps que l'or vaut à Londres environ 140 shillings l'once.

Si la production d'or de 1930, par exemple, était donnée en dollars à la parité de l'époque en question, soit 20,67 dollars l'once de fin, elle atteindrait 432 millions de dollars.

certaines pourcentages d'augmentation de la production d'or pour les années 1930, 1932, 1934 et 1936, sans indiquer toutefois aucun chiffre de base, et l'on



ne voit pas nettement si ces accroissements se rapportent aux résultats réellement acquis ou aux prévisions conformes aux plans établis. En règle générale, chaque nouvelle estimation indiquée dans les publications soviétiques est plus basse que celle qui la précède, il convient donc d'apprécier avec prudence ces diverses évaluations. On ne peut néanmoins douter que d'importantes efforts aient été réalisés pour développer les installations et attirer la main-d'œuvre, et ac-



croître encore ainsi la production d'or du pays. Cependant, les dernières informations reçues montrent que la production a diminué depuis 1936. Le total de cette production pour 1937 n'est estimé qu'à 5 millions d'onces, d'une valeur d'environ 175 millions de dollars et voisine des 200 millions de dollars d'or exportés par la Russie pendant l'année.

En Afrique du Sud, la production d'or a augmenté de près de 400.000 onces de 1936 à 1937, mais deux tiers de cette augmentation provenaient d'une société qui a extrait de l'or pour la première fois en 1937 et de l'accroissement de production de deux sociétés qui ont récemment commencé leur exploitation; les anciennes sociétés n'ont guère accusé d'augmentation de rendement, mais elles ont poursuivi la politique adoptée depuis 1932 en exploitant du minerai à faible teneur.

Quand la livre sud-africaine se détacha de l'étalon-or à la fin de 1932, le prix de l'or, en Afrique du Sud, passa de 85 à 120 shillings l'once et le bénéfice d'exploitation par tonne de minerai broyé au Transvaal

s'éleva approximativement dans la même proportion de 27 1/2 à 36 shillings. Comme les frais d'exploitation restèrent à peu près stables aux environs de 19 shillings, le bénéfice par tonne passa subitement de 8 1/2 à près de 16 1/2 shillings. Ce prix plus élevé de l'or rendit le traitement des minerais à faible teneur avantageux et la production d'or totale se maintint ainsi plus ou moins stable

bien qu'on traitât de plus grandes quantités de minerai et qu'il y eût un accroissement correspondant de main-d'œuvre. Cette politique se trouva favorisée par une légère diminution des frais d'exploitation par tonne de minerai broyé, certaines économies étant, par exemple, réalisées par le travail à plein rendement des installations de broyage. Les frais par once d'or produit s'élevèrent naturellement en fonction de l'accroissement du tonnage broyé.

Mines d'or du Transvaal

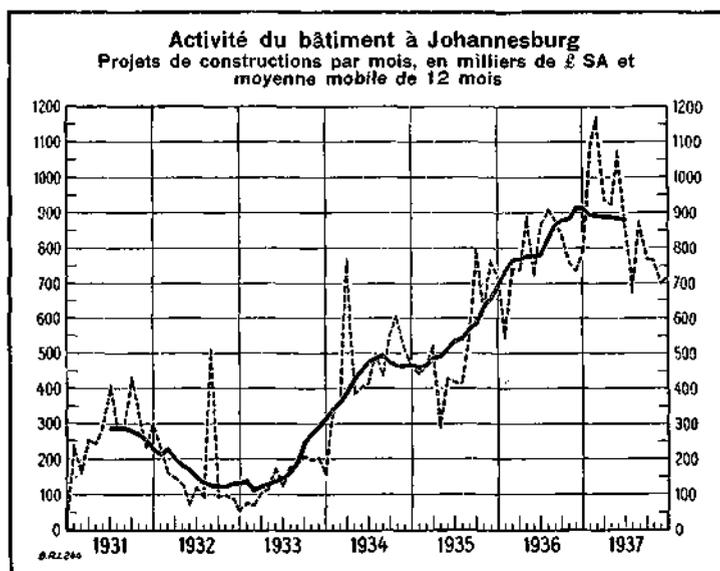
Année	Politique de production			Résultats financiers					
	Millions de tonnes de minerai broyé	Teneur par tonne broyée		Recettes d'exploitation		Coût de production		Bénéfice	
		en dwts	en ‰	par tonne de minerai broyé					
				s.	d.	s.	d.	s.	d.
1932	35,2	6,47	0,00990	27	7	19	3	8	4
1933	37,2	5,84	0,00894	35	11	19	5	16	6
1934	40,1	5,15	0,00788	35	3	19	6	15	9
1935	44,6	4,73	0,00724	33	6	18	11	14	7
1936	48,6	4,57	0,00699	32	0	18	10	13	2
1937	51,1	4,46	0,00683	31	4	18	11	12	5

Le volume de minerai broyé au Transvaal augmenta de 35 millions de tonnes en 1932 à 51 millions de tonnes en 1937, tandis que la teneur moyenne en or tomba de 6,5 à 4,5 dwts. par tonne (soit de 0,00990 à 0,00683 pour mille), la quantité d'or produite restant approximativement la même. Le nouveau relèvement du prix de l'or de 120 à environ 140 shillings l'once ne correspondit donc pas à une augmentation équivalente du revenu d'exploitation et du bénéfice par tonne de minerai broyé.

La dépense de capital prélevée sur les bénéfices des mines sud-africaines excéda 3 millions de livres sterling en 1934 et en 1935, et elle tomba à moins de 2 millions en 1936. Jusqu'à présent, l'extension des installations paraît, en général, s'être faite sur la base d'un prix minimum d'environ 120 shillings l'once d'or; un nouvel accroissement de la capacité de broyage nécessaire à une exploitation de minerais à teneur encore plus faible, impliquerait qu'on envisage le maintien d'un prix de l'or à un niveau sensiblement supérieur à 120 shillings. Comme le montre le graphique ci-dessus, le taux de réduction de la teneur en or du minerai broyé a fortement diminué depuis 1935, ce qui prouve que cette politique a certaines limites.

Il faut également tenir compte, dans la politique d'exploitation des minerais à faible teneur, de la difficulté que rencontre le recrutement de la main-d'œuvre indigène. Pour le volume actuel de minerai broyé, qui atteint environ 50 millions de tonnes par an, l'effectif nécessaire de main-d'œuvre indigène est approximativement de 310.000 hommes, et l'on estime que, vers la fin de 1938 (de nou-

velles mines parvenant au stade de la production), les besoins dépasseront 350.000 hommes. En réalité, l'effectif de main-d'œuvre employée est tombé de 310.000, au début de 1937, à 283.000 à la fin de l'année. Il semble qu'on ne pourra accroître l'effectif de main-d'œuvre que si le Gouvernement sud-africain permet l'enrôlement d'indigènes au nord d'une certaine latitude, c'est-à-dire, en fait, de main-d'œuvre tropicale. Sans paraître insoluble, le problème du recrutement de la main-d'œuvre a naturellement causé certaines préoccupations.



Bien que les mines sud-africaines soient en très grande partie aux mains d'intérêts étrangers — on évalue à 70 % les dividendes payés à l'étranger —, la recrudescence de l'activité a, bien entendu, valu au pays une grande prospérité qui se traduit dans le développement de l'industrie du bâtiment, notamment à Johannesburg.

Aux Etats-Unis, la production d'or continua à s'accroître, en raison surtout d'une exploitation plus active de certains métaux de base, tels que le cuivre, l'or ne figurant alors que comme un sous-produit. La production de 4.750.000 onces en 1937 fut supérieure de 10,6 % à celle de 1936, et presque aussi élevée que celle de 1915, l'année record antérieure (4.888.000 onces). La production d'or au Canada s'accrut de façon à peu près semblable (9,5 %), les plus anciennes mines accrurent, presque sans exception, leur rendement, et un certain nombre de nouvelles mines entrèrent, en outre, dans le stade de la production; de plus, de nouvelles mines, munies de l'équipement technique le plus moderne, entreront prochainement en exploitation. Par comparaison avec les chiffres d'avant-guerre, la production canadienne a quadruplé.

Les quatre principaux centres producteurs, l'Afrique du Sud, l'U.R.S.S., les Etats-Unis et le Canada, ont fourni environ les trois quarts du total de la production mondiale d'or, mais le rendement des autres pays n'est pas négligeable et il est en voie d'augmentation; dans quelques-uns de ces pays, la production a très rapidement progressé ces dernières années. En Australie occidentale, le rendement a doublé en 1937 par rapport à 1929 et, pour la première fois depuis

1915, il a dépassé un million d'onces; quelques nouvelles mines importantes vont entrer en exploitation et on peut donc encore prévoir une augmentation au cours des années prochaines. Dans de nombreux pays, l'Etat a accordé des facilités spéciales aux producteurs d'or, puisque cet or contribue à renforcer les réserves monétaires (en Roumanie et en Yougoslavie, par exemple) ou à couvrir un déficit de la balance des paiements (comme au Japon et au Mandchoukouo).

A la suite des efforts soutenus d'un grand nombre de pays, tout tend à indiquer que le niveau déjà élevé de la production d'or mondiale marquera une hausse nouvelle au cours de ces prochaines années. Le tableau ci-après indique la production d'or en 1936 et en 1937 des principaux pays, ainsi que le pourcentage d'augmentation d'une année à l'autre.

Production d'or des principaux pays	1936	1937	Pourcentage d'augmentation
	en milliers d'onces de fin		
Afrique du Sud	11.336	11.733	+ 3,5
U. R. S. S.	5.173	5.000	- 3,3
Etats-Unis d'Amérique*	4.296	4.753	+ 10,6
Canada	3.735	4.091	+ 9,5
Australie	1.160	1.422	+ 22,6
Mexique	754	846	+ 12,2
Rhodésie	802	809	+ 0,9
Japon	678	717	+ 5,8
Autres pays	5.222	5.460	+ 4,6
Total	33.156	34.831	+ 5,1

* Y compris les Philippines.

(Quand des comparaisons sont faites avec les chiffres des Rapports annuels antérieurs, il faut tenir compte de l'ajustement des évaluations concernant la production d'or en U. R. S. S.)

Malgré l'élévation de la production canadienne, la part de l'Empire Britannique dans la production mondiale s'est maintenue à environ 56%.

Les importants suppléments d'or que la déthésaurisation dans les pays d'Orient (principalement en Chine et au Japon) ajoutait, pendant un certain nombre d'années après la dépréciation de la livre sterling, à l'or provenant des mines, ont maintenant perdu leur importance ainsi que le montre le tableau à la page suivante.

Le montant de 68 millions de dollars (1.914.000 onces) en 1937 représente environ la moitié du montant fourni par les mêmes sources, l'année précédente, et un sixième environ du montant expédié en 1932. Du reste, les achats de pièces d'or ont repris sur le marché de Londres pour compte hindou et, bien que les

Or provenant de l'Orient	Inde *	Chine	Hong-Kong	Total
	en millions de dollars (à 35 dollars l'once de fin)			
1931	208	18	20	246
1932	320	39	19	378
1933	202	24	33	259
1934	220	18	22	260
1935	150	14	11	175
1936	110	12	10	132
1937	50	17	1	68
Total	1.260	142	116	1.518

* Stocks privés seulement.

montants exportés d'Angleterre vers l'Inde soient encore relativement faibles, ils marquent une nette tendance à s'accroître:

1935	21.500 livres sterling
1936	193.369 » »
1937	472.725 » »

On a également signalé pendant l'année une plus importante demande de pièces d'or aux Indes Néerlandaises qui témoigne de la prospérité plus grande de la population indigène. D'autre part, il semble que l'Orient ait absorbé moins d'argent, même si l'on fait abstraction des exportations de la Chine. Ainsi, on estime à 58 millions d'onces seulement les demandes d'argent de l'Inde britannique, en 1937, ce qui représente un montant considérablement inférieur aux 100 millions d'onces demandés en 1936, mais une quantité notablement supérieure à l'absorption annuelle des quatre années précédentes, qui varie de 5 à 15 millions d'onces. On attribue à deux facteurs principaux la diminution de 1936 à 1937: a) le relèvement de 2 à 3 annas par once du droit d'importation qui a porté le prix intérieur du métal à un niveau plus élevé, et b) la baisse considérable des prix des matières premières, en particulier du coton.

En déduction de l'or nouveau qui a été offert au cours de l'année, il convient de faire intervenir le montant prélevé par les arts et par l'industrie. La période qui commence en 1931 s'est particulièrement caractérisée par le fait que l'or nécessaire à l'industrie a été en très grande partie, sinon même entièrement, fourni par la récupération. D'après le Bulletin de la Réserve Fédérale du mois d'août 1937, la consommation d'or déclarée de 1931 à septembre 1936 s'établit à 502 millions de dollars, alors que la quantité d'or récupéré a été de 733 millions. Les renseignements concernant la consommation industrielle ne peuvent toutefois être qu'incomplets et il est probable que la quantité effectivement consommée a été un peu supérieure au chiffre indiqué.

De plus, la consommation s'est accrue au fur et à mesure du retour de la prospérité ainsi qu'il ressort du tableau suivant qui donne la valeur de l'or utilisé aux Etats-Unis par les institutions d'Etat et les raffineries privées, ainsi que l'or récupéré.

Or utilisé pour les besoins artistiques et industriels aux Etats-Unis.

Année	Total des livraisons	Or ancien récupéré de l'industrie et des arts	Or provenant des mines		
			Net	Pièces d'or des Etats-Unis	Lingots américains et étrangers et pièces d'or étrangères
en millions de dollars (à 35 dollars l'once de fin)					
1930	72,3	46,6	25,7	1,7	24,0
1931	49,4	39,3	10,0	1,7	8,3
1932	34,0	45,0	- 11,0	1,7	- 12,7
1933	28,8	38,6	- 9,8	0,2	- 10,0
1934	14,2	75,9	- 61,7	-	- 61,7
1935	25,9	58,4	- 32,5	-	- 32,5
1936	33,0	35,9	- 2,9	-	- 2,9

A en juger par la tendance que révèlent ces chiffres, il est probable qu'une certaine quantité de l'or nouvellement extrait des mines en 1937 a été utilisée pour les besoins industriels, mais il semblerait suffisant de déduire, à cet effet, un montant de 5% de la production totale.

	Millions de dollars
En résumé, le montant d'or nouvellement extrait des mines en 1937	1.219
auquel s'ajoutent les expéditions de l'Orient	68
déduction faite du montant utilisé pour les besoins artistiques et industriels, soit	61
s'élève donc au total à	<u>1.226</u>

Il semble donc que la consommation nette d'or de l'industrie en 1937 ait été à peu près égale à la quantité d'or récupérée de l'Orient. Ainsi, l'or extrait des mines, soit approximativement 1.220 millions de dollars, a été disponible pour des fins monétaires. La distribution de cet or a naturellement constitué la principale activité du marché de l'or. D'autres mouvements importants se sont toutefois produits pendant l'année, reflétant, d'une part, les fluctuations de la thésaurisation et de la déthésaurisation et, d'autre part, les transferts de fonds d'un marché à l'autre.

Il n'est pas difficile de voir où est passée la production courante de 1.220 millions de dollars, car l'augmentation nette des réserves visibles d'or des ban-

ques d'émission et des gouvernements (sans prendre en considération celles de l'U. R. S. S. et de l'Espagne) s'est élevée à environ 1.350 millions de dollars. Ces réserves ont ainsi absorbé 130 millions de dollars de plus que la quantité d'or nouvellement produit. En ce qui concerne l'U. R. S. S., les exportations d'or au cours de 1937 ont dépassé de 25 millions de dollars l'estimation de la production intérieure. Un montant d'au moins 200 millions de dollars semble avoir été perdu par la Banque d'Espagne au cours de l'année. Si l'on tient compte de ces montants supplémentaires, il reste environ 100 millions de dollars qui ont constitué une partie de l'accroissement des réserves-or non déclarées des Fonds de changes et autres autorités monétaires. La principale augmentation de ces réserves provient, d'ailleurs, d'une autre source: la déthésaurisation nette de l'or intervenue pendant l'année.

2. OR THÉSAURISÉ PAR LES PARTICULIERS ET OR DES FONDS D'ÉGALISATION.

Il a été difficile, ces dernières années, de se faire une idée tout à fait exacte de la situation de l'or, à cause des modifications apportées aux stocks non déclarés des Fonds de changes et des mouvements de l'or thésaurisé ou déthésaurisé par les particuliers. Certains progrès ont, néanmoins, été réalisés en 1937 pour mettre des renseignements à la disposition du public: le plus important d'entre eux est la publication, après un décalage de trois mois, des réserves du Fonds britannique d'égalisation des changes à la fin des mois de mars et de septembre. Mais l'estimation des montants qui, à diverses périodes de l'année, furent thésaurisés ou déthésaurisés par les particuliers comporte encore des difficultés.

La déthésaurisation avait déjà commencé dès l'automne de 1936, après la dévaluation des monnaies de l'ancien bloc-or. Indépendamment de la cession de l'or en France, rendue obligatoire par la loi monétaire du 1^{er} octobre 1936, ce mouvement a été principalement dû au désir de réaliser des bénéfices et de se procurer des capitaux pour l'achat de titres mobiliers dont les cours se raffermirent sur les diverses bourses mondiales. Les nouveaux besoins de capitaux d'exploitation en période de hausse des prix et d'activité économique croissante peuvent aussi avoir amené les entreprises à convertir en disponibilités de roulement l'or antérieurement acheté. Le sentiment d'une plus grande sécurité monétaire alla de pair avec l'espoir que de plus larges possibilités s'offraient à une utilisation intéressante de capitaux sous forme de placements en bourse et de participations aux affaires en reprise. Le Rapport annuel de l'année dernière estimait à au moins un milliard de francs suisses or (soit 330 millions de

dollars) le montant restitué à l'Europe par la déthésaurisation pendant 1936. En effet, l'or déthésaurisé pendant le dernier trimestre de cette année-là a peut-être atteint un montant aussi élevé que 500 millions de dollars.

Cette déthésaurisation s'est poursuivie pendant les premiers mois de 1937, notamment en ce qui concerne la Hollande, pour des raisons analogues à celles de l'automne de 1936. Peu à peu toutefois, il se produisit une modification marquée dans l'esprit du public vis-à-vis de l'or qui lui avait paru présenter jusqu'alors une sécurité incontestable. La hausse verticale des prix des matières premières pendant le premier trimestre de 1937 éveilla des craintes sur la possibilité d'une hausse excessive des prix des marchandises en général; et l'on exprima l'opinion qu'on pourrait bien freiner le mouvement en augmentant la valeur-or des principales monnaies. De plus, les États-Unis continuèrent à recevoir de très importantes expéditions d'or, supérieures au montant de l'or nouvellement extrait et l'on se demanda si les autorités resteraient favorables à des entrées d'or aussi élevées, étant donné en particulier la stérilisation de cet or dans le Fonds inactif et la charge supplémentaire correspondante qui en résulte pour les finances publiques. La peur de l'or commença à étreindre les marchés, et le prix de l'or à Londres tomba au-dessous de la parité d'arbitrage sur New-York, parce que (comme il a été expliqué à la page 22 ci-dessus) l'arbitrage privé hésitait à fonctionner dans des conditions qui eussent pu provoquer des pertes considérables si le prix de l'or avait été réduit. L'existence même d'un "disagio" accrut les craintes, et la nouvelle que les Soviets vendaient de l'or (bien que les montants vendus ne fussent guère supérieurs au volume de l'or nouvellement extrait des mines) ajouta à l'inquiétude du marché de l'or. Alors que l'intérêt soulevé par la question de l'or contribuait à fixer l'attention sur les problèmes fondamentaux de la production et de la demande d'or monétaire dans le monde, la situation sur le marché de l'or, au printemps de 1937, était en grande partie dominée par les effets temporaires, mais néanmoins saisissants de la soudaine déthésaurisation de l'or.

On a estimé que plus de 300 millions de dollars d'or ont été déthésaurisés, à Londres seulement, au cours du printemps, et il est probable qu'une certaine quantité d'or fut aussi remise en circulation dans d'autres centres. On peut probablement assumer qu'à peu près 450 millions de dollars au total ont été déthésaurisés pendant le premier semestre de 1937; le montant global de l'or remis en circulation pendant les neuf mois qui ont suivi la dévaluation des monnaies de l'ancien bloc-or aurait ainsi atteint l'ordre de grandeur d'un milliard de dollars. Cette évaluation se rapproche des résultats des calculs publiés dans le Bulletin de la Réserve Fédérale au mois d'août 1937, dont les principaux éléments sont exposés ci-après:

Origine et destination de l'or, de Janvier 1931 à Juin 1937.

En millions de dollars (à 35 dollars l'once de fin)	Janvier 1931 à Septembre 1936							Oct. 1936 à Juin 1937 *	Total *
	1931	1932	1933	1934	1935	1936 Janv. à Sept.	Total		
Origine:									
Production des mines (sans l'U.R.S.S.)	722	776	794	823	883	715	4.713	748	5.460
Autres provenances:									
Déthésaurisation de l'Inde U.R.S.S.	129	355	234	206	163	88	1.176	49	1.224
U.R.S.S.	100	82	68	86	25	11	373	149	522
Chine, Etablissements des Détroits et Egypte	73	114	68	52	29	18	355	12	367
Récupération de pièces	—	65	98	51	35	1	250	—	250
Récupération de débris	105	162	146	144	110	66	733	66	799
Total	1.129	1.554	1.409	1.362	1.245	899	7.599	1.023	8.622
Destination:									
Accroissement des réserves des banques centrales (sans l'U.R.S.S.)	500	964	— 19	1.532	532	136	3.645	2.177	5.822
Consommation industrielle	132	87	76	66	78	63	502	63	566
Total	633	1.051	57	1.598	610	199	4.147	2.240	6.387
Augmentation des stocks invisibles, officiels ou appartenant à des particuliers, dans les pays occidentaux	496	504	1.352	—236	635	701	3.452	—1.217	2.235

* Chiffres provisoires.

La différence entre le total de l'or nouvellement extrait ou expédié de l'Orient, etc., d'une part, et les montants absorbés par les stocks d'or déclarés des banques centrales, ou utilisés pour la consommation industrielle, d'autre part, doit représenter l'or thésaurisé par les particuliers dans les pays occidentaux ou l'or incorporé aux réserves des Fonds de changes officiels. C'est l'or «disparu» qui n'apparaissait pas dans les statistiques publiées depuis le début de 1931. Vers la fin de septembre 1936, son montant atteignait 3.452 millions de dollars; environ 1.700 millions correspondaient, estimait-on, aux réserves non déclarées des gouvernements et des banques centrales; le reliquat, soit 1.500 millions à 2 milliards de dollars, représentait l'or thésaurisé en Europe par les particuliers, et il se peut que deux tiers de cet or, soit environ 1 milliard à 1.350 millions de dollars, aient été détenus sur le marché de Londres. Le Bulletin de la Réserve Fédérale a, en outre, estimé que plus d'un milliard de dollars d'or est sorti des coffres des particuliers d'octobre 1936 à la fin de juin 1937, montant à peine plus élevé que l'estimation indiquée au paragraphe précédent.

La déthésaurisation de l'or, pendant le dernier trimestre de 1936 et le premier semestre de 1937, réduisit de plus de moitié le montant détenu pour compte privé sur le marché de Londres. L'importance même de ce mouvement pouvait très rapidement en provoquer la fin. L'annonce faite par le Chancelier de l'Echiquier, le 28 juin 1937, qu'un supplément de 200 millions de livres sterling serait versé au Fonds d'égalisation des changes, dont les ressources étaient ainsi portées à 575 millions de livres sterling, eut un effet psychologique considérable. Le Chancelier déclara que tant que de vastes mouvements de capitaux se produiraient vers Londres, le Fonds serait prêt à accroître ses réserves d'or; il rappelait également qu'aux termes de l'Accord tripartite il devait constamment tendre à maintenir le plus grand équilibre possible dans le système des changes internationaux et à empêcher au maximum qu'aucune perturbation ne fût apportée dans ce système par une action monétaire britannique. Cette déclaration fut considérée comme une confirmation officielle du fait que les autorités britanniques étaient disposées à soutenir le marché et à absorber, le cas échéant, de nouveaux montants d'or.

Les mois suivants, les marchés des changes et de l'or prirent un aspect plus calme, bien que les transactions eussent porté sur des montants assez considérables, et que des mouvements importants se fussent produits en raison de l'exode des capitaux français et des achats continus d'avois en dollars de préférence à l'or par certaines banques centrales qui avaient, dès le printemps, participé au mouvement d'envois de fonds vers les Etats-Unis. A partir du début de juillet, toutefois, le dollar commença à montrer des signes intermittents de faiblesse. Pendant le premier semestre de 1937, les importations nettes d'or aux Etats-Unis se sont élevées à 1.029 millions de dollars, et une grande proportion des dollars échangés contre cet or ne furent pas utilisés à l'achat de titres, mais conservés improductifs en dépôt auprès des banques américaines. Le reste du monde eut ainsi un excédent de disponibilités en dollars et il fut en mesure, à l'automne, de faire très facilement face à ses besoins commerciaux. Les expéditions japonaises d'or vers les Etats-Unis, d'une contre-valeur d'environ 40 millions de dollars par mois en juillet, août et septembre, exercèrent également une certaine influence en raison de la vente correspondante de dollars contre livres sterling. Le cours du dollar faisait donc déjà preuve d'une certaine faiblesse quand se produisit, au début du dernier trimestre de l'année, le ralentissement brusque de la production industrielle aux Etats-Unis, l'effondrement à la bourse de New-York et la chute rapide des prix des matières premières.

Ce revirement, auquel le public n'était aucunement préparé, eut des répercussions profondes sur la situation monétaire. Des sommes importantes furent retirées du marché américain, et la rumeur d'une dévaluation du dollar pour

contre-balancer la baisse des prix des marchandises accéléra encore ce mouvement. La fuite devant le dollar prit une intensité comparable à la fuite intervenue au printemps devant l'or, mais elle eut naturellement un effet opposé sur le marché de l'or. La nervosité du public provoqua des achats d'or par des particuliers, et, en même temps, un grand nombre d'autorités monétaires procédèrent sur une large échelle à la conversion en or de leurs réserves-devises. Il semble probable que des stocks d'or atteignant peut-être 150 millions de dollars furent de nouveau thésaurisés sur le marché de Londres par des particuliers, et la thésaurisation de l'automne atteignit ainsi près de la moitié des montants déthésaurisés au printemps. On observa également, sur le continent, un certain mouvement de thésaurisation d'or (en plus des achats, pour compte continental, d'or laissé à Londres). A diverses reprises, les pièces d'or firent prime de 4 % et davantage sur les lingots d'or.

Il est impossible de donner autrement que par approximation les chiffres de la thésaurisation et de la déthésaurisation de l'or, mais ils n'en servent pas moins à illustrer l'importance des mouvements intervenus. On évalue, dans l'ensemble, en 1937, la déthésaurisation nette d'or (en dehors de l'Orient) entre 250 et 300 millions de dollars. La totalité de ce montant fut absorbée dans les réserves non déclarées des fonds de change et dans celles d'autres autorités monétaires ainsi qu'environ 100 millions de dollars prélevés sur les montants de provenance soviétique ou espagnole, indiqués à la page 50 ci-dessus. Le total net absorbé dans les réserves non déclarées des Fonds de changes et des autres autorités monétaires au cours de l'année a donc probablement atteint un montant d'environ 350 à 400 millions de dollars.

En fait, le stock d'or du Fonds britannique d'égalisation des changes s'accrut de plus que ce montant, de la fin de mars à la fin de septembre 1937, ainsi que le montrent les chiffres suivants qui ont été publiés officiellement :

Fonds britannique d'égalisation des changes	En onces	En millions de livres sterling à 140 shillings l'once de fin
31 mars 1937	26.674.000	186,7
30 septembre 1937	39.854.000	279,0
Augmentation	13.180.000	92,3

C'est au cours de ces six mois que s'est produite la période de la fuite devant l'or, lorsque le Fonds d'égalisation procéda à de très considérables achats. Le montant de 21 millions de livres sterling (au prix courant), transféré du Fonds à la Banque d'Angleterre pendant la même période, est compris dans les chiffres des réserves déclarées.

L'augmentation des stocks du Fonds fut presque certainement inférieure à 92 millions de livres sterling (460 millions de dollars) pour l'année considérée dans son ensemble. Pendant le premier trimestre de l'année, la livre sterling est restée à un cours relativement bas sur les marchés des changes, par suite des importants mouvements de capitaux vers les États-Unis, d'une part, et vers la Suisse et les Pays-Bas, d'autre part, qui furent seulement compensés en partie par un afflux de capitaux de France vers Londres. Dans ces conditions, il est peu probable que le Fonds ait acheté, pendant ce trimestre, un montant d'or considérable, et il peut même y avoir eu une diminution de son stock. En ce qui concerne le dernier trimestre de l'année, la demande d'or par la thésaurisation, en contre-partie d'un certain rapatriement de fonds en France, et par diverses banques centrales fut si élevée que le Fonds britannique dut fournir au marché des montants d'or assez substantiels. Il ne restait que très peu d'or nouvellement extrait des mines disponible pour ces fins. Si l'on ne tient pas compte des chiffres russes, les Soviets n'ayant fait pendant ce trimestre aucune expédition d'or, on trouve que, à l'exception de 40 millions de dollars, tout l'or nouvellement extrait des mines a été incorporé aux réserves visibles des banques centrales et des gouvernements. Il faut peut-être augmenter quelque peu ce chiffre pour tenir compte de l'or venant d'Espagne et d'autres sources non déclarées, mais même dans ce cas, les montants disponibles furent nettement insuffisants pour répondre aux demandes supplémentaires du dernier trimestre de l'année.

Par conséquent, si l'augmentation des stocks du Fonds d'égalisation des changes est restée sensiblement inférieure à 460 millions de dollars, une partie de l'or provenant des mines et de la déthésaurisation nette doit avoir servi à accroître les réserves invisibles des autres Fonds de changes et autorités monétaires. En fait, le stock d'or du Fonds français de changes était plus considérable à la fin de 1937 qu'au début. Les ressources de ce Fonds s'étaient tellement réduites pendant les derniers mois de 1936 qu'il avait dû racheter de l'or à la Banque de France en décembre 1936 et en janvier 1937. Pendant les derniers mois de 1937, d'autre part, ce Fonds augmenta son stock d'or et il fut même en mesure de retransférer de l'or à la Banque de France.

Le montant d'or détenu pour le compte du Fonds hollandais de changes, à la fin de 1937, n'était pas, toutefois, très différent de ce qu'il était à la fin de l'année précédente. Quant au Fonds suisse de changes, le dernier Rapport annuel de la Banque Nationale Suisse a exposé qu'à la fin de 1937 la plus grande partie des avoirs de ce Fonds était constituée par de l'or. Comme à la fin de l'année précédente, le Fonds, dont le total n'a pas changé, ne comprenait pratiquement que de l'or, on peut en conclure que les transactions de

l'année avaient eu pour résultat net de remplacer dans une certaine mesure l'or par d'autres avoirs.

Le montant d'or détenu par certaines banques centrales comme partie de leur stock de devises peut avoir un peu augmenté, en particulier lorsque l'or fut mis en réserve pour des fins spéciales. Comme il a été déjà indiqué, le Bulletin de la Réserve Fédérale évalue les réserves non déclarées des Fonds de changes et autres autorités monétaires à 1.700 millions de dollars à la fin de septembre 1936. Depuis cette date, de nouveaux Fonds ont été créés (en France, en Hollande et en Suisse) et quelques changements importants ont été apportés, aussi bien aux ressources attribuées aux différents Fonds qu'aux actifs propres détenus par eux. Néanmoins, à la fin de 1937, le total des réserves non déclarées d'or des Fonds de changes et des autres autorités monétaires s'élevait à 1.700 millions de dollars, montant à peu près semblable à celui constaté à la fin de septembre 1936. Les accroissements des réserves-or qui se sont produits pendant cette période semblent avoir été largement compensés par des transferts d'or, en décembre 1936, puis en mai et enfin en juin 1937, représentant au total 128 millions de livres sterling (au prix actuel), soit 640 millions de dollars, effectués par le Fonds britannique d'égalisation des changes à la Banque d'Angleterre.

3. MOUVEMENTS D'OR VERS LES RÉSERVES MONÉTAIRES.

Les stocks d'or non déclarés des Fonds de changes ou détenus par d'autres autorités monétaires avaient, à la fin de 1937, une valeur qu'on peut estimer à environ 1.700 millions de dollars, et les réserves d'or visibles des banques centrales et des gouvernements (sans comprendre l'U.R.S.S. et l'Espagne) s'élevaient alors à 23.250 millions de dollars. Le tableau suivant indique ces réserves, par pays, à la fin des années 1935, 1936 et 1937 respectivement avec une subdivision des pays en trois groupes: ceux dont les réserves visibles ont augmenté pendant l'année 1937 (groupe 1); ceux dont les réserves n'ont pratiquement pas changé (groupe 2), et ceux dont les réserves ont diminué (groupe 3).

Trois de ces pays, les États-Unis, les Pays-Bas et le Royaume-Uni, ont pratiquement bénéficié à eux seuls de la totalité de l'augmentation des réserves monétaires visibles. Ils ont absorbé ensemble 2.047 millions de dollars et même un montant supérieur, si l'on tient compte des acquisitions nettes du Fonds britannique d'égalisation des changes. Le montant d'or dont se sont accrues leurs réserves n'est guère inférieur au double d'une production annuelle des mines d'or estimée à 1.220 millions de dollars; sur le montant absorbé en plus de la quantité provenant des mines d'or, 250 à 300 millions de dollars provenaient de la déthésaurisation, 350 millions environ de France, 200 millions au

Réerves d'or visibles des Banques d'Emission et des Gouvernements	Fin de 1935	Fin de 1936	Diminution (-) Augmentation (+) pendant 1936	Fin de 1937	Diminution (-) Augmentation (+) pendant 1937
	en millions de dollars (à 35 dollars l'once de fin)				
Groupe 1:					
Etats-Unis d'Amérique	10.125	11.258	+ 1.133	12.760	+ 1.502
Pays-Bas	438	490	+ 52	930	+ 440
Royaume-Uni	1.648	2.584	+ 936	2.689 ¹⁾	+ 105
Java	54	60	+ 6	79	+ 19
Pologne	84	75	- 9	83	+ 8
Chine	10	8	- 2	16	+ 8
Roumanie	109	114	+ 5	120	+ 6
Bésil	17	25	+ 8	31	+ 6
Suède	185	240	+ 55	244	+ 4
Yougoslavie	43	48	+ 5	51	+ 3
Turquie	24	26	+ 2	29	+ 3
Bulgarie	19	20	+ 1	23	+ 3
Italie	270	208	- 62	210	+ 2
Pérou	20	20	0	22	+ 2
Portugal	68	68	0	69	+ 1
Lithuanie	6	12	+ 6	13	+ 1
Allemagne	63	46	- 17	47	+ 1
Tchécoslovaquie	112	91	- 21	92	+ 1
Chili	29	29	0	30	+ 1
Total	13.324	15.422	+ 2.098	17.538	+ 2.116
Groupe 2:					
Algérie	14	14	0	14	0
Autriche	46	46	0	46	0
Egypte	55	55	0	55	0
Estonie	13	13	0	13	0
Hongrie	23	25	+ 2	25	0
Indes Britanniques	274	274	0	274	0
Lettonie	15	15	0	15	0
Nouvelle-Zélande	23	23	0	23	0
Total	463	465	+ 2	465	0
Groupe 3:					
Danemark	54	54	0	53	- 1
Dantzig	4	6	+ 2	5	- 1
Grèce	34	26	- 8	24	- 2
Maroc	7	8	+ 1	5	- 3
Uruguay	74	69	- 5	66	- 3
Colombie	16	19	+ 3	16	- 3
Canada	189	188	- 1	184	- 4
Suisse	454	655	+ 201	648	- 7
Finlande	20	35	+ 15	27	- 8
Afrique du Sud	212	203	- 9	189	- 14
Mexique	44	46	+ 2	31	- 15
Norvège	84	98	+ 14	82	- 16
Argentine	444	501	+ 57	469	- 32
Belgique	607	632	+ 25	597	- 35
Japon	425	463	+ 38	261	- 202
France	4.396	2.995	- 1.401	2.566	- 429
Total	7.064	5.998	- 1.066	5.223	- 775
Total général²⁾	20.900	21.900	+ 1.000	23.250³⁾	+ 1.350

¹⁾ Non compris le Fonds d'Egalisation des Changes: 30 septembre = 1.395 millions de dollars.

²⁾ Evaluation partielle et comprenant également d'autres pays (sauf U. R. S. S. et Espagne).

³⁾ Compte tenu des réserves de l'U. R. S. S. et de l'Espagne (telles qu'elles ont été évaluées) ainsi que de celles des Fonds de changes et d'autres autorités monétaires, ce total s'élèverait à environ 26,5 milliards de dollars.

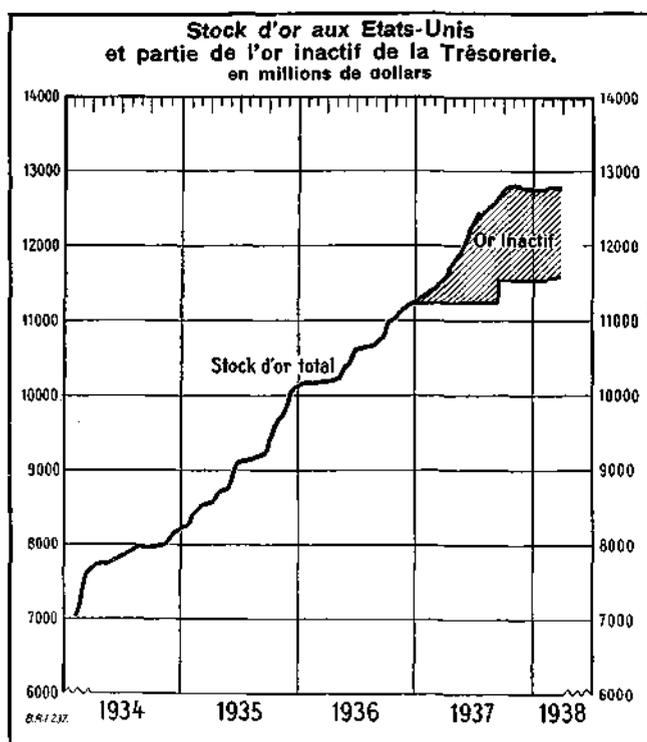
moins d'Espagne, 200 millions du Japon (en plus de la production locale des mines) et un montant net d'environ 100 millions des réserves des autres pays.

Les Etats-Unis ont absorbé, pour leur propre compte, 1.502 millions de dollars, c'est-à-dire 23% de plus que la production mondiale d'or. Indépendamment de certains mouvements de moindre importance, les mines de ce pays ont fourni 143 millions de dollars, 1.585 millions ont constitué des importations nettes et 200 millions ont été mis sous dossier pour compte étranger; les recettes nettes d'origine étrangère ont donc été de 1.385 millions de dollars. Les évaluations provisoires de la balance des paiements des Etats-Unis pour

1937 donnent un solde déficitaire des postes courants de 49 millions de dollars, contre 160 millions l'année précédente. L'accroissement de l'excédent des exportations commerciales proprement dites, qui est passé de 33 millions de dollars en 1936 à 261 millions en 1937, a constitué le changement le plus important d'un article individuel dans l'ensemble des postes courants. Les importations d'or ont donc été dues, comme les années précédentes, aux considérables importations de capitaux. Il est intéressant à cet égard de comparer, pour les différents trimestres de l'année, les arrivées d'or étranger, avec les évaluations des mouvements de capitaux à destination et en provenance du marché américain.

Mouvements nets d'or et de capitaux vers les Etats-Unis en millions de dollars	Arrivages nets d'or de l'étranger: (importations nettes, compte tenu de l'or « earmarked »)	Solde net des mouvements de capitaux à destination (+) et en provenance (-) des Etats-Unis
1937, Premier trimestre . .	+ 339	+ 323
Deuxième » . .	+ 651	+ 631
Troisième » . .	+ 394	+ 350
Quatrième » . .	+ 1	- 502
Total	+1.385	+ 802

Pendant les trois premiers trimestres de l'année, on constate une concordance naturelle entre les entrées d'or venant de l'étranger et l'afflux des capitaux. Pendant le dernier trimestre, l'aspect change : un montant total de 502 millions



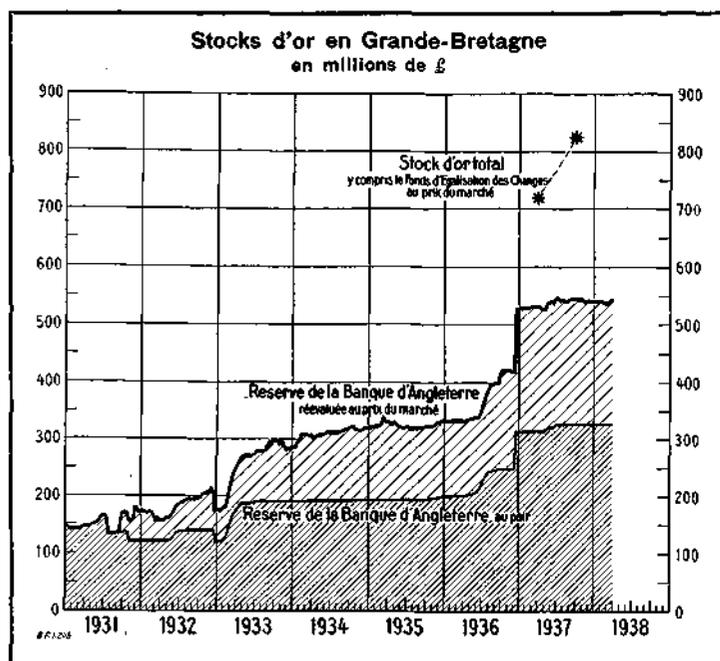
de dollars a quitté le pays, mais il n'y a eu en contrepartie aucune exportation d'or. Cependant, la balance commerciale accusa un excédent d'exportations de 310 millions de dollars pendant le dernier trimestre, contre un excédent d'exportations de 97 millions seulement pendant le troisième trimestre et contre un excédent d'importations de 148 millions pendant le premier semestre. Des achats de dollars pour compte commercial pendant le dernier trimestre ont certainement contribué à compenser les

ventes de dollars dues aux retraits de capitaux du marché américain. Il est intéressant de constater que c'est précisément au cours de la période pendant laquelle les exportations de marchandises ont atteint un excédent important et pendant laquelle les prix des denrées américaines ont, en outre, fléchi plus rapidement que dans les autres pays (voir p. 32 et 33), que le dollar a été plus faible et qu'au lieu d'enregistrer des entrées d'or, ce sont au contraire certaines exportations qui se sont produites en novembre et en décembre. Le facteur décisif a donc été l'exode des soldes disponibles; d'après le Rapport annuel du Conseil des Gouverneurs du Federal Reserve System pour 1937, « non seulement les sorties des soldes disponibles ont été à l'automne aussi élevées que les entrées au printemps, mais le partage entre avoirs de banques centrales et d'intérêts particuliers fut à peu près égal et, dans une proportion considérable, les soldes en question retournèrent dans les pays d'où ils étaient venus ».

L'accroissement de 440 millions de dollars (environ 800 millions de florins au cours actuel) des réserves-or de la Nederlandsche Bank est également dû principalement à des mouvements de capitaux. Un certain excédent a probablement été obtenu au titre des postes courants de la balance des paiements, l'augmentation de l'excédent des importations de marchandises, qui est passé de 270 à 403 millions de florins, étant compensée par des recettes plus élevées des frets et des placements extérieurs, spécialement de ceux provenant des Indes Néerlandaises, dont l'excédent d'exportation est passé de 252 millions de florins, en 1936, à 448 millions en 1937. L'afflux des capitaux sur le marché hollandais semblerait avoir été principalement dû au rapatriement de capitaux hollandais et de fonds de grandes sociétés internationales dont le siège principal est situé en Hollande, enfin, dans une faible proportion seulement, au transfert de fonds appartenant à des étrangers. En 1937, et ceci indique l'importance des mouvements intervenus, les Pays-Bas, pays de 8 millions d'habitants, ont absorbé dans leurs réserves monétaires un peu plus du tiers de la production mondiale courante d'or.

L'accroissement, en 1937, des stocks d'or de la Banque d'Angleterre s'est élevé à 21 millions de livres sterling au prix actuel, à la suite d'un transfert de 12,7 millions de livres à l'ancien prix statutaire de 84 s. 11 1/2 d., effectué par le Fonds d'égalisation des changes. Le tableau suivant indique les stocks du Fonds et de la banque à la fin des mois de mars et de septembre 1937 :

Stocks d'or en Grande-Bretagne	31 Mars 1937	30 Sept. 1937	Pourcentage au 30 sept. 1937
	en millions d'onces		
Fonds d'égalisation des changes	26,7	39,9	34,2
Banque d'Angleterre	73,8	76,8	65,8
Total	100,5	116,7	100,-
	en millions de livres sterling		
Valeur totale à 140 shillings l'once	£ 703,6	£ 816,9	Augmentation en 6 mois £ 113,3 millions



Pendant le dernier trimestre de l'année, le Fonds a fourni de l'or au marché pour répondre aux demandes de la thésaurisation et pour d'autres fins, aussi le montant total détenu à la fin de 1937 était-il certainement inférieur au chiffre de 800 millions de livres sterling. Malgré tout, les réserves d'or se sont cependant substantiellement accrues pendant l'année, bien

que le déficit des postes courants de la balance des paiements ait augmenté de 18 millions de livres sterling en 1936 à 52 millions en 1937. Il faut noter toutefois qu'au titre du mouvement des capitaux, les remboursements d'emprunts d'outre-mer (fonds d'amortissement ainsi que remboursements à l'échéance) ont été supérieurs aux émissions correspondantes nouvelles. Les chiffres définitifs de 1937 ne sont pas encore publiés, mais, d'après les évaluations de Sir Robert Kindersley, les remboursements ont dépassé de 30 millions de livres sterling, en 1935, et de 46 millions en 1936 les émissions des pays d'outre-mer. L'accroissement du stock d'or britannique est dû principalement à un afflux de capitaux étrangers, résultant non seulement d'une fuite de capitaux mais d'un transfert de fonds nécessaires à la couverture de besoins commerciaux et financiers, et à la constitution de réserves par les pays du groupe de la livre sterling. Dans son commentaire sur la balance des paiements de 1937, le Board of Trade souligne l'énorme accroissement des soldes détenus à Londres pour le compte de banques des Dominions et d'autres pays du bloc de la livre sterling, en comparaison de ceux détenus il y a plusieurs années. Quand le Chancelier de l'Échiquier a proposé à la Chambre des Communes, le 28 juin 1937, d'accroître de 200 millions de livres sterling les ressources du Fonds d'égalisation des changes, il a souligné le fait qu'un grand nombre de pays compris dans le bloc de la livre sterling conservaient à Londres des dépôts très importants de livres sterling comme parties de leurs réserves, et il a ajouté que la Trésorerie était disposée à conclure que, tout bien considéré, les stocks d'or existants n'étaient pas jugés exagérés.

En comparaison de l'augmentation des réserves d'or des États-Unis, des Pays-Bas et du Royaume-Uni, les acquisitions nettes des autres pays furent seulement de peu d'importance. L'accroissement des stocks de la Banque de Java reflète l'amélioration de la balance commerciale des Indes Néerlandaises au cours de l'année. En Pologne, d'autre part, un accroissement de 42 millions de zlotys des réserves d'or et de 6 millions des stocks de devises, sont allés de pair avec un déficit de la balance commerciale. Pour la première fois depuis 1929, les importations ont dépassé les exportations; le redressement industriel qui s'est accentué au cours de l'année a nécessité de plus grandes importations de matières premières et de machines, et les exportations de céréales ont diminué en raison d'une mauvaise récolte. L'accroissement des importations a été compensé, en fait, par une mobilisation partielle des créances polonaises gelées à l'étranger et par des crédits commerciaux consentis pour des montants plus élevés et pour des périodes plus longues que les années précédentes. En outre, le produit de la première tranche des crédits de la Défense Nationale accordés par la France en 1936 et les ventes d'or antérieurement thésaurisé, ont contribué à l'amélioration de la situation.

Les stocks d'or de la Riksbank, en Suède, n'ont augmenté que de 17 millions de couronnes suédoises en 1937 sur la base du prix de l'or à la fin de l'année, mais ses stocks de devises se sont accrus de 290 millions au cours actuel du change. L'excédent des postes courants de la balance des paiements, provisoirement évalué à environ 180 millions de couronnes suédoises, a été une autre source importante de devises. Les mouvements de capitaux et les transactions de crédit avec les marchés étrangers ont atteint un volume excessivement élevé et, parmi eux, figuraient certains placements effectués en Suède par des étrangers dans l'espoir d'une revalorisation de la couronne suédoise.

Le stock de la Banque Nationale Suisse a diminué de 30 millions de francs suisses pendant l'année, mais dans le même temps son stock de devises s'est accru de 437 millions. L'accroissement net total des ressources de devises provient en partie de l'amélioration de la balance des paiements dont les postes courants ont été, selon les estimations, actifs en 1937. Cet accroissement résulte toutefois principalement d'une fuite de capitaux étrangers vers le marché suisse et d'importants rapatriements de fonds appartenant à des ressortissants suisses. En Norvège également, une réduction des réserves-or a été plus que compensée par un accroissement du stock de devises, les ressources combinées d'or, de devises et de valeurs mobilières étrangères de la Norges Bank s'étant accrues de 134 millions de couronnes norvégiennes actuelles. Les recettes plus considérables du fret ont constitué à cet égard un facteur particulièrement important en assurant un excédent net au marché des changes, bien que les armateurs

aient affecté des montants importants au remboursement de dettes contractées pour la construction de navires à l'étranger.

Les réserves-or de la Banque de France se sont réduites d'une contre-valeur de 430 millions de dollars en 1937. Pendant le premier semestre de l'année, la Banque de France effectua trois transferts d'or au Fonds de changes, d'une valeur globale de 11.500 millions de francs français, calculés au cours de 0,0441 gr. de fin. A la fin de juillet, la Banque de France réévalua son stock d'or en prenant pour unité de calcul un franc dont la valeur était amputée de 12%, et, en novembre, le Fonds transféra à la banque 3.127 millions de francs français. A la suite de ces diverses opérations, le stock d'or de la Banque de France porté à son bilan n'a diminué que de 60.400 millions de francs français à 58.900 millions, entre le début et la fin de l'année.

Les pertes d'or des réserves monétaires de la France pendant l'année 1937 ont été dues autant à un déficit des postes courants de la balance des paiements qu'à des exportations de capitaux.

Les exportations japonaises d'or aux Etats-Unis, qui reprirent en mars et qui continuèrent sans interruption jusqu'à la fin de l'année, atteignirent 247 millions de dollars au total. Mais comme la production nette d'or du Japon et de la Corée s'est élevée à 45 millions de dollars, la réduction nette des réserves d'or du pays a été limitée à 202 millions de dollars. Les importations de marchandises ont dépassé les exportations de 636 millions de yen pour l'ensemble de l'année, mais l'excédent d'importations fut réduit vers la fin de l'année par l'application de restrictions de plus en plus strictes aux exportations et aux opérations de change.

En ce qui concerne les autres pays, il n'y eut que de faibles diminutions des stocks d'or. La Banque Nationale de Belgique a perdu un montant d'or de 1.071 millions de francs belges (35 millions de dollars), par suite de la baisse du belga au printemps d'abord, puis pendant le dernier semestre de l'année. Il faut, toutefois, tenir compte des remboursements nets, par les autorités publiques et les sociétés privées, d'emprunts extérieurs à long terme pour un montant de 3.437 millions de francs belges, supérieur par conséquent à la diminution des réserves-or de la banque. En Argentine, le stock-d'or de la banque centrale a augmenté au printemps, mais légèrement diminué à l'automne en raison des mouvements de capitaux et aussi des modifications intervenues dans la balance commerciale. Dans les autres pays d'outre-mer, la tension de l'automne, lors de la baisse des prix des matières premières et des paiements d'importations commandées pendant la période antérieure plus prospère, s'est traduite, sur quelques-uns des marchés les moins résistants, par une diminution du stock de devises et par une aggravation des restrictions de change.

Les mouvements d'or pendant l'année ont eu pour résultat net, dans les pays créanciers, un nouvel accroissement de leurs réserves, dû principalement aux mouvements de capitaux. Le total des réserves-or mondiales, y compris les stocks des Fonds de changes, s'est élevé à environ 26.500 millions de dollars à la fin de 1937, et sept pays créanciers (Etats-Unis, Royaume-Uni, France, Pays-Bas, Suisse, Belgique et Suède) ont, à eux seuls, détenu environ 22.500 millions, soit 85 % de ce total. A défaut de vastes opérations de prêts internationaux, une meilleure répartition de l'or dans le monde ne peut résulter que d'un excédent des postes courants de la balance des paiements des pays dont les réserves monétaires actuelles sont nettement insuffisantes.

Le développement du commerce mondial, de 1936 à 1937, tant en volume qu'en valeur, et en particulier l'accroissement des importations dans les pays les plus riches, pendant l'hiver de 1936/1937, a aidé un grand nombre d'autres pays à reconstituer leurs réserves monétaires. Mais comme la plupart des pays producteurs de matières premières ont conservé leurs réserves surtout sous forme de devises, ils n'ont pas été, en règle générale, acheteurs d'or. C'est-à-dire qu'une partie considérable de l'or qui est, par exemple, détenu à Londres comme garantie d'engagements envers l'étranger, est réellement détenue pour le compte d'autorités monétaires d'autres pays. La mauvaise répartition des réserves monétaires dans le monde est, par conséquent, plutôt moins grave que la répartition des stocks d'or ne le donnerait à supposer. Les réserves des pays producteurs de matières premières, qui se sont accrues au printemps de 1937, se sont trouvées toutefois un peu réduites par le revirement dans la situation économique, pendant le second semestre de l'année, et spécialement par le fléchissement des importations aux Etats-Unis.

Une analyse des changements survenus dans les réserves des pays créanciers eux-mêmes montre que le renversement de la tendance de l'activité économique dans le monde, au cours de 1937, a été un facteur de la plus haute importance. Les chiffres annuels qui, après tout, ne représentent en ce qui concerne les phénomènes économiques, qu'une division artificielle d'une période, peuvent laisser dans l'ombre des variations considérables intervenues au cours de l'année elle-même. Il est difficile d'imaginer un changement plus complet que celui qui s'est produit à Londres, sur le marché de l'or, entre le printemps et la dernière partie de l'automne. Au printemps, époque à laquelle d'importants montants d'or furent déthésaurisés pendant quelques mois, la capacité d'absorption des quelques autorités monétaires qui achetaient de l'or fut mise sérieusement à contribution; et bien que les expéditions d'or de Londres vers New-York aient atteint un chiffre record, le montant des avances que le Fonds britannique d'égalisation des changes était autorisé à faire fut relevé de 200 millions de livres sterling pour lui permettre, le cas échéant,

d'augmenter les achats d'or. Vers la fin de l'automne, d'autre part, bien que le mouvement d'or vers les États-Unis eût cessé, l'or fut demandé sur le marché de Londres en telle quantité que le Fonds d'égalisation des changes dut prélever sur son propre stock de plus grandes quantités pour alimenter le marché. Le rapatriement de capitaux en France, les achats d'or par les Pays-Bas, la Suisse et plusieurs autres pays plus petits et enfin, surtout, un nouveau mouvement de thésaurisation, absorbèrent beaucoup plus d'or que la quantité couramment fournie par les producteurs.

La signification véritable du changement survenu sur le marché de l'or doit être trouvée dans la préférence du public et des institutions financières pour une position liquide, qui se manifesta lorsque le mouvement ascendant du cycle économique se renversa. Alors que l'activité économique se développait rapidement pendant l'hiver 1936/1937, le public était enclin à acheter des actions et à utiliser ses disponibilités directement dans les entreprises. L'or thésaurisé fut vendu et le produit correspondant fut consacré à des placements. Ce mouvement fut intensifié non seulement dans l'espoir de réaliser des bénéfices, mais encore dans la croyance que les biens matériels et même les disponibilités liquides offraient une plus grande sécurité que l'or. La baisse brusque des cours à la bourse, en août et en septembre, fut le premier coup qui ébranla cette conviction; le ralentissement des affaires accrut l'incertitude, et de nouveaux bruits d'une dévaluation possible du dollar eurent sur les marchés une influence décisive. Une fois de plus, le public manifesta le désir d'accroître ses liquidités et ce désir se traduisit, suivant les réactions de la personne ou de l'institution intéressée, par la constitution de dépôts en banque plus considérables, par l'achat de titres d'État, en particulier à court terme, ou d'or. Le mouvement qui avait porté le public à échanger son or et ses titres d'État contre des actions, qui avait caractérisé les premiers mois de 1937, se trouva ainsi renversé, le public cherchant à échanger ses actions contre des titres d'État et de l'or.

La tendance à acheter de l'or reflétait, bien entendu, une certaine défiance à l'égard des monnaies; certains symptômes permettent de constater que l'or fut préféré aux billets, même lorsque ceux-ci étaient garantis par plus de 100% de leur valeur en or. L'inquiétude politique joua un grand rôle dans le mouvement de thésaurisation — la génération présente n'étant que trop avertie des dangers auxquels une guerre expose les systèmes monétaires. Il semble probable que l'insistance du public à rechercher la liquidité et la sécurité, qui se manifesta de nouveau à l'automne de 1937, réapparaîtra de temps à autre à l'avenir et exercera sur les demandes d'or une influence intermittente, et il est impossible de laisser entièrement ce facteur de côté quand on considère le problème de l'or. Le fait que les Fonds d'égalisation des changes fourniront rapidement de l'or au

marché, chaque fois que la nécessité s'en fera sentir, apportera sans aucun doute une détente dans la situation du point de vue monétaire; effectivement, la recrudescence des demandes provenant du continent européen permit non seulement aux autorités monétaires du Royaume-Uni et des Etats-Unis de ne pas alourdir davantage leurs stocks d'or, déjà considérables, mais même de les diminuer.

A un autre égard encore, le problème de l'or changea d'aspect à l'automne, lors du renversement de la tendance économique. On avait éprouvé quelque appréhension pendant les premiers mois de 1937 au sujet de la hausse rapide et indésirable des prix des marchandises, et l'on se demanda si une revalorisation des diverses monnaies suffirait à l'éviter. En Suède, la question de savoir si l'on procéderait, entre autres, à un relèvement du cours de la couronne suédoise et, par conséquent, à sa revalorisation fut officiellement examinée; et, bien qu'aucune mesure n'ait été prise dans ce sens, on insista fortement sur l'opportunité d'empêcher une hausse rapide des prix. Toutefois, quand les prix commencèrent à baisser dans le monde entier, la situation fut radicalement changée. Devant une brusque baisse des prix et un ralentissement de la production industrielle, les autorités décidèrent, aux Etats-Unis, de remettre en circulation l'or antérieurement stérilisé dans le «fonds inactif» et de permettre à l'or nouvellement reçu d'entrer, sans contre-partie, dans le système du crédit. Le Président Roosevelt, commentant la politique des prix de l'Administration à une conférence de la presse le 18 février 1938, déclara: «Les mesures appliquées à un moment donné pour favoriser cette politique doivent être adaptées aux besoins de ce moment. Il y a un an, il y avait lieu de craindre qu'une hausse trop rapide des prix de quelques marchandises n'encourageât un «boom» spéculatif. Au cours des six derniers mois, au contraire, le niveau général des prix et de l'activité industrielle a baissé. La politique du gouvernement doit lutter contre cette tendance à la déflation».

Les mesures qui furent prises aux Etats-Unis pendant les deux dernières années et demie pour contrôler les répercussions des mouvements d'or sur le système du crédit ne concernaient pas le fonctionnement du Fonds américain de stabilisation des changes. Ce Fonds a été constitué en 1934 par l'affectation de 2 milliards de dollars d'or prélevés sur les «bénéfices» de la réévaluation du stock d'or de ce pays. Il a conservé sa forme primitive, exception faite de 200 millions de dollars placés comme fonds de roulement dans les Banques de Réserve Fédérale. De temps à autre, le Fonds a effectué des opérations sur devises et sur or; mais le dollar ayant été rattaché à l'or, la nécessité de ces opérations n'a pas été aussi grande que dans les pays où aucun prix n'a encore été fixé pour l'or. Etant donnée la nature de ses res-

sources, le Fonds n'a pu prendre aucune part à la politique de stérilisation de l'or inaugurée à la fin de 1936. Pour annuler l'expansion de la base du crédit qui résulte normalement d'un afflux d'or, il est nécessaire de vendre des titres, mais le Fonds américain, contrairement à ce qui s'est passé pour le Fonds britannique d'égalisation des changes, n'a pas été autorisé à faire des emprunts, c'est-à-dire qu'il n'a pas le droit d'acheter de l'or en échange de titres. La politique adoptée pendant la période d'expansion économique pour compenser l'accroissement excessif des réserves liquides du système bancaire, appliqua deux méthodes différentes: premièrement, la stérilisation par des achats d'or en contre-partie de ventes de titres par le Trésor lui-même, cet or constituant le fonds connu sous le nom de « fonds inactif », qui a atteint son maximum de 1.400 millions de dollars dans la deuxième semaine de septembre 1937 et, deuxièmement, l'accroissement de la réserve légale obligatoire des « member banks ». L'excédent des réserves des « member banks » du Système de la Réserve Fédérale fut ramené, au moyen de ces mesures, de plus de 3 milliards de dollars, pendant l'été de 1936, à moins de 800 millions pendant l'été de 1937.

Etant donnée la tension dont les banques de New-York en particulier eurent à souffrir, on estima bon de modifier cette politique pendant l'automne de 1937 et l'on procéda à l'accroissement des excédents de réserves, tout d'abord par la libération de 300 millions de dollars du fonds inactif, en septembre 1937, en second lieu, par l'achat de titres par les Banques de Réserve Fédérale, pour un montant de 38 millions de dollars, en novembre 1937, et troisièmement, par la décision, prise en février 1938, « de ne pas incorporer jusqu'à nouvel avis au fonds inactif, à concurrence de 100 millions de dollars par trimestre pendant l'année, les additions au stock d'or ». Par suite de ces diverses mesures, l'excédent des réserves des « member banks » fut porté à environ 1.500 millions de dollars vers la fin de mars 1938. Mais le mois suivant, dans leur programme général pour favoriser la reprise des affaires, les autorités prirent le contre-pied de leur ancienne politique de stérilisation. Il fut décidé de déstériliser tout l'or placé au fonds inactif, de suspendre à l'avenir la stérilisation, et cette action fut complétée par une réduction de l'encaisse obligatoire des « member banks ».

Les diverses mesures prises en avril 1938 auront pour effet d'amplifier largement la base du crédit du système bancaire. On estime que lorsque la déstérilisation sera entièrement appliquée, les réserves liquides des « member banks » s'élèveront approximativement à 9 milliards de dollars, et l'excédent des réserves à environ 3.800 millions. Le total des dépôts de toutes catégories dans les « member banks » s'élevant à environ 40 milliards, en février 1938, ces dépôts seront donc couverts dans la proportion de plus de 20% par des réserves liquides, même après l'augmentation consécutive aux mesures de déstérilisation.

En Suisse, le Fonds d'égalisation des changes qui a été créé au moment de la dévaluation, en septembre 1936, a été constitué sur le modèle américain, et les « bénéfiques » de la réévaluation, qui s'élevaient à 539 millions de francs suisses, lui furent affectés. Ce Fonds peut échanger son stock d'or contre des devises et inversement, mais il n'est pas autorisé à emprunter et n'a, par conséquent, en aucune façon, servi à annuler l'expansion à laquelle l'afflux d'or expose le système du crédit. Du début d'octobre 1936 à la fin de décembre 1937, la Banque Nationale Suisse a accru son stock d'or et de devises de 1.046 millions de francs suisses, et, pendant la même période, les « autres engagements à vue » de la Banque Nationale Suisse, qui représentent essentiellement les disponibilités des banques suisses à la Banque Nationale, ont augmenté de 750 millions de francs suisses, passant à un total de 1.716 millions. Les banques commerciales ont une très grande liquidité. A la fin de 1937, les liquidités des sept plus grandes banques s'élevaient à 977 millions de francs suisses, sous forme de billets, pièces de monnaie et comptes à vue créditeurs, en regard de 2.478 millions de dépôts, représentant ainsi pour ces derniers une couverture en espèces de près de 40%.

Aux Pays-Bas, le Fonds d'égalisation des changes, doté de 300 millions de florins, fut constitué en octobre 1936, sur les modèles américain et britannique combinés, c'est-à-dire que le Fonds reçut de l'or pour 100 millions de florins et fut autorisé à acheter pour 200 millions d'or et de devises en contre-partie de l'émission, pour un montant égal, de titres d'Etat. Tous ces titres ont été émis, et, dans cette mesure, on a empêché l'afflux d'or d'accroître les disponibilités liquides des banques commerciales. Mais comme l'accroissement du stock d'or de la Nederlandsche Bank, du début d'octobre 1936 à la fin de décembre 1937, s'est élevé à près de 800 millions de florins, à l'ancien prix statutaire, l'activité de ce Fonds n'a neutralisé que dans une très faible proportion l'effet des entrées d'or. En fait, le poste « Soldes en comptes courants » dans la situation de la Nederlandsche Bank a augmenté d'environ 650 millions de florins pendant la même période, passant à un total de 755 millions. Cet accroissement correspond principalement à une augmentation des avoirs en espèces des banques commerciales hollandaises qui sembleraient avoir détenu en moyenne à la fin de 1937, en contre-partie du total de leurs dépôts, environ 40% de billets, pièces de monnaie et comptes à vue créditeurs.

En Suisse et aux Pays-Bas, la grande liquidité que les systèmes bancaires ont ainsi acquise a donné lieu à une certaine inquiétude. Mais, en pratique, les banques commerciales n'ont pas eu à faire face à un accroissement de demandes d'avances suffisant pour utiliser, même en faible partie, leurs disponibilités accumulées auprès de la banque centrale, et elles se sont, en fait, abs-

tenues d'acheter des titres d'Etat. De plus, peu d'occasions se sont offertes de consentir des prêts à l'étranger. La situation bancaire de ces deux pays est donc caractérisée par la très grande prudence observée par les banques commerciales elles-mêmes.

Si l'on considère maintenant le Royaume-Uni, on constate que l'activité du Fonds d'égalisation des changes et la situation des banques commerciales se distinguent par un certain nombre de caractéristiques différentes de celles qu'elles présentent dans les pays dont il vient d'être question. Les ressources du Fonds d'égalisation des changes proviennent d'autorisations d'emprunter, c'est-à-dire que le Fonds a reçu des bons du Trésor négociables. Lorsqu'un afflux de capitaux se produit sur le marché de Londres, et que le Fonds estime bon d'intervenir, il vend des bons du Trésor et, avec les livres sterling ainsi acquises, il achète, par exemple, des francs français qu'il peut convertir en or. Ainsi, par la double opération d'une vente de bons du Trésor et d'un achat de devises ou d'or, la situation du marché des changes et, en outre, le volume du crédit à l'intérieur se trouvent modifiés. La vente de bons du Trésor par le Fonds a, en fait, pour conséquence, de neutraliser les opérations sur le marché libre et d'empêcher un afflux d'or à Londres d'accroître les disponibilités liquides des «joint stocks banks» à la Banque d'Angleterre. S'il s'agit d'accroître les disponibilités liquides des banques en vue d'augmenter la circulation des billets, ou de réduire l'émission fiduciaire, la Banque d'Angleterre peut reprendre de l'or au Fonds d'égalisation des changes, sans qu'il y ait en contrepartie de vente de titres. De janvier 1933 à janvier 1938, 205 millions de livres sterling d'or au prix officiel ont été transférés à la banque, principalement pour permettre d'accroître de 120 millions de livres sterling le montant des billets en circulation, et de réduire de 75 millions l'émission fiduciaire. Les disponibilités des banques n'ont augmenté que de 10 millions de livres sterling pendant toute cette période. Elles avaient, toutefois, déjà été accrues de près de 30 millions en 1932, quand la politique d'abondance de crédits à bon marché fut inaugurée — principalement par des achats de titres effectués par la Banque d'Angleterre. Le tableau suivant donne les chiffres correspondants:

Banque d'Angleterre (Chiffres du dernier mercredi du mois)	Emission fiduciaire couverte par des titres (Département de l'émission)	Titres (Département bancaire)	Stock d'or au prix statutaire	Billets en circulation	Disponi- bilités bancaires
	en millions de livres sterling				
Janvier 1932 . .	275	95	121	346	74
Janvier 1933 . .	275	119	124	353	103
Janvier 1938 . .	200	128	326	473	113

Les 113 millions des disponibilités bancaires représentaient seulement 5 % environ du total des dépôts des «joint stocks banks»*. Pour maintenir un pourcentage relativement stable d'environ 10 % d'espèces par rapport à leurs dépôts, dont la moitié environ sous forme de billets et de pièces de monnaie, et l'autre moitié sous forme de disponibilités à la Banque d'Angleterre, le Fonds d'égalisation des changes doit empêcher, en absorbant de l'or, la constitution d'excédents de réserves et, d'autre part, s'approvisionner en «espèces» quand il vend de l'or sur le marché. La sensibilité du système bancaire britannique est telle que même un accroissement relativement faible mais persistant des disponibilités bancaires (faible par comparaison avec les variations dans les autres systèmes du crédit) est susceptible de provoquer une expansion du crédit dans tout le pays; le Fonds d'égalisation des changes agit donc comme «tampon» et permet de poursuivre la politique traditionnelle sur la base de pourcentages assez rigides.

A la fin de 1937, les «autres engagements à vue» de la Banque Nationale Suisse et les «soldes en compte courant» auprès de la Nederlandsche Bank équivalaient à 79 et 84 millions de livres sterling respectivement, alors que les dépôts (des banques, collectivités publiques et autres) à la Banque d'Angleterre atteignaient un total de 172 millions de livres sterling. En Suisse et aux Pays-Bas, les réserves-or des banques centrales sont en grande partie détenues en contre-partie d'importantes disponibilités des banques commerciales. Au Royaume-Uni, où les disponibilités des banques n'ont pas la même ampleur, il faut trouver d'autres méthodes pour garder l'or et fournir au pays des réserves suffisantes par rapport aux engagements du marché de Londres envers l'étranger. C'est là un des buts de l'accumulation de l'or dans les mains du Fonds d'égalisation des changes.

Les divers Fonds de changes qui ont été constitués diffèrent profondément les uns des autres par leur importance, la composition de leurs ressources et leurs méthodes de fonctionnement. La différence dans la technique n'implique pas toutefois de différence marquée dans les principaux objectifs de la politique du crédit. En dépit de l'absorption d'or, depuis 1932, par le Fonds d'égalisation des changes britannique, les banques ont conservé des réserves en espèces suffisantes pour appliquer une politique effective de monnaie à bon marché, ainsi que le prouvent l'accroissement total de leurs dépôts et l'augmentation de la circulation des billets dans le pays. La stérilisation de l'or, but des achats du Fonds d'égalisation des changes, doit être considérée comme une tentative tendant à résoudre le problème posé par les mouvements des disponibilités à

* Il convient de ne pas oublier que les «joint stock banks», outre leurs 10 % d'«espèces» en contre-partie des dépôts, détiennent encore 20 % d'autres avoirs à court terme: effets escomptables et fonds à vue et à court terme. Voir ci-après, pages 92 et 93.

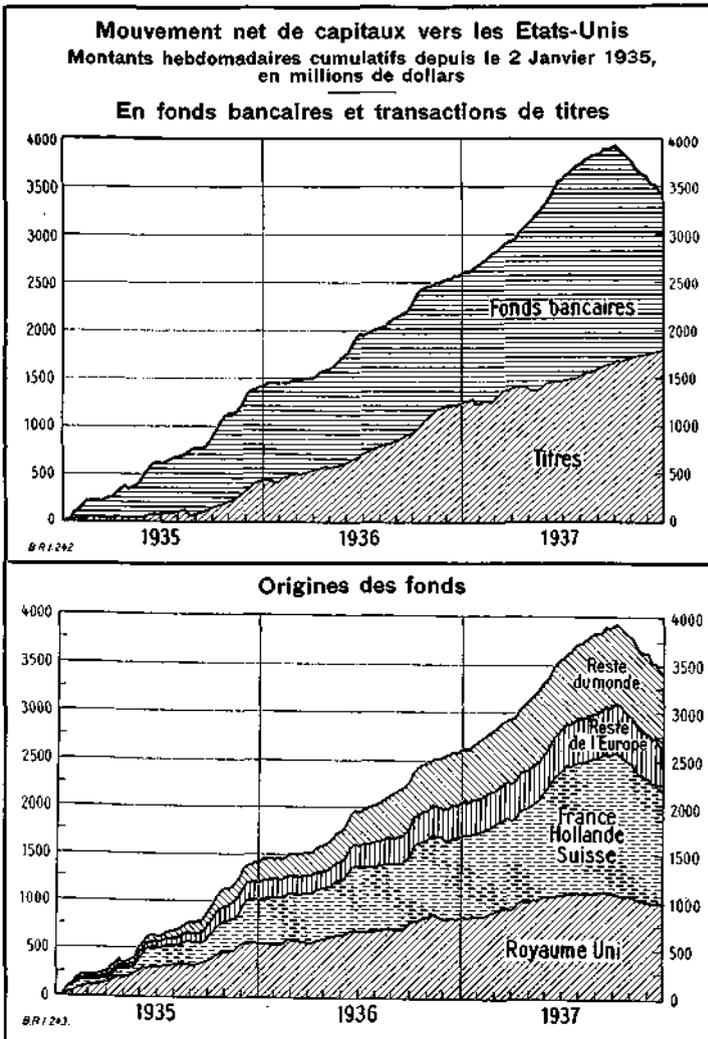
court terme d'un marché à l'autre. Dans d'autres pays également, ce problème a retenu l'attention des autorités et il doit en être ainsi aussi longtemps que les capitaux sont plus entraînés par la peur qu'attirés par les entreprises et les placements. Les mesures que les autorités monétaires peuvent prendre, devront naturellement être adaptées individuellement à la structure de chaque marché national. L'or, qu'il soit détenu dans les Fonds de changes ou dans les banques centrales, reste l'avoir le plus approprié pour faire face aux créances de l'étranger que les marchés peuvent avoir à liquider, et il assure donc une certaine protection contre l'insécurité monétaire qui persiste dans le monde.

IV. MOUVEMENTS DES CAPITAUX ET ENDETTEMENT INTERNATIONAL.

Les mouvements de capitaux qui ont spécialement affecté les marchés des pays créanciers ont continué à se produire en 1937 avec une ampleur considérable. C'est aux «capitaux flottants», disponibilités mobiles en quête avant tout de sécurité, qu'il faut attribuer dans une large mesure le volume anormal de ces mouvements. Mais d'autres éléments, normaux ceux-ci, tels que l'accumulation des disponibilités bancaires et autres utilisées pour le financement ordinaire du commerce extérieur, ont pris une plus grande importance à mesure que le volume du commerce mondial s'est accru et que les réserves monétaires d'un grand nombre de pays se sont reconstituées. Le changement survenu pendant 1937 dans la tendance des affaires et dans les perspectives économiques en général a eu une influence immédiate sur la direction du déplacement

des capitaux. A maints égards en effet, ces tendances ont été opposées pendant la dernière partie de l'année à celles que l'on a constatées au début de 1937 et les années précédentes.

Nulle part le renversement du courant des capitaux n'a été plus marqué qu'aux Etats-Unis: pendant les neuf premiers mois de 1937, ils ont reçu de l'étranger des fonds d'un montant de 1.300 millions de dollars et ils en ont perdu 500 millions pendant le dernier trimestre; l'afflux net pour l'année a donc été de 800 millions contre 1.200 millions en 1936 et 1.400 millions en 1935.



En d'autres termes, les importants mouvements de capitaux vers les Etats-Unis qui ont commencé à se produire au lendemain de la dévaluation du dollar, au début de 1934, ont subi leur premier arrêt important pendant le dernier trimestre de 1937. Les graphiques établis d'après les chiffres hebdomadaires publiés par le Trésor des Etats-Unis reproduisent ces mouvements qui figurent, en outre, dans le tableau suivant, subdivisés en catégories de capitaux et principaux pays d'origine.

Mouvements nets de capitaux vers les Etats-Unis.

En millions de dollars	Total général	Fonds bancaires			Avances aux brokers	Titres		
		Total	Etrangers	Américains		Total	Américains	Etrangers
1935, Janvier-Mars	259	212	¹⁾ 58	²⁾ 154	21	26	6	32
Avril-Juin	357	314	156	158	9	34	22	12
Juillet-Sept.	283	212	137	76	0	71	75	4
Oct.-Déc.	514	226	253	— 26	— 24	311	226	85
1936, Janvier-Mars	98	3	— 25	28	— 6	100	111	— 11
Avril-Juin	438	259	201	59	16	163	97	66
Juillet-Sept.	334	126	120	7	7	201	109	92
Oct.-Déc.	327	9	32	— 23	— 10	328	284	44
1937, Janvier-Mars	323	171	191	— 21	— 9	161	159	3
Avril-Juin	631	546	491	55	14	70	6	76
Juillet-Sept.	350	183	131	52	14	154	56	98
Oct.-Déc.	— 502	— 644	— 575	— 69	16	127	37	90
1935, Janvier-Déc.	1.412	965	603	361	6	442	317	125
1936, Janvier-Déc.	1.196	397	327	70	7	792	601	191
1937, Janvier-Déc.	802	256	238	18	35	512	245	267
Total 1935 à 1937	3.410	1.618	1.169	449	48	1.745	1.162	583

Il est intéressant de noter que les mouvements des disponibilités bancaires correspondent entièrement à cet exode du dernier trimestre de 1937, alors que les portefeuilles étrangers de valeurs mobilières n'ont cessé de s'accroître. En fait, les placements en valeurs se sont montrés beaucoup moins sensibles que les fonds déposés en banque. Sur le montant de 575 millions de dollars, qui représente la diminution, pendant le dernier trimestre de l'année, des fonds détenus en banque pour compte étranger aux Etats-Unis, 127 millions ont été utilisés à l'achat de valeurs mobilières, et le solde fut, soit envoyé à l'extérieur, soit affecté

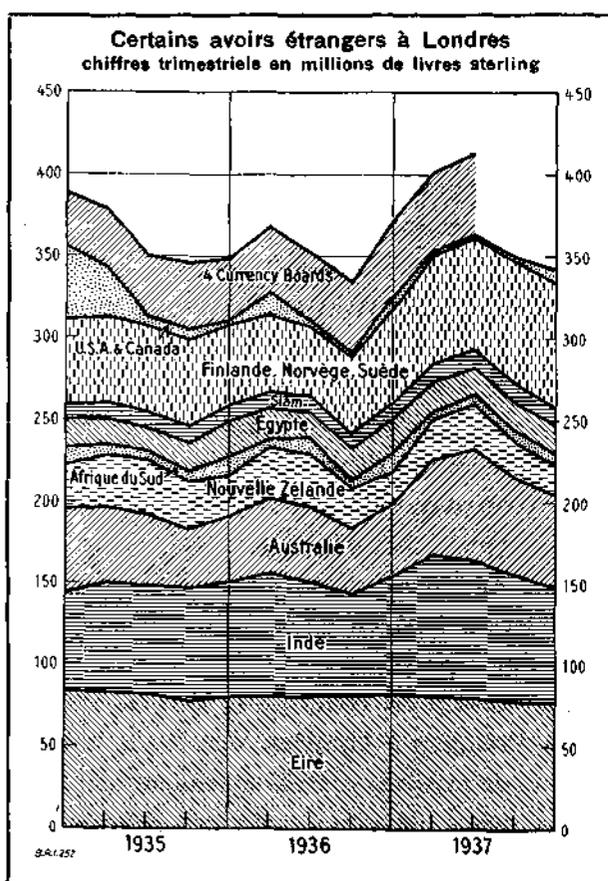
En millions de dollars	Origine des Fonds							
	Royaume-Unis	France	Hollande	Suisse	Reste de l'Europe	Canada	Amérique latine	Extrême-Orient
1935, Janvier-Mars	141	25	9	8	37	— 10	27	19
Avril-Juin	167	89	39	20	30	— 10	11	11
Juillet-Sept.	72	— 14	34	42	58	— 2	27	61
Oct.-Déc.	175	110	32	61	66	22	7	38
1936, Janvier-Mars	6	12	10	43	6	— 2	32	— 2
Avril-Juin	122	18	73	75	33	28	40	43
Juillet-Sept.	98	— 38	— 3	50	71	113	17	27
Oct.-Déc.	49	98	35	38	57	12	42	— 11
1937, Janvier-Mars	98	9	37	28	41	— 9	135	— 14
Avril-Juin	152	35	90	256	34	— 11	45	24
Juillet-Sept.	27	— 5	34	118	78	45	26	27
Oct.-Déc.	— 112	— 56	— 79	— 130	— 52	— 70	3	3
1935, Janvier-Déc.	555	210	115	130	191	0	71	128
1936, Janvier-Déc.	274	89	115	205	167	150	130	56
1937, Janvier-Déc.	164	— 18	82	272	101	— 44	209	41
Total 1935 à 1937	994	282	312	608	458	106	411	225

1) Augmentation des engagements des banques américaines envers l'étranger.
 2) Diminution des avoirs des banques américaines à l'étranger.

au paiement des importants achats étrangers de marchandises qui sont reflétés par l'excédent des exportations américaines pendant le second semestre de l'année. De plus, les banques américaines ont consenti des prêts extérieurs, principalement en Angleterre et au Canada, d'un montant de 69 millions de dollars; il s'agit là de mouvements saisonniers du dernier trimestre de l'année, mais ils ont pris en 1937 une ampleur plus grande que de coutume.

L'accroissement des fonds déposés en banque pour compte étranger aux Etats-Unis pendant la première partie de 1937 correspondit, dans une certaine mesure, aux soldes favorables de la balance des paiements des pays de l'Amérique latine: les soldes en dollars détenus par ces pays passèrent de 260 millions de dollars, en décembre 1936, à 500 millions en mai 1937. Mais l'afflux le plus considérable provint d'Europe et, en particulier, de la Suisse; il représentait, dans une large mesure, une conversion d'or en dollars à laquelle des particuliers et d'autres institutions procédèrent au moment de la fuite devant l'or. En temps normal, le Royaume-Uni occupe le premier rang pour les mouvements de capitaux avec les Etats-Unis, en partie parce que la place de Londres est utilisée comme intermédiaire par les autres pays; mais, pendant le second trimestre de 1937, l'afflux des capitaux suisses se chiffra à 250 millions de dollars contre 150 millions de dollars de capitaux venus d'Angleterre et, pendant le troisième trimestre, 120 millions vinrent de Suisse contre 30 millions d'Angleterre. Pendant ce troisième trimestre, les montants en dollars détenus par les pays de l'Amérique latine eurent tendance à diminuer en raison de la fin de leur principale saison d'exportation (et ces pays remboursèrent leurs emprunts libellés en dollars). Lorsque le revirement se produisit, pendant le dernier trimestre de 1937, la Suisse se retrouva en tête avec un afflux de fonds d'un montant de 130 millions de dollars dans ce pays contre 110 millions en Angleterre et 80 millions aux Pays-Bas. Comme il a été dit ci-dessus, les étrangers continuèrent leurs achats de valeurs mobilières américaines et étrangères pendant le premier semestre lorsque les capitaux étrangers quittaient le pays. Toutefois, le total des achats nets de valeurs mobilières américaines fut très inférieur à celui de l'année précédente, car il n'atteignit que 245 millions de dollars en 1937 contre 600 millions en 1936.

Comme d'habitude, le marché des changes à Londres fut le marché le plus affecté par les mouvements de capitaux vers les Etats-Unis, 60% environ des ventes et achats de dollars des banques américaines étant effectués contre livres sterling. En dehors des mouvements de capitaux à destination et en provenance des Etats-Unis, décrits ci-dessus, Londres fut également affecté par des mouvements à l'intérieur du groupe de la livre sterling, ainsi que par un afflux de fonds venus de France et par un exode vers les Pays-Bas et la Suisse principalement.



Le graphique ci-contre indique les ressources en livres sterling des banques des principaux pays du groupe-sterling, du Canada et des États-Unis. Ces chiffres sont tous des chiffres nets, c'est-à-dire qu'ils correspondent à l'excédent des avoirs en sterling sur les engagements en sterling, sauf en ce qui concerne les banques commerciales de la Nouvelle-Zélande, dont les engagements en livres sterling sont, toutefois, relativement peu considérables. Les capitaux indiqués diffèrent quelque peu par leur nature; ceux des banques d'Irlande correspondent à une épargne accumulée et ne donnent lieu qu'à de légers changements, tandis que les disponibilités à Londres des

banques australiennes, par exemple, sont sujettes à des fluctuations considérables qui traduisent les mouvements de la balance des paiements du Dominion. Pour les trois pays septentrionaux, Finlande, Norvège et Suède, le graphique comprend les avoirs nets en livres sterling des banques commerciales ainsi que les montants en livres sterling détenus par les banques centrales. Les quatre Conseils pour la monnaie (currency boards) sont ceux de l'Afrique occidentale, des Etablissements des Détroits, de la Palestine et de l'Irak; les deux premiers d'entre eux participent pour près de 20 millions de livres chacun au total de 50 millions au milieu de 1937. L'inclusion des réserves de ces «currency boards», qui ne publient que des bilans annuels, a nécessité l'établissement de certaines évaluations sur la base des chiffres mensuels de la circulation des billets (émis en contre-partie de livres sterling). Quatorze autres «currency boards» et autorités monétaires opérant dans les colonies britanniques de la Couronne apporteraient à ce total un supplément de 7 millions de livres.

La place de Londres, comme centre de réserve d'une vaste étendue de pays principalement producteurs de matières premières, a bénéficié directement de l'activité des balances des paiements des pays, dont les exportations ont

augmenté grâce au «boom» du début de 1937. Du milieu de 1936 au milieu de 1937, l'Inde a accru de 15 millions de livres ses ressources en sterling, l'Australie de 20 millions ses disponibilités à Londres et les quatre «currency boards» d'environ 10 millions leurs réserves (la part de l'Afrique occidentale s'élevant à 6 millions). La tendance, en ce qui concerne ces pays, s'est retournée pendant le second semestre de l'année. Les trois pays septentrionaux ont toutefois encore augmenté d'un total d'environ 20 millions de livres sterling, pendant l'année, leurs ressources en sterling, contre un accroissement de 7 millions en 1936. Le Danemark, qui n'est pas compris dans le graphique, a, lui aussi, amélioré sa position-devises pendant l'année, surtout au cours des quatre derniers mois, les prix d'exportation danois n'ayant commencé à se relever que lorsque les prix du marché mondial eurent dépassé leur point maximum. Le Danemark (et plus encore la Norvège) est partiellement redevable de l'excédent de sa balance aux recettes de ses compagnies de navigation. L'Argentine, dont la monnaie est liée à la livre sterling, a également accru sensiblement, pendant la première partie de l'année, ses réserves tant en livres qu'en dollars; elles ont toutefois diminué après la saison des exportations.

Ce qui est important pour la surveillance du cours de la livre sterling, ce n'est pas le montant total des fonds étrangers à Londres, mais leurs fluctuations. Les réserves des pays producteurs de matières premières tendent naturellement à se déplacer ensemble dans la même direction, mais ces mouvements exercent une certaine action compensatrice, puisque ces réserves de livres sterling augmentent au moment où le coût plus élevé des denrées alimentaires et des matières premières pèse plus lourdement sur les postes courants de la balance des paiements de l'Angleterre (et vice-versa). Les mouvements des capitaux avec les pays autres que ceux du groupe-sterling revêtent une importance plus grande, parce qu'ils sont plus erratiques. En dehors des États-Unis, déjà mentionnés, les principaux pays intéressés sont la France, les Pays-Bas et la Suisse.

Les exportations de capitaux hors de France se sont principalement produites en 1937, pendant les premières semaines de l'année, puis en mai et juin et, enfin, dans le courant de septembre, ces sorties furent suivies chaque fois d'un certain retour de capitaux, particulièrement important en octobre et en novembre. Étant données les fluctuations de la valeur du franc français, il est difficile de se faire une idée exacte des changements nets qui sont intervenus pendant l'année. Alors que le bilan de la Banque de France a, en fin de compte, enregistré une perte d'or équivalant à 430 millions de dollars, il semble que le Fonds de changes ait accru son stock pendant l'année; la perte nette pourrait donc ne pas dépasser 350 millions de dollars. Il est possible que le déficit des postes courants de la balance des paiements soit voisin de 240 mil-

lions de dollars, mais presque la moitié de ce déficit a été couverte par une importation nette de capitaux sous forme de crédits dont les plus importants furent pour les Chemins de fer français. Les sorties de capitaux pendant l'année seraient donc, compte tenu de divers postes peu importants, de l'ordre de 250 millions de dollars.

Les montants exportés, c'est-à-dire utilisés pour l'achat de devises, ne provenaient pas de francs déjà existants, mais de francs nouvellement créés par une augmentation des crédits de la Banque de France. Sur une augmentation totale de 15 milliards de francs français représentant les crédits accordés par la Banque de France en 1937, environ 14 milliards ont été mis à la disposition de l'Etat. Les capitaux exportés ont principalement été envoyés aux États-Unis, en Angleterre et en Suisse, et aussi dans divers autres centres. Des mouvements de cette nature et de cette ampleur ne présentent aucun avantage pour les marchés qui reçoivent les capitaux. Ceux-ci peuvent, en effet, quitter leur lieu de refuge aussi promptement qu'ils y sont venus, mais ils aggravent encore la pléthore de disponibilités résultant déjà de l'abondance des fonds nationaux et ils exercent par là sur les taux d'intérêt une pression artificielle, réduisant dans une large mesure le contrôle de la banque centrale.

En Suisse, l'afflux de capitaux étrangers, joint, depuis septembre 1936, au rapatriement de capitaux suisses, a énormément accru les fonds liquides des institutions de crédit. Le premier semestre de 1937 a été relativement calme; il y eut bien des sorties de capitaux vers l'Allemagne (par suite de ventes de valeurs mobilières suisses détenues par des Allemands), vers la France (pour la souscription à l'Emprunt de la Sécurité Nationale) et, pendant le second trimestre, des sorties beaucoup plus considérables, en partie vers l'Angleterre, mais surtout vers les États-Unis. Pendant le second semestre de l'année, spécialement à l'automne, le mouvement se renversa et la Banque Nationale dut acheter pour environ 500 millions de francs suisses (soit 115 millions de dollars) de devises; les disponibilités suisses revinrent de Londres et de New-York, et à l'afflux de capitaux français s'ajoutèrent certaines disponibilités belges. Pour lutter contre cette trop grande affluence de capitaux, la Banque Nationale conclut avec les banques commerciales un accord amiable qui entra en vigueur en novembre 1937. Aux termes de cet accord, les banques ne doivent plus accepter de nouveaux dépôts étrangers à vue; elles doivent transformer, dans le plus bref délai possible, les anciens dépôts étrangers à vue en dépôts fixes, et prélever une commission de 1% l'an sur tous les dépôts étrangers à moins de six mois de préavis. En Suisse, 15% environ des dépôts des grandes banques sont probablement d'origine étrangère, mais les disponibilités étrangères ont été, bien entendu, affectées également à d'autres emplois.

Une rentrée subite de capitaux nationaux soulève des problèmes analogues à ceux que provoquent les « capitaux flottants » étrangers et il est excessivement difficile de tracer entre eux une ligne de démarcation. Cette observation est vraie pour la Suisse, mais elle l'est en particulier pour les Pays-Bas et la Suède. Le stock d'or de la Nederlandsche Bank a doublé depuis la dévaluation en septembre 1936, son accroissement en 1937 ayant été d'environ 800 millions de florins en monnaie d'aujourd'hui, soit 450 millions de dollars. L'accroissement du déficit de la balance commerciale a été neutralisé, en particulier par le revenu plus élevé des placements dans les Indes Néerlandaises, et les recettes de la navigation et des placements étrangers ont augmenté, mais le facteur prédominant a été constitué par l'immigration des capitaux. Une partie de ces capitaux était d'origine commerciale, les étrangers ayant couvert leurs engagements longtemps à l'avance, parce que la devise hollandaise tendait à s'apprécier; on peut également supposer qu'une autre partie appartient à des étrangers en quête de placements durables, ou provient du remboursement d'emprunts contractés avant la dévaluation de la devise hollandaise. Mais ils sont, dans une grande proportion, constitués par les abondantes liquidités des grandes entreprises internationales qui ont leur siège principal aux Pays-Bas, et qui ont l'habitude de garder une grande partie de leurs capitaux dans le centre qui leur offre au moment même le plus de sécurité. Qu'il s'agisse de capitaux hollandais ou de capitaux étrangers, leur présence soulève, comme celle des autres capitaux rapatriés ou étrangers, des problèmes de nature très semblable.

La principale source d'accroissement du stock d'or et de devises de la Sveriges Riksbank, au cours de ces dernières années, a été l'excédent des postes courants de la balance des paiements de la Suède; mais il s'est produit certains mouvements de capitaux, qui ont été en 1937 plus prononcés qu'à l'ordinaire. Ces mouvements ont été provoqués dans une certaine mesure par les rumeurs d'un relèvement possible de la valeur de la couronne suédoise qui amenèrent les exportateurs suédois à se faire ouvrir à l'étranger des crédits garantis par des dépôts de couronnes suédoises dans des banques suédoises. De plus, quelques acheteurs étrangers d'exportations suédoises facturées en couronnes se procurèrent, longtemps à l'avance, les devises suédoises nécessaires au paiement. Il est possible aussi que des intérêts étrangers aient quelque peu spéculé sur la couronne suédoise. Toutefois, les banques suédoises n'ont en dépôt que très peu de fonds cherchant refuge en Suède, mais des banques, des entreprises commerciales et des particuliers dans les pays voisins, qui se servent jusqu'à un certain point de Stockholm comme centre monétaire, détiennent des montants plus considérables en couronnes suédoises; ces montants ont passé de 50 millions de couronnes suédoises, à la fin de 1936, à 100 millions, à la fin de l'année suivante.

En Belgique, au contraire, la situation a été affectée, au cours des récentes années, par des mouvements de capitaux en quête de refuge. Après la dévaluation, au printemps de 1935, les capitaux belges refluent dans le pays qui devint également un refuge pour capitaux exportés des autres pays du bloc-or. Au milieu de 1935, on évaluait les dépôts étrangers à environ 4 milliards de francs belges, soit 135 millions de dollars, dont on pouvait considérer les trois-quarts comme des capitaux réfugiés. Un certain reflux se produisit jusqu'au printemps de 1936, mais à partir de ce moment jusqu'à la dévaluation des monnaies du bloc-or, en septembre, les disponibilités affluèrent de nouveau, si bien qu'elles atteignirent un niveau plus élevé qu'en 1935. Les capitaux suisses et hollandais furent alors retirés du marché belge, mais la plus grande partie des capitaux français y resta et leur volume augmenta même en mai et en juin 1937. En octobre, le rapatriement des capitaux en France affecta également la Belgique et, après une période de calme qui dura environ deux mois, des sorties assez violentes de capitaux réduisirent la réserve-or de la Banque Nationale de 2 milliards de francs belges, de la mi-janvier à la fin de mars 1938, jusqu'au chiffre le plus bas atteint depuis la dévaluation de 1935. Les capitaux étrangers réfugiés en Belgique doivent être actuellement très peu importants. La dépréciation du franc français a été, sans aucun doute, la cause principale du retrait des capitaux hors de Belgique. D'autre part, la balance des paiements ne subit aucune perte du fait de ses postes courants. Elle fut active en 1937 par suite d'une augmentation des exportations de 30% par rapport à celles de l'année précédente.

Les pays d'outre-mer les plus affectés par des mouvements de capitaux de cette nature, pendant l'année, furent probablement l'Australie et l'Argentine. Il existe une tendance à placer des capitaux étrangers dans ces deux pays, quand le solde actif de leurs exportations laisse espérer un relèvement des cours des changes, et à les en retirer dans le cas inverse. Une grande quantité de capitaux de placement et de spéculation sont, par exemple, entrés en Argentine pendant le dernier trimestre de 1936 et le premier semestre de 1937 et ils ont provoqué un relèvement rapide du cours du peso « libre » en dépit de l'achat, par la banque centrale, de 215 millions de pesos de devises sur le marché libre; ces capitaux furent retirés pendant le second semestre de 1937 et la banque centrale vendit 193 millions de pesos de devises pour arrêter la baisse du cours libre. Ce mouvement d'entrée et de sortie, pendant une période à peine supérieure à une année, d'environ 200 millions de pesos (soit 60 millions de dollars), montant considérable dans de telles circonstances, aggrave naturellement les problèmes qui se posent aux autorités monétaires. En janvier 1938, la banque centrale vendit de nouveau 57 millions de pesos de devises sur le marché libre, mais en février, elle cessa d'intervenir et le cours du peso s'établit librement.

Des mesures ont été prises récemment pour supprimer tous intérêts sur les dépôts en banque étrangers.

Des mouvements internationaux massifs de capitaux à court terme attirent naturellement beaucoup l'attention, mais ils ne doivent pas faire oublier que le volume plus élevé du commerce international en 1937 et des prix plus élevés ont nécessité un financement proportionnellement plus grand et que les banques centrales ou autres instituts financiers durent procéder en conséquence à un plus grand nombre d'opérations sur devises, en partie pour faire face à des fluctuations saisonnières ou de natures diverses. Le financement de l'activité économique reprend des proportions normales dans une très grande partie du monde. On n'éprouve plus de difficultés que dans certaines parties d'Europe, dans quelques pays de l'Amérique du Sud et, dernièrement, en Extrême-Orient. Les clearings bouleversent, bien entendu, les relations juridiques entre importateurs et exportateurs et ils détériorent le mécanisme de financement normal. Mais de sérieux efforts ont été faits au cours de l'année écoulée pour substituer aux clearings des accords de paiements qui, tout en contingentant le volume des échanges, rétablissent des relations directes entre commerçants et rendent possible un financement plus normal.

Dans les cas où des difficultés subsistent, les pouvoirs officiels interviennent pour lever certaines des incertitudes; la «garantie de cours» (Kurssicherung) de la Reichsbank existe depuis longtemps, et récemment, le gouvernement italien a donné des garanties de change pour les transactions passant par l'intermédiaire des clearings; l'Allemagne, la Tchécoslovaquie et d'autres pays ont consenti des crédits commerciaux à l'U. R. S. S., qui garantissent à l'exportateur national le paiement de ses exportations dans sa propre monnaie. Dans quelques pays, la banque centrale a repris à son compte les dettes de clearing et les a immédiatement remboursées aux exportateurs. Le Département du Board of Trade pour la garantie des crédits à l'exportation britannique (en fonction dès 1926) a eu une activité plus grande pendant l'année et, tout en levant certaines autres restrictions, il a porté de 25 à 50 millions de livres sterling la valeur des garanties qui peuvent être données à tout moment.

Valeur des exportations couvertes par une garantie.

Année expirant le 31 mars	millions de livres sterling
1933/34	7,5
1934/35	15,0
1935/36	20,6
1936/37	35,2
1937/38	43,0

Si le volume des acceptations pour le commerce extérieur (foreign trade acceptances) à New-York, Londres et Amsterdam reste faible, le fait est dû, en partie au moins, aux changements apportés aux méthodes du financement

commercial et aussi au fait que certains pays, généralement emprunteurs, sont maintenant en mesure de financer leur propre commerce. La recommercialisation d'une partie de la dette de prorogation de l'Allemagne (Standstill) représente un effort fait pendant l'année pour redonner à la traite commerciale extérieure (foreign bill) sa véritable fonction; bien que les montants impliqués soient relativement minimes, le changement représente un progrès vers une spécialisation des crédits en les réservant de nouveau pour des transactions spécifiques.

Le mouvement des autres crédits internationaux à court terme, qui ne se rapportent pas directement au commerce, a généralement eu pour objet de permettre aux débiteurs de rembourser d'anciens crédits. Les nouveaux crédits ont été rares et espacés. Les compagnies de Chemins de fer français ont remboursé en décembre 1937 un crédit de 40 millions de livres sterling, que les banques britanniques leur avaient accordé en février, et elles obtinrent deux avances de 200 millions de francs suisses et de 100 millions de florins à Zurich et à Amsterdam, respectivement en octobre et en novembre 1937. En mai 1937, des banques suisses ont accordé à la Caisse d'Épargne postale de Tchécoslovaquie un crédit de 50 millions de francs suisses, à échéance de deux ans, et les devises correspondantes ont renforcé les réserves de la Banque Nationale de Tchécoslovaquie.

Les remboursements reflètent, en général, une amélioration de la situation des pays agricoles. La Banque Nationale de Danemark a ramené de 70 à 10 millions de couronnes danoises ses dettes à court terme, au cours de 1937, et l'excédent de sa dette sur ses actifs étrangers, qui s'élevait à 55 millions de couronnes danoises en décembre 1936, a fait place, un an plus tard, à un excédent d'actifs étrangers, de 62 millions de couronnes danoises, 31 millions de l'augmentation provenant, toutefois, du produit d'un emprunt contracté à Londres. En juillet 1937, le Gouvernement roumain a remboursé à la Banque de France le solde de 39 millions de francs français de l'emprunt de 250 millions qu'elle lui avait consenti en 1932, et il a rapatrié en Roumanie l'or déposé à Paris en nantissement de ce crédit. En septembre 1937, une avance sur or d'environ 1 milliard de francs français que la Banque de France avait précédemment consentie à une autre banque d'émission lui fut remboursée, et le poste correspondant disparut de la situation de la Banque de France.

Les nouveaux emprunts extérieurs à long terme restent en général rares, bien qu'on ait pu constater une certaine reprise d'activité à cet égard en Suisse et aux Pays-Bas. Pour rendre une comparaison plus facile, le tableau suivant donne les émissions extérieures (converties en dollars des Etats-Unis) faites dans quatre des pays créanciers pendant les quatre dernières années, ainsi qu'en 1927 et en 1928.

Emissions étrangères de capitaux.

Millions de dollars des Etats-Unis	Etats-Unis d'Amérique	Royaume-Uni	Suisse	Pays-Bas
Nouvelles émissions				
1927	1.337	684	42	139
1928	1.251	720	18	121
1934	0	212	2	0
1935	48	104	0	0
1936	23	161	0	0
1937	4	164	44	16
Conversions				
1927	241	*	1	0
1928	238	*	0	0
1934	9	490	72	1
1935	26	351	0	0
1936	119	298	0	0
1937	159	274	16	44

* Montant non publié.

L'application de la loi Johnson restreint sérieusement la possibilité d'émettre de nouveaux emprunts extérieurs aux Etats-Unis. Les emprunts de conversion pour compte étranger y furent, toutefois, plus élevés qu'ils ne l'avaient été depuis 1930: comme en 1936, la grande masse des emprunts

de conversion furent émis pour le compte de l'Argentine et du Canada.

En 1937, les restrictions concernant les nouvelles émissions dont le produit devait être remis à l'étranger restèrent en vigueur sur le marché de Londres. Le relevé officiel de juin 1937, qui donne les chiffres approximatifs des propositions de nouvelles émissions soumises au Conseil consultatif pour les transactions extérieures (Foreign Transactions Advisory Council) depuis sa constitution en avril 1936, permet d'apprécier l'effet de ces restrictions: le total approuvé s'est élevé à 37 millions de livres sterling, dont 10 millions proposés pour être remis à l'étranger, et les émissions refusées se sont élevées à 31 millions, dont 29,5 millions auraient été remis à l'étranger. Les nouvelles émissions pour le compte des pays britanniques ont continué d'être très supérieures aux émissions pour compte étranger et, en 1937, elles ont représenté près de 80% du total indiqué dans le tableau. Les emprunts de conversion pour le compte de l'Empire britannique et de l'étranger ont un peu diminué par rapport au niveau élevé de 1934, mais ils restent substantiels; plus de 90% d'entre eux furent émis en 1937 pour le compte de pays britanniques. Après la publication des recommandations du rapport van Zeeland, en mars 1938, on atténua quelque peu la rigueur de la réglementation concernant les émissions pour compte étranger.

Sur les 193 millions de francs suisses de nouvelles émissions étrangères en Suisse, 129 millions (soit près de 30 sur 44 millions de dollars) représentent des bons des Chemins de fer français à deux ans, et une émission du Gouvernement belge a représenté plus de 50% des émissions de conversion pour

compte étranger. En dehors des émissions à long terme pour compte étranger sur le marché hollandais, il y a lieu de mentionner les crédits de 150 millions de florins que des banques hollandaises ont consentis aux Chemins de fer français et dont deux tranches de 50 millions de florins chacune furent émises en 1937. De plus, les émissions pour le compte des Indes Néerlandaises ne figurent pas au titre étranger dans les statistiques hollandaises. En septembre 1937, la Nederlandsche Bank a levé l'embargo sur les emprunts extérieurs, mais cette interdiction a été temporairement remise en vigueur à titre de mesure destinée à préparer le marché pour la grande opération de conversion entreprise par le gouvernement en janvier 1938.

Des emprunts en argent frais et des emprunts de conversion pour compte étranger ont été faits également en Suède, principalement pour les pays voisins, mais ils n'ont pas suffi à absorber l'excédent des postes courants de la balance des paiements de la Suède. On peut mentionner que certaines émissions considérées par l'emprunteur comme des emprunts de conversion comptent pour le prêteur comme des emprunts en argent frais, ainsi, par exemple, l'emprunt de 18 millions de couronnes suédoises de la Compagnie du Gaz et de l'Electricité d'Oslo, contracté en Suède par une municipalité norvégienne pour rembourser un emprunt de 4 millions de dollars venant à échéance aux Etats-Unis.

Le remboursement des dettes aux principaux marchés créanciers avec le produit d'emprunts émis sur le marché intérieur du débiteur ou à l'aide de prêts contractés sur les marchés de pays créanciers secondaires a constitué l'une des caractéristiques de ces dernières années.

Les rapatriements, par les pays débiteurs, d'anciens emprunts extérieurs soit au moyen d'achats privés, soit par l'émission d'un emprunt sur le marché intérieur, influent naturellement sur la balance des paiements de ces pays; ceux-ci ne peuvent, par conséquent, y recourir que s'ils ont des réserves suffisantes. L'endettement extérieur a été largement réduit par des opérations de cette nature par des pays comme, entre autres, l'Argentine, la Belgique, la Finlande, le Canada, l'Inde et l'Afrique du Sud. Là où, par le passé, des valeurs mobilières ont déjà été rapatriées, on en a profité dans certains cas pour rendre cette réduction de la dette extérieure définitive, par une transformation correspondante en un emprunt intérieur. La conversion belge de 1935 et la « nostrification » hongroise de 1936 en sont des exemples, suivis par la Pologne, en 1937, avec un emprunt intérieur 4½ % en zloty pour couvrir un montant d'obligations rapatrié d'environ 37 millions de dollars dont la plupart portaient intérêt à 7 %.

Dans un certain nombre d'autres cas, des plans ont été établis, souvent avec la collaboration d'une administration semi-publique du pays créancier pour

alléger la charge de l'endettement envers l'étranger. Ainsi, en 1937, l'intérêt sur les emprunts extérieurs polonais a été réduit en général de 7 à 4½ %, à la suite de négociations avec les créanciers américains, britanniques et autres; en outre, l'emprunt 1930 en dollars des Allumettes Suédoises a été converti de 6½ à 4¼ %. L'intérêt des deux emprunts dantziens de la S. d. N. a été réduit de 7 à 5 % et de 6½ à 4½ % respectivement par un procédé analogue, pendant l'année, et leurs dates d'échéance ont été différées.

Un plan détaillé couvrant l'endettement de la Hongrie envers l'étranger a été, en outre, élaboré en 1937 et a annulé divers arrangements antérieurs. La Hongrie a proposé et le comité des emprunts de la Société des Nations a approuvé comme «une offre sérieuse d'un créancier honnête» un règlement permanent des termes de l'emprunt de reconstruction 7½ % de la S. d. N., en vertu duquel l'intérêt a été réduit à 4½ %; un autre engagement concernant les coupons, partiellement payés, de la période de transition, a été annulé, et l'échéance de l'emprunt prolongée; cette offre a été acceptée par la grande majorité des créanciers obligataires. D'autres arrangements, la plupart pour une période de trois ans, ont été conclus en ce qui concerne le reste de l'endettement à long et à court terme du pays pour atténuer les dispositions du moratoire jusqu'alors en vigueur. Dans chaque cas, il a été offert au créancier plus qu'il n'avait reçu jusqu'alors, mais moins que les taux contractuels primitifs. Il faut sérieusement espérer que les négociations qui ont été engagées, ou sont pendantes, avec d'autres pays permettront d'arriver à des accords qui tout en reconnaissant la position du débiteur pourront être acceptés comme justes et équitables par le créancier.

Les réductions de l'endettement extérieur au moyen, soit de conversions normales ou de rapatriements, soit d'arrangements spéciaux, ainsi que le faible montant de nouvelles émissions extérieures de ces dernières années, ont pour résultat une diminution des placements extérieurs détenus par les

Millions de livres sterling	Nouvelles* émissions d'outre-mer	Remboursements et rachats étrangers	Emprunt (+) ou remboursement (-) net
1929	96	49	+ 47
1930	98	39	+ 59
1931	41	27	+ 14
1932	37	48	- 11
1933	83	67	+ 16
1934	63	42	+ 21
1935	51	81	- 30
1936	61	107	- 46

* Ces chiffres ont été spécialement établis pour ce tableau et diffèrent légèrement de ceux donnés à la page 82.

pays créanciers. Cette constatation est vraie en particulier pour l'Angleterre et les États-Unis. Le tableau ci-contre, extrait des évaluations de Sir Robert Kindersley, indique la situation à cet égard en ce qui concerne l'Angleterre.

Le rythme des remboursements des nouvelles émissions s'est accéléré. Il y a eu, de plus, pendant la période ci-dessus examinée, un mouvement net de capitaux à court terme vers l'Angleterre. Les disponibilités à Londres des pays du groupe-sterling, indiquées dans le graphique de la page 75, dépassent maintenant d'environ 100 millions de livres sterling celles de 1929. Les avoirs français à Londres, si élevés qu'ils fussent en 1929, ne l'étaient pas plus que maintenant. En même temps, les avoirs à court terme extérieurs de l'Angleterre ont diminué, les crédits ouverts pour le compte du financement du commerce extérieur ne sont pas aussi élevés qu'en 1929, et les crédits financiers consentis à l'Europe Centrale et à d'autres pays sont très inférieurs. La tendance que le Rapport Macmillan a déjà constatée pour Londres, en 1931, et qui consiste à «s'orienter plutôt vers l'emploi de dépôts bancaires internationaux que vers les acceptations internationales» et d'autres moyens de financement commercial s'est accentuée; les opérations d'emprunt sont en voie de diminution, les opérations de dépôts en voie d'augmentation, et les engagements qui en résultent pour le marché de Londres sont en grande partie à court terme et couverts par une réserve d'or stérile considérable.

Le tableau ci-dessous, établi d'après les statistiques du Département du commerce des Etats-Unis, montre une évolution semblable pour les Etats-Unis.

Millions de dollars	Nouvelles émissions extérieures	Rachat d'obligations extérieures et fonds d'amortissement	Emprunt extérieur (+) ou remboursement (-) net
1929	631	199	+ 432
1930	822	173	+ 649
1931	212	207	+ 5
1932	27	122	- 95
1933	10	73	- 63
1934	0	89	- 89
1935	44	170	- 126
1936	20	166	- 146

De plus, il doit être tenu compte de l'important afflux aux Etats-Unis de capitaux étrangers pendant ces dernières années et de la diminution à moins de la moitié des chiffres de 1929 des avoirs étrangers à court terme des banques américaines.

D'autre part, les autorités centrales ont, dans quelques pays, mobilisé les valeurs mobilières étrangères détenues par les particuliers et les ont vendues de temps à autre pour se procurer des devises; ces ventes ont, dans une faible mesure, contre-balancé la diminution des placements des pays créanciers en titres étrangers. En Tchécoslovaquie, un décret a prescrit, en septembre 1934, l'obligation, pour les particuliers, de déclarer toutes les valeurs étrangères détenues par eux, puis de les céder à l'Etat; il a depuis été procédé de temps à autre à des ventes d'obligations et d'actions étrangères, pour une contre-

valeur de 20 à 25 millions de dollars. En Italie, un décret-loi a prescrit, en 1935, la mobilisation des crédits extérieurs, des valeurs mobilières étrangères et des titres italiens émis à l'étranger; une partie de ces titres ont été vendus, mais les montants correspondants n'ont pas été publiés. En Allemagne, comme suite aux dispositions de la loi d'amnistie de 1936, les disponibilités à l'étranger et les valeurs mobilières étrangères, d'une contre-valeur de plusieurs centaines de millions de reichsmarks, restées jusqu'ici entre les mains de nationaux allemands, ont été remises aux autorités publiques. Des ventes de valeurs mobilières pour compte allemand ont été faites dans les bourses étrangères, et l'or expédié en Allemagne, pendant les trois mois de décembre 1936 à février 1937, s'est élevé à 50 millions de dollars. Les importations allemandes de blé ont été toutefois exceptionnellement élevées au printemps, et un montant d'or d'environ 50 millions de dollars a été réexporté pendant l'été de 1937. Les ventes allemandes de valeurs mobilières américaines ont continué pendant toute l'année 1937, mais elles n'ont atteint au total que 10 millions de dollars, tandis que les avoirs allemands dans les banques américaines, portés d'un chiffre négligeable à 27 millions de dollars pendant les deux premiers mois de 1937, ont diminué plus tard dans le cours de l'année.

On n'accorde pas aux placements directs à l'étranger toute l'attention qu'ils méritent, en raison notamment des difficultés d'établir des statistiques sur leur importance; celle-ci, cependant, ne peut pas être mise en doute. Les évaluations de Sir Robert Kindersley, soigneusement établies, indiquent un total d'environ 3.350 millions de livres sterling comme montant des placements anglais en titres étrangers, et on a estimé devoir ajouter au moins 500 millions de livres à ce chiffre pour tenir compte des placements directs, c'est-à-dire de ceux qui se font sans l'intermédiaire d'une émission de titres.

Pour les Etats-Unis, les chiffres sont encore plus frappants: on a évalué à environ 12.500 millions de dollars, à la fin de 1936, le total des placements extérieurs, dont 4.750 millions en titres et 7.750 millions en placements directs (valeur comptable). Les placements en titres étrangers sont toutefois compensés, en grande partie, par des portefeuilles étrangers de valeurs américaines, tandis qu'en ce qui concerne les placements directs, on ne doit tenir compte que d'un faible montant de placements directement effectués par des étrangers aux Etats-Unis. C'est peut-être par le revenu retiré de ces deux classes de placements qu'on peut le mieux juger de leur importance relative: le Département du commerce des Etats-Unis estime les recettes nettes représentant le revenu du «portefeuille» (c'est-à-dire après déduction des revenus payés à l'étranger sur les valeurs américaines) à 24 millions de dollars seulement pour 1936, contre un revenu net des placements directs s'élevant à 295 millions.

Les placements directs sont importants non seulement pour l'Angleterre et les États-Unis, mais aussi pour beaucoup d'autres pays. On peut citer comme exemple les récents placements du Japon au Mandchoukouo qui ont atteint une moyenne annuelle d'environ 250 millions de yen, de 1932 à 1937 et ont pesé lourdement sur la balance des paiements du Japon.

L'importance des placements directs dans les pays étrangers a augmenté pendant toute la période de crise; en fait, la tendance naturelle a été quelque peu accélérée par les restrictions commerciales et autres. Dans bien des cas, lorsque l'importation de certains produits a été interdite ou lorsque les industries nationales ont bénéficié de tarifs de protection, les entreprises étrangères ont, directement ou par l'intermédiaire de sociétés affiliées, construit des usines et fourni l'outillage et l'équipement correspondants nécessaires dans les régions protégées. Ce type de placement procure du travail au profit du pays où il est fait, et des accords ont été généralement conclus, quand il existe des restrictions de change, pour le transfert d'un certain montant minimum de bénéfices. Le surplus des bénéfices est réinvesti dans l'entreprise et le placement augmente par le jeu de sa propre productivité.

Les placements directs par des étrangers et pour compte de portefeuilles étrangers de valeurs mobilières — ce que l'on peut appeler placements en actions (equity investments) — présentent un grand avantage sur les placements en obligations, car, en général, ils alourdissent moins la balance des paiements du pays débiteur. En période de dépression économique, quand les bénéfices des entreprises industrielles ou autres se contractent, le montant à transférer diminue et la balance des paiements est ainsi presque automatiquement allégée. La facilité relative avec laquelle la balance des paiements des Indes Néerlandaises, pays essentiellement producteur de matières premières, s'est adaptée à la crise de 1929 à 1933 est, sans aucun doute, liée au fait que les placements étrangers dans ce pays revêtaient en grande partie la forme d'actions.

Malgré toutes les difficultés qui ont pesé sur les relations internationales pendant ces dernières années, on constate un accroissement des placements directs et du volume du financement commercial. Les affaires se développent ainsi à l'étranger, partout où des occasions se présentent. Il existe un curieux contraste entre le progrès du financement international, de caractère éminemment privé, et le financement intérieur dans les différents pays, qui se fait surtout pour le compte de l'État.

Les nouveaux emprunts extérieurs des collectivités publiques continuent à être peu nombreux, malgré des conversions sur une vaste échelle. Certains des obstacles qui empêchaient, ces dernières années, de procéder à des émissions sur des marchés créanciers importants ont été supprimés. La confiance a toutefois été ébranlée par de nouvelles défaillances, en 1937, vis-à-vis d'accords récem-

ment conclus sur les dettes (comme dans le cas du Brésil) et par la baisse des cotations des obligations étrangères des pays de l'Extrême-Orient et de l'Europe Centrale. Ces ébranlements retardent naturellement une reprise active des émissions étrangères. L'espoir que l'on peut avoir d'une amélioration des conditions qui sont à la base du financement international est intimement lié à une reprise durable du commerce international.

V. TENDANCE DES TAUX D'INTÉRÊT.

La tendance générale des taux d'intérêt à court terme demeure orientée vers la baisse. Au cours de l'année qui vient de s'écouler, les taux d'escompte ont été réduits dans différents pays et, dans les autres, ils sont restés très bas. Dans certains cas, l'existence de taux exceptionnellement bas se prolonge depuis fort longtemps; depuis six ans, par exemple, dans le cas de l'Angleterre. La stabilité de ces taux est d'autant plus intéressante à relever que la situation s'est profondément modifiée depuis leur mise en vigueur. Il n'y a qu'en France où, en 1937, le taux d'escompte ait été un peu plus élevé à la fin de l'année. Dans aucun autre pays le taux d'escompte n'a été modifié plus d'une fois au cours de l'année.

Pendant le premier semestre de 1937, la tendance à la baisse des taux d'intérêt à long terme à Londres et à New-York a subi un arrêt; les cours des fonds d'Etat se sont toutefois légèrement relevés au cours du second semestre. En raison de la situation spéciale de la France, les taux d'intérêt à long terme y restent encore très élevés. Ailleurs, les taux à long terme restent en général stables à des niveaux assez faibles ou continuent à baisser. En Suisse et en Hollande, en particulier, pays où l'on a enregistré un afflux important de capitaux, le mouvement de baisse a été très prononcé.

1. MARCHÉS A COURT TERME.

Le tableau de la page suivante permet d'établir une comparaison entre les taux officiels d'escompte pratiqués par les banques centrales d'Europe à la fin de 1937 et de mars 1938, et ceux des années antérieures.

Sur les vingt-six pays figurant au tableau ci-après, vingt-et-un n'ont pas changé leur taux officiel d'escompte pendant l'année, quatre l'ont réduit et ce n'est que dans un seul, la France, qu'en raison de l'existence d'une situation spéciale, le taux d'escompte s'est trouvé plus élevé en fin d'année. Les réductions en 1937 des taux officiels d'escompte que montre le tableau, ont toutes porté sur des taux qui étaient supérieurs à 4% et ont, en général, reflété une amélioration de la situation extérieure des pays intéressés. Au Portugal, un taux de

Taux d'escompte des banques centrales d'Europe	Minimum 1925—1929	Fin 1935	Fin 1936	Fin 1937	Change-ments en 1937	Fin mars 1938 ^{d)}
1. Taux réduits en 1937						
Dantzig	5½	5	5	4	-1	—
Pologne	8	5	5	4½	-½	—
Albanie	9	7½	7	6	-1	—
Grèce	7½	7	7	6	-1	—
2. Taux demeurés invariables en 1937						
Suisse	3½	2½	1½	1½	—	—
Belgique	4	2	2	2	—	—
Angleterre	4	2	2	2	—	—
Pays-Bas	3½	3½	2	2	—	—
Suède	3½	2½ ^{a)}	2½ ^{a)}	2½ ^{a)}	—	—
Tchécoslovaquie	5	3½	3	3	—	—
Autriche	6	3½	3½	3½	—	(3½) ^{e)}
Danemark	5	3½	4	4	—	4 ^{a)}
Hongrie	6	4	4	4	—	—
Finlande	6	4	4	4	—	—
Allemagne	5	4	4	4	—	—
Norvège	4½	3½	4	4	—	3½ ^{a)}
Estonie	7½	4½ ^{b)}	4½ ^{b)}	4½ ^{b)}	—	—
Italie	5½	5	4½	4½	—	—
Portugal	8	5	4½	4½ ^{a)}	—	—
Roumanie	6	4½	4½	4½	—	—
Lettonie	6 ^{c)}	5½ ^{c)}	5 ^{c)}	5 ^{c)}	—	—
Espagne	5	5	5	5	—	—
Yougoslavie	5½	5	5	5	—	—
Lithuanie	7	6	5½	5½	—	—
Bulgarie	9	6	6	6	—	—
3. Taux relevé en 1937						
France	3½	6	2	3	+1	—

- a) ½% moins élevé pour les réescomptes des banques. d) dans le cas de changements depuis fin 1937.
 b) ½% plus élevé pour les acceptations de banques. e) dernier taux de la Banque Nationale d'Autriche.
 c) ½% plus élevé pour les entreprises privées.

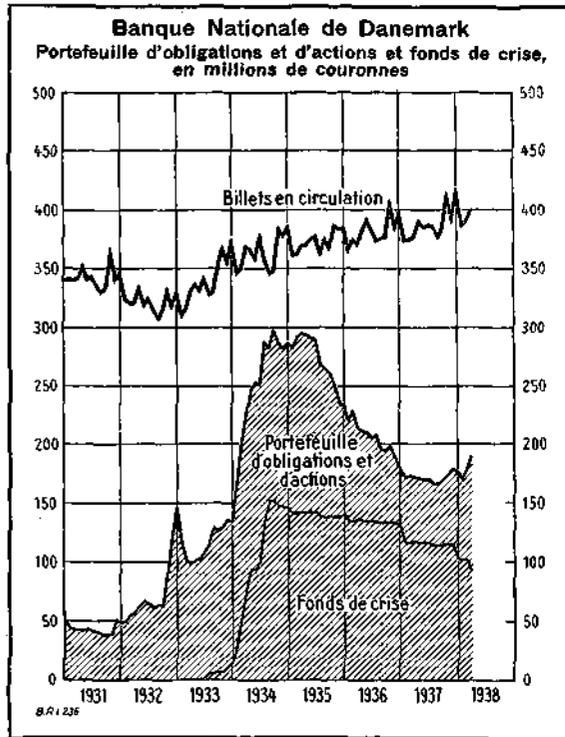
réescompte inférieur de ½% au taux normal d'escompte est pratiqué depuis le mois d'août 1937. Il conviendrait de mentionner, en outre, la réduction de 5½ à 5% du taux des avances sur fonds publics de la Banque Nationale de Roumanie, le taux officiel d'escompte restant fixé à 4½%. De plus, les banques centrales de Danemark et de Norvège, pays dans lesquels la tendance à la baisse des taux avait marqué un temps d'arrêt en 1936, ont bénéficié, en particulier en 1937, d'une amélioration des recettes provenant de la navigation et ont été en mesure d'abaisser, au cours du premier trimestre 1938, le prix des facilités de crédit sur leurs marchés respectifs.

Bien qu'en Norvège, où l'on continue à appliquer une taxe sur les dépôts dont l'assiette est mal calculée, les dépôts dans les caisses d'épargne diminuent ou restent stationnaires, on a constaté une certaine augmentation des dépôts dans les banques commerciales et un raffermissement sur le marché des obligations. Dans ces circonstances, le taux officiel d'escompte, qui avait été relevé de ½% et porté à 4% en décembre 1936, a été diminué dans la même proportion en janvier 1938 et ramené à 3½%. En outre, la Norges Bank a

consenti à réescompter aux banques, à un taux inférieur de $\frac{1}{2}\%$ au taux normal d'escompte, les effets de commerce de bonne qualité endossés par elles (la Suède donne, depuis quelques années, des facilités de cette nature). La Banque Nationale de Danemark, tout en maintenant son taux officiel à 4% , a également mis en pratique, depuis le début de mars 1938, un taux inférieur

de $\frac{1}{2}\%$ au taux ordinaire d'escompte pour les réescomptes des banques. En 1937 déjà, la Banque Nationale avait été en mesure d'atténuer un peu la rigueur de la politique de vente d'obligations qu'elle avait observée au cours des années antérieures, ainsi qu'il ressort du graphique ci-contre. Toutefois, comme les escomptes et avances ont diminué, le volume total du crédit interne consenti par la banque centrale est revenu de 492 millions de couronnes danoises à la fin de 1936 à 449 millions à la fin de 1937.

L'exception à la tendance générale des taux d'intérêt constatée en France reflète l'incertitude qui a pesé sur les marchés français de



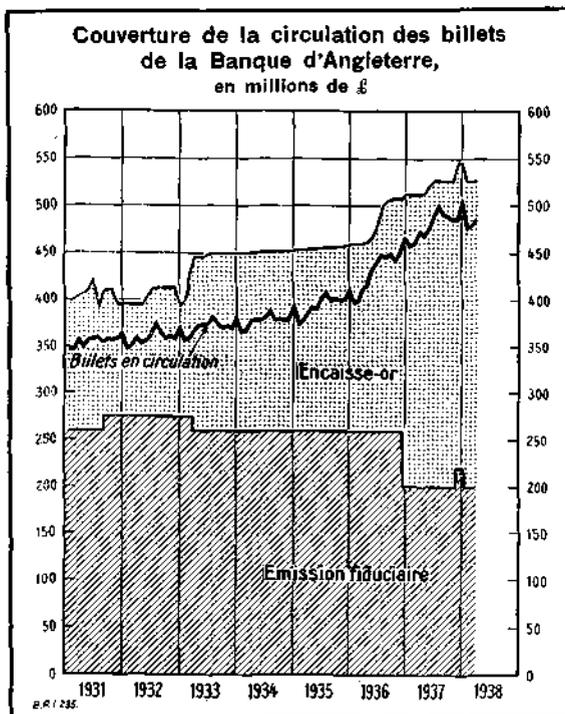
l'argent et des capitaux et qui s'est traduite par des sorties fréquentes de capitaux au moment où il était nécessaire d'émettre d'importants emprunts dans le public pour les armements et à d'autres fins. Dans ces circonstances, le gouvernement a été contraint de recourir à la Banque de France et de lui demander, en 1937, pour plus de 14 milliards de francs français d'avances, chiffre qui reste toutefois inférieur à celui de 1936. (Au cours des trois premiers mois de 1938, il a été emprunté à nouveau 6.500 millions de francs français.) La liquidité du marché ne s'en est pas trouvée accrue, les fonds nouveaux ainsi créés se trouvant drainés par l'exode des capitaux et les exportations d'or qui en résultaient. Malgré la hausse considérable des prix dans le pays, le total des postes du crédit (portefeuille-effets, avances et découverts) des grandes banques parisiennes ne s'est élevé que de 26.250 millions de francs français en décembre 1936 à 27.150 millions un an plus tard; et une augmentation d'environ 1 milliard, pour une année, des prêts de la Banque de France à des emprunteurs autres que le gouvernement n'a pu que très peu contribuer à diminuer la pénurie de crédits privés.

Dans les autres pays mentionnés au tableau ci-dessus, aucun changement n'a été apporté aux taux de l'escompte et des avances pratiqués par les banques centrales. Ce « fait négatif » est en soi d'une certaine importance, étant donnés les mouvements considérables des prix et de l'activité économique intervenus au cours de l'année, ainsi que le plus grand volume du financement gouvernemental dans la plupart des pays. Mais si les taux sont restés stables, les conditions du crédit sur les différents marchés ont révélé d'autres tendances.

Le taux officiel d'escompte de la Banque d'Angleterre est demeuré sans changement à 2%, depuis juin 1932. Les taux du marché se sont maintenus en 1937 à des niveaux extrêmement bas, le taux moyen de l'offre pour bons du Trésor ayant été de 0,56%, contre 0,58% l'année précédente. Le fait que le taux officiel d'escompte n'a pas été appliqué, même lors des liquidations semestrielles révèle une évolution intéressante pour 1937. Pareil fait ne s'était plus produit depuis les premières années après 1870, sauf pendant les années anormales de la guerre 1916—1918. La principale raison pour laquelle le marché s'est abstenu d'emprunter à la Banque a été l'adoption du procédé technique perfectionné qui consiste à offrir des bons du Trésor venant à échéance aux époques auxquelles une tension risquerait sans cela de se produire; la charge a été de la sorte rejetée sur la Trésorerie qui, en juin et en décembre 1937,

a dû emprunter environ 50 millions de livres sterling à la Banque d'Angleterre, par suite de la disparition hors de la circulation des bons du Trésor venant à échéance. La fin de l'année 1937 a également été intéressante, en ce sens que ce fut la seule occasion où la Banque d'Angleterre ait temporairement augmenté son émission fiduciaire pour couvrir un mouvement saisonnier de la circulation des billets: le total de l'émission fiduciaire fut porté de 200 à 220 millions de livres sterling, le 17 novembre 1937, puis ramené à 200 millions le 19 janvier 1938.

Les demandes d'emplois de fonds à court terme se sont forte-



ment accrues ces dernières années. Les dépôts de dix « clearing banks » à Londres, en contre-partie desquels une réserve d'environ 20% est maintenue en avoires à

court terme en plus de 10 % d'encaisse, ont passé de 1.840 millions de livres sterling en décembre 1929 à 2.270 millions en décembre 1937. De plus, le montant des «fonds étrangers» (outside money), c'est-à-dire surtout les fonds disponibles des banques étrangères à Londres, a considérablement augmenté au cours des quelques dernières années et atteint maintenant un niveau très élevé. Les fonds à court terme des banques trouvent principalement à s'employer en bons du Trésor et en acceptations de banques. Ces dernières ont diminué surtout en raison du fait que l'on applique des méthodes différentes au financement du commerce mondial; on estime que le total en circulation en a été ramené de plus de 300 millions de livres sterling en 1929 à moins de la moitié de ce montant en 1937 et, bien que les relevés officiels indiquent que le total de tous les bons du Trésor en circulation n'a pas varié considérablement, une analyse de sa composition montre qu'il y a eu une réelle contraction.

Grande-Bretagne — Composition des bons du Trésor en circulation.

au 31 décembre (en millions de livres sterling)	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936	1937
Total des bons du Trésor	780	690	665	928	939	900	866	766	890
Moins les bons émis pour le compte du:									
Déficit budgétaire courant*	170	181	204	205	98	110	114	139	173
Fonds d'égalisation des changes	—	—	—	150	350	350	350	350	550
Reste: autres bons du Trésor en circulation	610	509	461	573	491	440	402	277	167
Augmentation (+) ou diminution (—) annuelle des autres bons du Trésor en circulation	- 40	-101	- 48	+112	- 82	- 51	- 38	-125	-110

* Y compris le Nouveau Fonds d'amortissement 1929—1932.

L'émission des bons du Trésor pour couvrir le déficit budgétaire courant provient de la concentration des recettes d'impôts directs dans la période de janvier à mars (trois derniers mois de l'exercice budgétaire), ce qui nécessite des emprunts temporaires dans les mois précédents. Si l'on déduit du total des bons du Trésor en circulation ceux qui ont été émis pour couvrir le déficit courant et ceux qui ont été remis au Fonds d'égalisation des changes, le reste représente, compte non tenu des variations dues à d'autres formes d'emprunt temporaire, telles que les avances «voies et moyens», et à d'autres éléments de moindre importance, le reliquat non encore consolidé des déficits budgétaires

antérieurs, dont la majeure partie date de la période de la guerre. Par suite de la compression persistante que montre le tableau ci-dessus, le total des « autres » bons du Trésor en circulation a diminué de 443 millions de livres sterling de 1929 à 1937. La diminution a été de 235 millions de livres sterling pendant les seules années 1936 et 1937, principalement à la suite de l'émission de deux emprunts d'Etat de 100 millions de livres chacun, l'emprunt de consolidation 2³/₄ % de novembre 1936 et celui des bons 2¹/₂ % de la Défense Nationale d'avril 1937. Le premier de ces emprunts a été un véritable emprunt de consolidation; le second a été émis en vue du réarmement dont il anticipait les dépenses, de sorte qu'il a eu pour premier résultat de réduire le montant des bons du Trésor en circulation (un mouvement inverse se produit au fur et à mesure que les fonds sont dépensés).

Ainsi, malgré la remise de 550 millions de livres sterling au Fonds d'égalisation des changes, le total des bons du Trésor en circulation ne s'est accru que de 110 millions au cours de cette période de huit années. La quantité des bons sur le marché n'a pas, en fait, augmenté d'autant, quelques-uns des bons du Fonds d'égalisation des changes restant non utilisés à ce Fonds. Le total de l'émission des effets du Trésor sous forme de soumission n'est passé que de 573 millions de livres sterling en décembre 1929 à 620 millions en décembre 1937. Une évaluation approchée permettrait sans doute de dire que le total global des acceptations de banques et des bons du Trésor, utilisables par le marché, a été ramené de 900 millions de livres sterling en 1929 à probablement 750 millions en 1937.

La disette des placements bancaires à court terme sur le marché de Londres est donc due à la raréfaction des effets (conséquence surtout de la rareté des acceptations et de la politique à longue échéance de consolidation de la dette flottante poursuivie par le Gouvernement) et à l'accroissement du volume des fonds disponibles et pouvant être investis en placements de cette nature. Ces conditions n'ont pas été sans exercer une influence sur les « clearing banks », ainsi qu'il ressort du tableau ci-dessous, qui donne les mouvements des principaux postes de leurs bilans.

« Clearing Banks » de Londres — (en millions de livres sterling):

Nombre de banques	Fin d'année	Total des dépôts	Encaisse, fonds à vue et effets escomptés	Avances	Placements
10	1935	+ 108	+ 60	+ 24	+ 18
10	1936	+ 150	+ 38	+ 72	+ 29
11	1937	+ 20	- 50	+ 95	- 24

Malgré la rapide augmentation des avances (qui s'inscrivent à leur niveau le plus élevé depuis le milieu de 1930), le relèvement persistant du total des dépôts des banques s'est ralenti et les placements font ressortir, pour la première fois depuis 1931, une diminution (peut-être due, en partie tout au moins, à des amortissements). La concurrence entre banques pour attirer les dépôts s'est faite beaucoup plus âpre pendant l'année, et l'une des « big five » enregistre pour sa part plus de la moitié de l'augmentation indiquée ci-dessus pour 1937, tandis que quatre des onze « clearing banks » annoncent à leur bilan annuel des diminutions de dépôts. Au début de 1938, la Banque d'Angleterre a augmenté son portefeuille de fonds d'Etat. Ce facteur, joint à d'autres, a relevé de 20 millions de livres sterling la moyenne pour le premier trimestre de 1938 des réserves des banques à la Banque d'Angleterre, par rapport à la période correspondante de 1937. Le total des actifs des « clearing banks » ne s'étant pas accru, ce changement ne s'est traduit que par une augmentation du pourcentage de liquidité.

En dehors de l'Angleterre, parmi les pays d'Europe où les taux officiels et les taux sur le marché sont les plus bas figurent la Suisse avec un taux officiel d'escompte de $1\frac{1}{2}\%$, les Pays-Bas et la Belgique avec des taux de 2% et la Suède avec un taux d'escompte de $2\frac{1}{2}\%$, ainsi qu'un taux de réescompte pour les banques de 2% seulement. Aux Pays-Bas, le taux du marché pour les acceptations de banques à échéance de trois mois est de $\frac{1}{8}\%$ à $\frac{1}{4}\%$ et en Suisse de 1% . En Belgique, le papier commercial à échéance de un à trois mois s'est raffermi à $1,7\%$ à la fin de l'année, après avoir été de 1% jusqu'en septembre, le relèvement reflétant un resserrement du marché qui s'est continué pendant le premier trimestre de 1938. Les paiements de fin d'année ont pu être aisément effectués grâce au rapatriement de capitaux provoqué par la liquidation de contrats de change à terme. En Suède, où il n'existe pas de marché de l'argent en dehors des banques, le taux du papier commercial à échéance de trois mois est de $2\frac{1}{2}\%$, mais il y a quelques années, quand on procéda à des émissions spéciales de bons du Trésor, on pratiqua des taux inférieurs à $\frac{1}{2}\%$.

L'accroissement de la liquidité sur les marchés hollandais et suisse a été essentiellement le résultat d'un considérable afflux de capitaux, constitué en partie par des fonds propres antérieurement détenus à l'étranger et en partie par des fonds étrangers. Il semblerait, d'autre part, qu'il n'y ait que très peu de fonds étrangers en Belgique, les mouvements qui se sont produits ces dernières années s'étant en grande partie neutralisés. En Suède, enfin, l'augmentation du stock d'or et de devises de la banque centrale provient principalement d'un excédent substantiel des postes courants de la balance des paiements. Le Fonds d'égalisation des changes, en vendant des titres d'Etat, a neutralisé dans une certaine mesure ce mouvement aux Pays-Bas, mais cela

n'a touché qu'une faible partie des capitaux immigrants — il n'existe de mécanisme de compensation dans aucun des trois autres pays. Dans ces circonstances, l'afflux des capitaux se traduit directement par un accroissement des dépôts des banques commerciales et de leurs réserves liquides auprès de la banque centrale, de sorte que cette dernière n'est en mesure de neutraliser l'afflux en question qu'en tant qu'elle peut réduire le volume existant de son propre crédit à l'intérieur du pays. Le tableau suivant montre, par comparaison avec 1929, l'augmentation du montant des billets et autres engagements à vue en circulation, ainsi que les changements dans le montant du crédit intérieur consenti dans ces quatre pays.

Certains postes des situations de banques centrales :

En millions d'unités monétaires nationales	En fin d'année			
	1929	1935	1936	1937
Nederlandsche Bank				
Billets en circulation	851	809	792	868
Autres engagements à vue	34	51	310	755
Crédit intérieur	208	212	383	258
Banque Nationale Suisse				
Billets en circulation	999	1.366	1.482	1.531
Autres engagements à vue	200	401	1.363	1.716
Crédit intérieur	270	452	125	96
Sveriges Riksbank				
Billets en circulation	569	786	893	980
Autres engagements à vue	274	384	594	780
Crédit intérieur	434	83	83	59
Banque Nationale de Belgique				
Billets en circulation	13.437	20.637	22.452	21.460
Autres engagements à vue	1.075	4.897*	4.651	3.739
Crédit intérieur	**	**	3.331	3.279

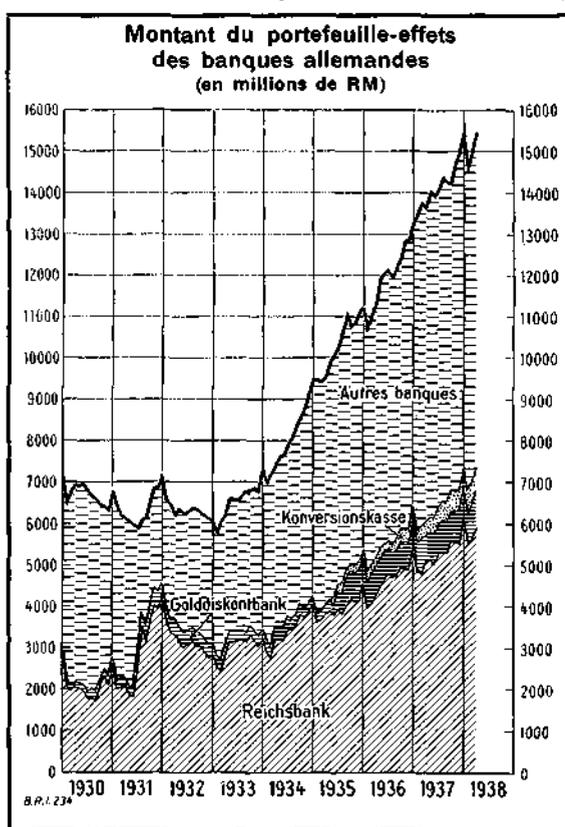
* Le 28 mars 1935, c'est-à-dire juste avant la dévaluation du franc belge, le total des autres engagements à vue ne s'élevait qu'à 1.055 millions de francs belges, soit à peu près au même chiffre qu'à la fin de 1929.

** Les situations publiées pour 1929 et 1935 ne permettent pas d'obtenir par calcul des chiffres comparables.

La masse des «autres engagements à vue» représente, dans chaque cas, les réserves liquides des banques commerciales; en Suède et en Suisse, la réduction du montant du crédit intérieur semble atteindre les limites extrêmes de la compression; quant au volume du crédit intérieur de la Nederlandsche Bank, les chiffres de 1935 à 1937 sont gonflés par l'inclusion d'un prêt aux Indes Néerlandaises (66 millions de florins à la fin de 1937) et de quelques autres postes qui ne représentent pas réellement un apport de crédit au marché.

Dans ces quatre pays, l'autorisation de procéder à des opérations sur le marché libre ne revêt actuellement qu'une valeur minime; ce qui serait en effet nécessaire serait une réduction dans le volume du crédit de la banque centrale et aucune de ces banques centrales n'a d'importants paquets de titres d'Etat à vendre sur le marché. Des pouvoirs de contrôle plus étendus ont été dernièrement conférés à la Sveriges Riksbank, mais celle-ci n'en a pas encore fait usage. La Sveriges Riksbank est, tout d'abord, autorisée à bonifier des intérêts sur tous ses dépôts (autrefois, elle ne le pouvait que pour les dépôts à terme) et ceci pourrait servir à attirer à la banque centrale les fonds actuellement sur le marché. De plus, la Riksbank peut imposer aux banques commerciales l'obligation de porter leurs réserves en « cash » à 25 % de leurs engagements à vue. Dans chacun des quatre pays en question, les banques commerciales ont relativement peu d'occasions de consentir des crédits; les entreprises industrielles et commerciales ne demandent pas d'avances, et les banques hésitent beaucoup à développer leurs autres placements. Les énormes disponibilités qu'elles ont accumulées auprès des banques centrales restent donc presque entièrement inutilisées.

Alors qu'en Allemagne, le taux officiel d'escompte s'est maintenu sans changement à 4 %, depuis la réduction en septembre 1932, le taux du marché pour



l'argent à vue a baissé, le taux moyen ayant été en 1936 de 3 % et, en 1937, légèrement supérieur à 2³/₄ %; en avril 1937, le taux est tombé temporairement à moins de 2 %, niveau le plus bas depuis 1914. Le montant global du portefeuille-effets de la Reichsbank et des institutions ayant une activité connexe est passé de 3 milliards de reichsmarks au début de 1933 à environ 7.500 millions à la fin de 1937, tandis que le réescompte, que montrent les engagements par endos des banques commerciales, a fortement diminué. Comme le montant total des effets détenus dans le système bancaire est passé pendant la même période de 6 à plus de 15 milliards de reichsmarks, la quote-part de la Reichs-

bank et des institutions ayant une activité connexe dans ce total est donc restée aux environs de 50 %. Dans ces statistiques, comme dans le graphique, les « Solawechsel » émis par la Golddiskontbank ont été retranchés du montant des effets détenus par cette banque, afin d'éviter d'en tenir compte deux fois. Ces effets à une seule signature sont émis par la Golddiskontbank, qui les cède principalement aux banques commerciales afin d'absorber leurs liquidités et rachète, avec le produit, des effets du portefeuille de la Reichsbank; elle utilise donc le plus possible les disponibilités du marché. La Golddiskontbank pratique ainsi, par une voie détournée, une politique de marché libre pour le compte de la Reichs-

bank, et le montant des « Solawechsel » en circulation est le baromètre le plus sûr de la situation sur le marché de Berlin.

Le volume des « Solawechsel » en circulation augmente en même temps que la liquidité du marché; les diminutions sont étroitement liées aux émissions des emprunts de consolidation du Reich qui, au cours des trois dernières années, se sont élevés à environ 9.500 millions de reichsmarks.

Deutsche Golddiskontbank Solawechsel	1935	1936	1937	1938
	en millions de reichsmarks			
Janvier	—	629	700	498
Février	—	716	1.185	561
Mars	—	750	1.082	767
Avril	—	862	1.240	
Mai	202	655	1.141	
Juin	358	716	993	
Juillet	546	396	906	
Août	651	71	622	
Septembre	495	30	512	
Octobre	492	406	604	
Novembre	701	463	951	
Décembre	701	400	763	

On constate quelques changements fondamentaux dans la structure du marché de l'argent à Berlin, en particulier depuis 1933, les effets à court terme étant devenus de plus en plus le moyen-type de crédit, les prêts et avances des banques se réduisant très nettement. Ce fait est illustré par le mouvement des principaux postes des situations publiées par les grandes banques de Berlin.

Grandes banques de Berlin	1928	1932	1936	1937
	Chiffres de fin d'année, en millions de reichsmarks			
Total du bilan	12.298	8.803	7.653	8.071
Encaisse	422	254	257	256
Effets et chèques	2.579	1.221	2.069	2.620
Bons du Trésor, etc.	152	479	442	407
Titres	285	791	996	998
Avances et prêts	4.910	4.382	3.132	3.012
Crédits de remboursement	1.419	901	193	190
Dépôts (total)	10.654	7.326	6.342	6.781

La réduction du total général du bilan de plus de 12 milliards de reichsmarks en 1928 à 8 milliards en 1937 est due, en grande partie, à l'élimination graduelle des postes étrangers. Si l'on tient compte de la baisse des prix depuis 1928, il semble probable que la différence entre les crédits intérieurs consentis autrefois et maintenant n'est pas aussi grande qu'elle pourrait le paraître à première vue. Le portefeuille-effets des grandes banques de Berlin a plus que doublé depuis 1933, tandis que le portefeuille-effets de l'ensemble du système bancaire a presque triplé, l'augmentation dans les banques provinciales, les banques d'Etat et les Chambres de Compensation (Girozentralen) ayant été proportionnellement plus forte. En 1936, le volume des effets à échéance supérieure aux trois mois normaux s'est accru: les effets de ce type détenus par les cinq grandes banques de Berlin, qui représentaient 5 % du total de leur portefeuille-effets à la fin de 1935, en constituent 32 % à la fin de 1936. Vers la fin de 1937, ce chiffre était retombé à 24 % — le volume absolu du portefeuille-effets à plus longue échéance avait en effet légèrement diminué, tandis que le total du portefeuille-effets s'accroissait de 27½ %.

En Italie, le taux d'escompte officiel est resté sans changement à 4½ %, mais une certaine tension s'est manifestée sur le marché libre, ainsi qu'en témoigne l'augmentation, de 4½-5 % en juin à 5-5½ % en juillet 1937, du taux d'escompte privé à Milan pour les effets de commerce à 4 mois. On a enregistré une plus forte demande de crédit de la part du commerce et de l'industrie en général, le montant total des avances consenties par les banques, principalement pour les fins industrielles et commerciales, étant passé de 27.100 millions de lire en août 1936 à 29.800 millions en juin 1937. D'autre part, les dépôts d'épargne dans les établissements de crédit sont passés de 68.900 millions de lire à la fin de 1936 à 72.100 millions à la fin de 1937, l'augmentation nette pendant l'année étant ainsi de 3.200 millions, alors qu'elle avait été de 7.400 millions pendant 1936. Le Rapport annuel de la Banque d'Italie pour 1937 explique que «dans les conditions qui ont prévalu pendant l'année, les capitaux qui, pendant la crise, tendaient à grossir les dépôts des banques, se sont orientés vers les placements industriels et les fonds d'Etat. En fait, en 1937, quoique l'augmentation des dépôts ait été moins marquée que l'année précédente, les émissions privées ont augmenté et, en même temps, l'Etat a placé sur le marché un montant important de bons du Trésor». Les capitaux que le gouvernement s'est procurés de la sorte, aussi bien que par d'autres procédés, ont permis à la Banque d'Italie de réduire le montant de ses avances à l'Etat, qui sont revenues de deux à un milliard de lire pendant l'année 1937.

Dans les autres pays d'Europe, la situation du marché est également restée relativement aisée. Le taux d'escompte en Finlande, par exemple, fixé à 4 %, ne permet pas de se faire une idée exacte de la situation sur le marché;

on peut mieux s'en rendre compte si l'on considère que, pendant quatre ans et demi, aucune opération de réescompte n'a été effectuée en faveur des banques commerciales, et ce, dans un pays où il est normal que les banques soient toujours débitrices envers l'institut central (parfois même de sommes très importantes, en raison des mouvements saisonniers du commerce).

Hors d'Europe, également, les taux d'intérêt à court terme ont été maintenus à des niveaux exceptionnellement bas. Ainsi que nous le disions dans notre dernier Rapport annuel, aucune des nouvelles banques centrales dans les pays d'outre-mer, c'est-à-dire au Canada, en Nouvelle-Zélande, dans l'Inde et en Argentine, n'avait alors réescompté d'effets à ses « member banks »; ceci reste également vrai pour 1937.

Aux Etats-Unis, les taux d'escompte des Banques de Réserve Fédérale d'Atlanta et de Chicago ont été réduits, le 21 août 1937, de 2 à 1½% et celui de la Banque de Réserve de New York, une semaine plus tard, de 1½ à 1%. Bien que ce dernier taux soit le plus bas qui ait jamais été coté par une banque centrale, la réduction en question a revêtu une importance relativement faible, le taux pratiqué par la Banque de Réserve de New York pour l'achat des acceptations de banque à 90 jours, qui se rapproche le plus du taux officiel d'escompte en Europe, étant resté sans changement à ½%, niveau auquel il avait été ramené en octobre 1933. On espérait toutefois que lorsque les Banques de Réserve auraient abaissé leurs taux d'escompte, les « member banks », si cela était nécessaire, préféreraient s'adresser à elles plutôt que de vendre des valeurs mobilières. Pour comprendre la signification plus profonde des changements dans les taux d'escompte des divers districts de Réserve Fédérale en 1937 (le 4 septembre, les taux, dans tous les districts à l'exception de New-York, étaient descendus à 1½%), il est nécessaire d'examiner l'évolution de la situation à New-York. Les banques commerciales de cette place réagissent beaucoup plus rapidement que les banques de l'intérieur du pays à l'influence de la politique de la Réserve Fédérale (modification du taux d'escompte, des réserves obligatoires et opérations sur marché libre), ainsi qu'aux mouvements d'or et aux opérations du Trésor Fédéral. Pendant un certain nombre d'années, les mouvements complexes des capitaux à destination et en provenance de New-York (que l'on peut considérer comme les postes correspondants de la balance des paiements de New-York pris comme centre indépendant) a été constamment favorable pour New-York. Ainsi, de 1934 à 1936, les banques de New-York ont constamment renforcé leurs réserves en raison des importations d'or. Pendant la même période, les opérations du Trésor Fédéral ont provoqué des retraits importants de capitaux de New-York; en particulier, les fonds que le gouvernement s'est procurés à New-York par la vente de titres d'Etat à l'effet de couvrir le déficit budgétaire ont été dépensés par lui principalement dans les

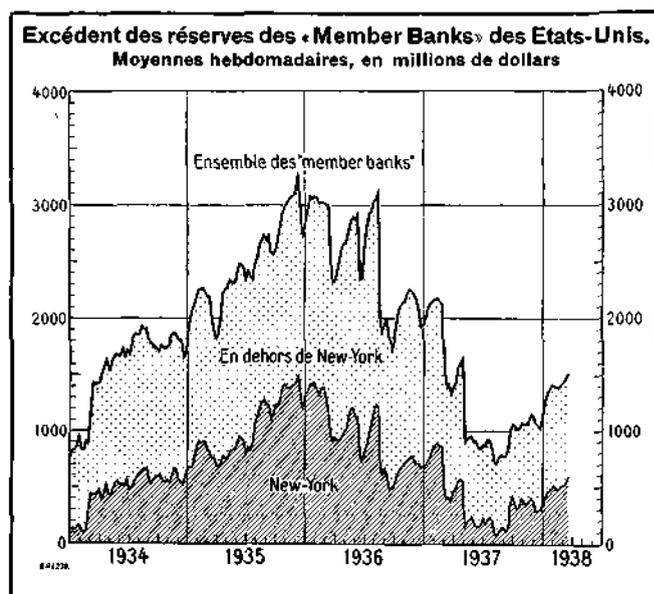
autres parties du pays, de sorte que les réserves ont été transférées de New-York aux banques extérieures. Mais ce mouvement a été partiellement neutralisé par les banques de la province, qui ont à nouveau déposé le surplus de leurs disponibilités auprès de leurs correspondants à New-York. De 1934 à 1936, le solde des trois facteurs que nous venons de mentionner a constamment tendu à accroître les réserves des banques de New-York. En 1937 toutefois, en raison de diverses circonstances, cette situation favorable de la balance des paiements de New-York s'est renversée et un important déficit est apparu dans le premier semestre de l'année.

La politique de stérilisation de l'or au compte inactif créé par le Trésor en décembre 1936 a renversé l'effet des importations d'or sur les réserves des banques de New-York; l'afflux d'or a bien continué à accroître d'une façon correspondante les dépôts dans les banques, mais sans amener une augmentation de leurs réserves disponibles, de sorte que les importations d'or ont contribué à réduire en fait les pourcentages de liquidité. De plus, le renforcement des réserves obligatoires de toutes les «member banks», complété par la mesure qui a doublé les obligations primitives à partir du 1^{er} mai 1937, a exercé une double influence sur les banques de New-York. Il a tout d'abord provoqué un retrait important des excédents de réserve antérieurement déposés à New-York par les banques provinciales (pendant le premier semestre de 1937, New-York a perdu près de 500 millions de dollars de ces dépôts entre banques). D'autre part, l'effet immédiat a été plus grand sur les banques de New-York que sur celles des autres parties du pays, parce que leurs dépôts à vue, pour lesquels une réserve de 26 % était obligatoire, sont plus de dix fois supérieurs à leurs dépôts à terme, pour lesquels il n'est partout exigé qu'une couverture de 6 %; dans les autres grands centres (Chicago et autres villes, sièges de banques de Réserve), les dépôts à vue sont seulement le double des dépôts à terme, dont le volume dépasse même, en province, celui des dépôts à vue:

Dépôts des « member banks » des Etats-Unis et réserves acquises Décembre 1937	Dépôts			Réserves obligatoires
	à vue nets	à terme	Total	
	en millions de dollars			
New-York	8.866	770	9.636	2.351
Chicago et autres villes . . .	10.062	4.974	15.036	2.425
Banques provinciales	4.932	5.696	10.628	1.032
Total	23.860	11.440	35.300	5.808

Comme les banques de New-York ne conservent pas, en dépôt chez leurs correspondants, des soldes importants, elles doivent, pour répondre aux

demandes de retraits de capitaux, prélever sur leurs propres réserves, liquider leurs actifs ou emprunter. Elles ont recouru à ces trois procédés pendant le premier semestre de 1937. En mai, juin et juillet, des banques furent forcées, individuellement, d'emprunter des fonds fédéraux et, vers le milieu du mois d'août, la situation devint particulièrement tendue, les réserves de toutes les



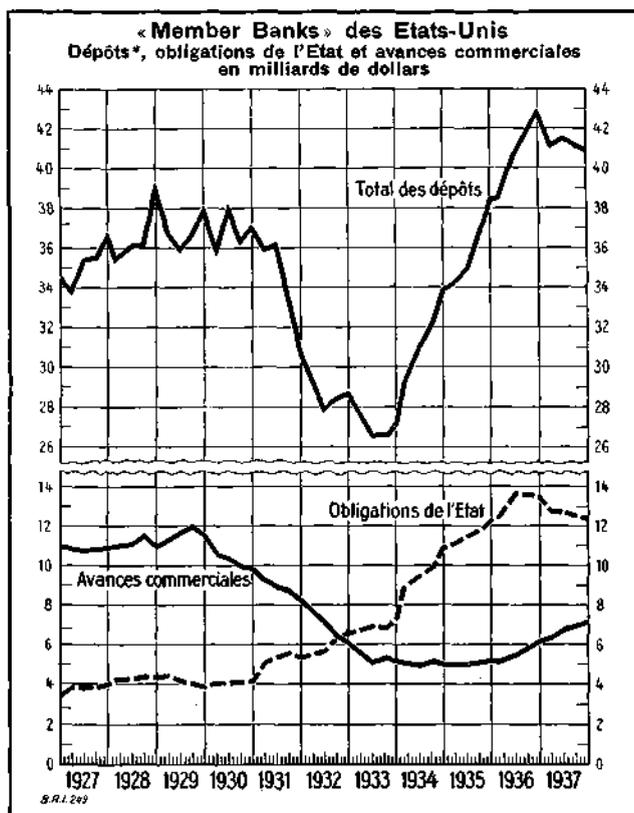
banques de New-York dépassant de moins de 3% le pourcentage obligatoire (contre 40% tout au début de l'année). Cependant, ces banques continuaient à liquider leurs placements comme elles l'avaient plus ou moins fait depuis le milieu de 1936 et, en septembre 1937, leurs avoirs en titres d'Etat étaient tombés à moins de 2.800 millions de dollars, niveau le plus bas enregistré depuis le milieu de 1934.

C'est de divers côtés que vint à New-York, au cours du second semestre de l'année, un allègement à la situation. Le Trésor Fédéral cessa d'emprunter pour se procurer des fonds nouveaux dès que le solde du déficit budgétaire fut couvert, en grande partie par l'accumulation de dotations au Fonds de prévoyance pour les pensions de vieillesse, et au Fonds de trust pour secours de chômage (voir tableau p. 109). En outre, on essaya de parer au reflux de capitaux de New-York vers l'intérieur du pays à l'automne, pour financer les récoltes. Ce fut là la principale raison de la réduction des taux d'escompte des Banques de Réserve Fédérale d'Atlanta et de Chicago, l'explication en étant d'ailleurs donnée sous la forme suivante par le Conseil des Gouverneurs: «... La réduction des taux d'escompte dans les deux grands districts agricoles d'Atlanta et de Chicago doit inciter les «member banks» à utiliser le crédit dont elles disposent directement dans ces districts de manière à satisfaire les demandes des banques provoquées par les mouvements saisonniers agricoles et les besoins des affaires...».

C'est un rôle toutefois plus important qu'a joué la déstérilisation de l'or en septembre 1937, qui s'est élevée à 300 millions de dollars, proportion correspondant approximativement aux besoins liquides des banques destinés à faire face à l'accroissement de dépôts résultant du versement de l'or importé au «fonds

inactif» et de l'achat par les banques de réserve, en novembre 1937, de 38 millions de dollars de titres d'Etat. Elles en avaient acheté 95 millions antérieurement, en 1937, pendant la période de transition qui avait précédé le relèvement des réserves obligatoires. Comparée à l'énorme quantité d'or stérilisé, à l'énorme contraction consécutive à la réduction de 3 milliards de dollars des excédents de réserve et au versement de 1.400 millions au «fonds inactif», la remise en circulation, décidée à l'automne de 1937, de 10% seulement du montant antérieurement neutralisé semble très modérée.

En octobre, une détente très nette s'est fait sentir et les excédents de réserves des banques de New-York passèrent à 400 millions de dollars. Le fléchissement des affaires provoqua un reflux de fonds et une diminution des prêts au commerce, en conséquence probablement de la diminution graduelle des commandes commerciales; d'autre part, la baisse des valeurs en Bourse provoqua le remboursement des emprunts contractés par les «brokers». Une certaine quantité des disponibilités des banques provinciales revint à New-York et, en novembre, les portefeuilles-titres des banques de New-York se gonflèrent considérablement après la longue période de liquidation.



*) C'est-à-dire montants bruts des dépôts. Le total indiqué dans le tableau de la page 101 est inférieur parce que les réserves obligatoires sont calculées séparément sur les dépôts nets à vue et sur les dépôts à terme.

En février 1938, la décision de déstériliser l'or reçu, à concurrence d'un maximum de 100 millions de dollars par trimestre, constitua une nouvelle mesure dans le sens d'une détente dans la situation du crédit. Par la nouvelle décision en avril 1938, à laquelle nous avons fait allusion à la p. 67, la politique de stérilisation fut entièrement abandonnée et le minimum légal des réserves obligatoires des «member banks» fut réduit. Les excédents de réserves de toutes les «member banks» passèrent immédiatement à 2.500 millions de dollars à la mi-avril 1938, et on estime qu'elles atteindront 3.800 millions, montant très supérieur au

niveau le plus élevé de 1935/36, lorsque la stérilisation sera complètement effective.

Afin d'examiner le programme d'expansion maintenant adopté, il convient de le comparer aux développements de 1937, période pendant laquelle le total des dépôts des «member banks» (non compris les dépôts entre banques) diminua légèrement après l'augmentation rapide des trois années précédentes. L'arrêt dans l'accroissement des dépôts bancaires qui se produisit alors résulta surtout d'une diminution (la première depuis 1929) de 1.850 millions de dollars dans le volume total des titres d'Etat et autres détenus par toutes les «member banks»; les achats de valeurs d'Etat avaient été, pendant les trois années précédentes, la cause principale de l'augmentation rapide des dépôts.

Les taux d'intérêt sur le marché libre ont accusé une légère tension en 1937, en particulier pendant la première partie de l'année, mais ils n'en sont pas moins demeurés très bas:

Taux sur le marché libre à New-York.

Moyenne annuelle en %	Papier commercial de 4 à 6 mois	Acceptations de banques à 90 jours	Argent à vue en Bourse
1935	0,76	0,13	0,56
1936	0,75	0,15	0,91
1937	0,95	0,43	1,00

Une des raisons pour lesquelles ces niveaux sont restés très bas est la rareté des offres de papier comparativement à l'augmentation du volume des fonds en quête d'emplois à court terme.

Le tableau suivant montre l'ensemble des emplois à court terme offerts à ces fonds:

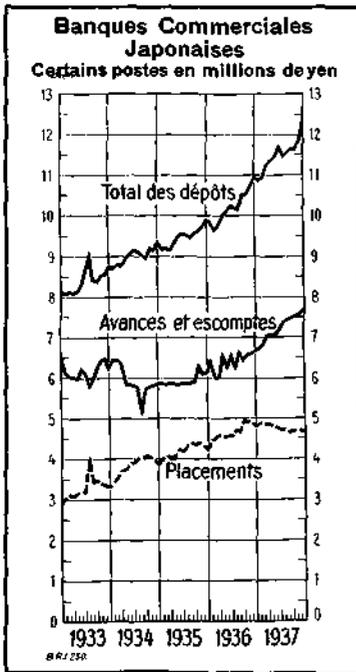
Etats-Unis — Emploi des fonds à court terme.

En fin d'année, en millions de dollars	1928	1937
Billets («notes») du Gouvernement des Etats-Unis	2.817	10.547
Certificats	2.045	—
Bons («bills»)	—	1.952
Total	4.862	12.499
Papier commercial	383	279
Acceptations de banques	1.284	343
Argent à vue en bourse	6.440	688
Total général	12.969	13.809

En fait, le total s'est augmenté légèrement (passant de 13 à 13,8 milliards de dollars environ), mais sa composition s'est beaucoup modifiée, le papier d'Etat tenant maintenant la première place, tandis que l'argent à vue en bourse est revenu à un peu plus de $\frac{1}{10}$ de son ancien volume.

La situation du crédit au Japon s'est trouvée placée, ces dernières années, comme dans plusieurs autres pays, sous le signe des emprunts du gouvernement destinés à couvrir le déficit budgétaire, emprunts en majeure partie ab-

sorbés par les banques. Par suite de l'activité plus grande de l'industrie et de la hausse des prix en 1936, les banques ont accru d'une manière très sensible leurs prêts, industriels et d'autre nature, réduisant par la suite leurs actifs en titres d'Etat. Un graphique indique les changements intervenus dans les bilans combinés des banques commerciales japonaises.



C'est au milieu de 1937 qu'est survenu dans le Nord de la Chine l'incident qui devait provoquer l'ouverture des hostilités. Lorsqu'un peu plus tard le Gouvernement japonais fit connaître son programme budgétaire, celui-ci comprenait d'importants crédits destinés aux dépenses militaires qui devaient être couvertes par l'émission de bons. La période qui suivit fut marquée par une tension sur le marché, et le taux des prêts au jour le jour se releva rapidement. La Banque du Japon, d'accord avec le gouvernement, prit alors une série de mesures d'urgence. Elle ramena le taux pour les avances et l'escompte comportant une garantie de titres d'Etat à 3,29 %, soit au niveau du taux officiel pour le réescompte des effets de commerce qui, lui, resta sans changement. Comme les banques de Tokio préfèrent emprunter de cette façon plutôt que par voie de réescompte, cette mesure eut à peu

près le même effet qu'une réduction du taux officiel d'escompte et facilita l'absorption des nouveaux emprunts d'Etat. En août, la banque acheta un certain nombre de titres d'Etat sur le marché libre et fit, en outre, des avances par l'intermédiaire de la Banque Industrielle du Japon. Le 25 août, le stock d'or fut réévalué et une partie du bénéfice de cette opération servit à souscrire à des emprunts d'Etat. A la

Banque du Japon — Taux d'avances et d'escomptes

Dates des changements	Réescompte d'effets de commerce	Avances et escomptes sur titres d'Etat	Avances et escomptes sur d'autres titres
1931, 5 novembre . . .	6,57	6,94	7,30
1932, 12 mars . . .	5,84	6,21	6,57
8 juin . . .	5,11	5,48	5,84
18 août . . .	4,38	4,75	5,11
1933, 3 juillet . . .	3,65	4,02	4,38
1936, 7 ^e avril . . .	3,29	3,65	4,02
1937, 15 juillet . . .	3,29	3,29	4,02
1938, 12 mars . . .	3,29	3,29	3,46

suite de ces mesures, l'aisance revint en septembre sur le marché, et en octobre les taux pour l'argent au jour le jour étaient tombés au niveau le plus bas depuis plus de quatre ans. En mars 1938, le taux de la Banque du Japon pour les avances et escomptes comportant garantie de valeurs autres que des titres d'Etat fut également abaissé.

En Chine, on a eu recours dès août 1937, après l'ouverture des hostilités, à des formules de restriction dans le domaine bancaire, d'abord à Shanghai, puis plus tard dans les autres centres. Après les «vacances bancaires», pendant lesquelles toutes les banques furent fermées, les retraits furent limités à une petite proportion du montant des dépôts. Les fonds liquides se trouvèrent ainsi en grande partie immobilisés, d'où création d'une tension artificielle. Les opérations impliquant transfert de propriété des dépôts furent autorisées, de sorte qu'il existait au même moment deux types de moyens de paiement: les billets des banques placées sous le contrôle de l'Etat, pouvant servir à toutes fins, et la monnaie de «clearing», ou soldes en banques, comportant utilisation réduite (que l'on désigne par son nom chinois de «wei-wah»). Quoique ces mesures aient été, pour ce qui subsistait d'activité économique dans les régions où sévissait la guerre, à l'origine de sérieuses difficultés (la monnaie de «clearing» faisant en particulier ressortir une perte), elles ont été utiles en permettant de contribuer à prendre les autres mesures nécessaires pour protéger le cours du dollar chinois.

La guerre, qui a pris en Orient une vaste envergure, a eu, dans l'ensemble, sur les systèmes de crédit des deux pays intéressés moins d'effet qu'on n'en pouvait attendre. Au point de vue du crédit, dans cette partie du monde comme ailleurs, l'année 1937 est surtout véritablement remarquable par son absence d'événements. Lors des années antérieures, la reprise atteignait son point culminant avec le «boom» du printemps suivi, en été, d'une période d'incertitude et d'un recul en hiver; or, pendant toute cette période, un grand nombre de

Taux d'escompte de banques centrales.

Pays	Taux officiel d'escompte	Dernier changement	Nombre de mois depuis le dernier changement (jusqu'en mars 1938)
Angleterre	2	Juin 1932	69
Allemagne	4	Sept. 1932	66
Suède	2½	Déc. 1933	52
Finlande	4	Déc. 1934	40
Roumanie	4½	Déc. 1934	40
Yougoslavie	5	Fév. 1935	38

taux officiels d'escompte (et même de taux sur le marché) n'ont pas manifesté la moindre réaction aux changements intervenus dans la situation des affaires. Le tableau ci-contre donne quelques exemples de l'immuabilité du taux officiel d'escompte de certaines banques centrales.

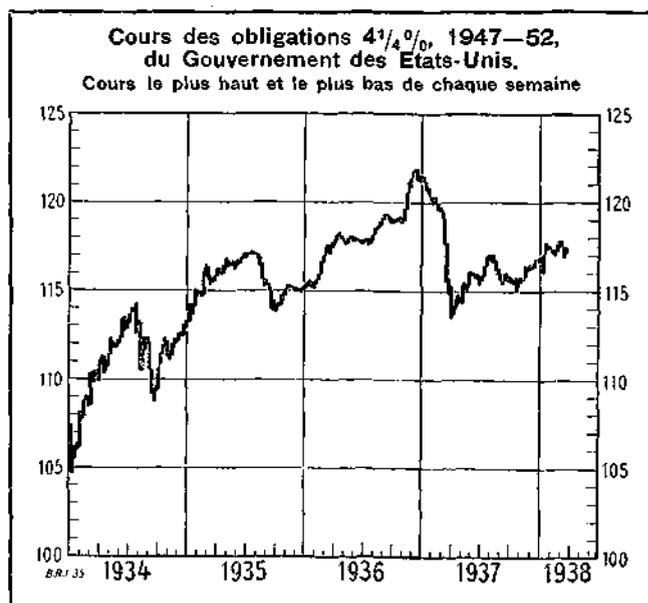
Le maintien de taux relativement bas reflète en partie un changement à longue échéance dans le niveau général de l'intérêt, tel que le déterminent l'offre et la demande de capitaux. Même pendant la période d'activité économique la plus intense, pendant l'hiver de 1936/37, les investissements privés dans un certain nombre de pays n'ont jamais atteint un volume comparable à celui, par exemple, de 1927/28. Les pays créanciers détiennent d'importantes réserves monétaires qui continuent à s'accroître, tandis que les occasions de consentir des prêts à l'étranger sont relativement rares. Leurs marchés sont caractérisés, en général, par un énorme volume de capitaux en quête d'emplois à court terme, et par une contraction simultanée du volume des effets de commerce et des autres catégories de papier qui pourraient être appropriées à des placements de cette nature. Alors qu'on pouvait observer, pendant les premiers mois de 1937, certaines tendances à la spéculation provoquées par l'abondance de l'argent à bon marché, la prudence généralement observée par les établissements de crédit et, en fait, par le public lui-même — attitude qui provient malheureusement dans une certaine mesure de craintes et d'hésitations — rendit moins urgente la nécessité de recourir à des mesures qui auraient de toutes façons nui à la politique du crédit à bon marché.

2. MARCHÉS A LONG TERME.

Alors que le prix du crédit à court terme a très peu varié en 1937, les taux de l'intérêt à long terme, que montre en particulier le rendement des titres d'Etat à long terme, ont enregistré des fluctuations assez importantes. On peut, grosso modo, diviser l'année en deux périodes : le premier semestre, pendant lequel le taux de l'intérêt à long terme a manifesté une tendance évidente à la hausse ; le second semestre, au cours duquel le mouvement a changé de sens et les titres d'Etat ont eu tendance à se raffermir. Pendant la première partie de l'année, les meilleures valeurs mobilières, dites « *gilt-edged* », ont eu à subir la concurrence d'une demande croissante de capitaux pour l'industrie et d'autres fins, tandis que, pendant la seconde moitié, le ralentissement de l'activité économique parti des Etats-Unis, et qui s'était étendu aux autres pays, a eu pour effet de faire rechercher les valeurs d'Etat de préférence aux valeurs industrielles.

Il va de soi que ces généralisations ne peuvent s'appliquer uniformément à tous les pays ; aussi, pour se faire de l'ensemble des événements marquants pendant l'année une idée plus claire, il est nécessaire d'étudier plus en détail les marchés des capitaux les plus importants sur lesquels se sont produits des événements qui présentent un intérêt particulier.

On peut se rendre compte, par l'exemple donné dans le graphique, de la baisse verticale survenue pendant le premier trimestre de 1937 dans les



cours des titres d'Etat des Etats-Unis. Le rendement moyen des obligations d'Etat (d'après la Standard Statistics Co.) s'est relevé de 2,27%, en décembre 1936, à 2,67% en septembre 1937, pour retomber à 2,54% pendant le dernier mois de l'année. Les deux facteurs, dont l'influence sur le marché a été la plus importante, ont été la cessation des achats effectués sans interruption par les banques américaines pendant un certain nombre

d'années et l'accroissement du volume des fonds en quête de placements, accroissement provoqué par le projet de sécurité sociale qui prévoyait de nouveaux moyens d'absorber les titres d'Etat.

Le tableau suivant indique les mouvements semestriels de quelques importants portefeuilles de titres d'Etat des Etats-Unis :

Millions de dollars	« Member banks »			Banques de Réserve Fédérale	Fonds de prévoyance: vieillesse et chômage
	Ville de New-York	Autres	Total		
1936, Janvier—Juin	+ 937	+ 465	+1.402	--	+ 19
Juillet—Décembre	- 554	+ 428	- 126	--	+ 45
1937, Janvier—Juin	- 579	- 277	- 856	+ 96	+ 516
Juillet—Décembre	- 35	- 283	- 318	+ 38	+ 559

Ce sont les banques de New-York qui ont commencé, au cours du second semestre de 1936, à vendre des titres d'Etat, en conséquence surtout des accroissements apportés aux réserves légales obligatoires, et le mouvement ne s'étendit aux autres banques que dans le courant de 1937. D'autre part, les banques de New-York ont mis un terme à leurs ventes à l'automne de 1937, accroissant même leur portefeuille pendant les trois derniers mois de l'année, tandis que les autres banques continuaient à réduire le leur.

Les achats des Banques de Réserve Fédérale, en 1937, ont été d'une importance relativement très faible et n'ont été entrepris qu'à l'effet d'amener, à des périodes critiques, une détente sur le marché. Il faut noter toutefois un

changement intéressant dans la répartition des échéances, en ce sens que les banques de réserve fédérale ont diminué leurs avoirs en titres à court terme et ont accru leurs avoirs en obligations d'Etat à échéance de 5 ans et plus.

L'accroissement du volume des titres d'Etat détenus par le Fonds pour pensions de vieillesse et le Fonds de trust pour le chômage n'est pas dû à des achats sur le marché. Les « impôts de sécurité sociale » sont versés au Trésor Fédéral et sont considérés comme des rentrées d'espèces qui ont pour contrepartie une remise d'obligations ad hoc. L'effet de l'accumulation rapide des fonds de réserve est indiqué ci-dessous dans un tableau où figurent les émissions spéciales de ces fonds et des autres Fonds de trust, l'influence du paiement du bonus aux combattants et le mouvement des autres dépenses en espèces nettes sur la situation du Trésor Fédéral.

Etats-Unis — Situation de caisse du Trésor.

Millions de dollars	Accroissement des « émissions spéciales »				Obligations du « Bonus aux combattants »	Total des émissions spéciales et du « Bonus aux combattants »	Tous autres revenus (+) et dépenses (-) en espèces nets	Demandes d'argent frais sur le marché ¹⁾
	Réserve pour pensions de vieillesse	Fonds de trust pour le chômage	Autres comptes de trust	Total				
1936, 1 ^{er} trimestre	—	+ 7	- 2	+ 5	—	+ 5	- 244	239
2 ^{ème} >	—	+ 12	- 120	- 108	+ 945	+ 837	- 2.504	1.667
3 ^{ème} >	—	+ 15	- 15	0	- 433	- 433	- 548	981
4 ^{ème} >	—	+ 30	- 25	+ 5	- 60	- 55	- 856	911
1937, 1 ^{er} trimestre	+ 135	+ 124	- 85	+ 174	- 33	+ 141	- 402	261
2 ^{ème} >	+ 132	+ 125	+ 495	+ 752	- 29	+ 723	- 969	246
3 ^{ème} >	+ 123	+ 146	+ 78	+ 347	- 25	+ 322	- 144	- 178 ²⁾
4 ^{ème} >	+ 123	+ 167	+ 32	+ 322	- 18	+ 304	- 291	- 13 ²⁾
1938, 1 ^{er} trimestre	+ 123	+ 119	+ 50	+ 292	- 13	+ 279	- 110	- 169 ²⁾

¹⁾ C'est-à-dire autre financement, y compris les ventes de Bons d'Epargne des Etats-Unis.
²⁾ Ratchats nets.

L'afflux de fonds, en particulier aux Fonds de prévoyance pour pensions de vieillesse et de trust pour le chômage, a été supérieur aux dépenses en espèces nettes pendant les deux derniers trimestres de 1937 et le premier de 1938, ce qui a permis au Trésor, tout compte fait, de ne pas recourir au marché pour se procurer de l'argent frais. On estime que, pendant l'exercice 1938/39, plus d'un milliard de dollars rentreront au Trésor pour s'investir à ces deux Fonds.

Les sociétés privées en quête de capitaux ne se sont pas substituées au gouvernement comme emprunteur, ainsi qu'on aurait pu l'espérer. En fait, les émissions américaines de capitaux ont rapidement diminué pendant le second semestre de l'année.

Etats-Unis - Emissions intérieures de capitaux.

Millions de dollars	Emissions nettes de l'Etat*	Autres émissions de capitaux frais
1936, 1 ^{er} trimestre	239	351
2 ^{ème} »	1.667	504
3 ^{ème} »	981	497
4 ^{ème} »	911	597
1937, 1 ^{er} trimestre	261	619
2 ^{ème} »	246	669
3 ^{ème} »	(- 178)	479
4 ^{ème} »	(- 13)	309

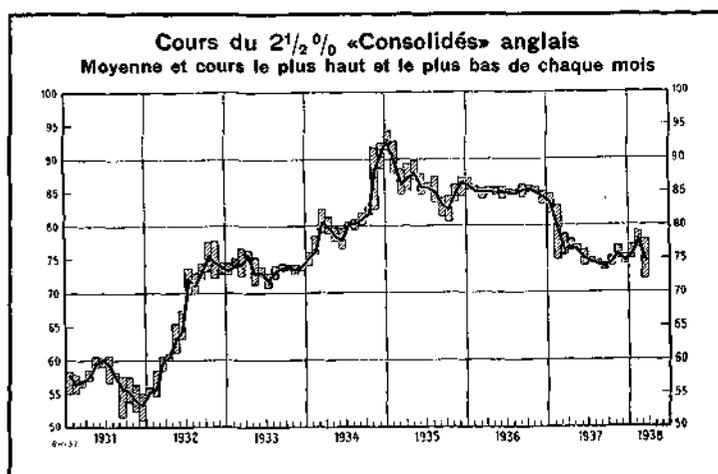
* Dernière colonne du tableau précédent.

Le total des nouvelles émissions intérieures pendant l'année (non compris les émissions de l'Etat) a donc atteint 2.076 millions de dollars; on peut mentionner, à titre de comparaison, que, pendant les années 1924 à 1928, la moyenne annuelle avait été de 5.580 millions. Les capitaux destinés à des placements nouveaux

dans l'industrie peuvent naturellement avoir une autre origine que des émissions sur le marché; ainsi, la « U. S. Steel Corporation » a, pendant cinq ans, de 1933 à 1937, fait pour 250 millions de dollars de travaux de réfection et de nouvelles constructions dont approximativement 225 millions furent prélevés sur les ressources propres de la société. Ce emploi des bénéfices est, toutefois, devenu plus onéreux et son volume a été réduit par l'application de l'impôt sur les bénéfices non distribués, entré en vigueur depuis le vote de la loi fiscale (Tax Act) de 1936.

Le marché des fonds d'Etat britanniques a également subi l'influence de facteurs semblables à ceux que nous avons évoqués dans le cas de New-York, mais à un degré moindre. En 1937, les banques ont réduit leurs placements d'environ 24 millions de livres sterling, soit de près de 4% de leurs avoirs totaux du début de l'année, opération que l'on peut comparer aux ventes des banques américaines, qui se sont élevées à 1.175 millions de dollars (235 millions de livres sterling), soit 8 1/2 % de leurs avoirs. A Londres, les ventes ont été en grande partie provoquées par un accroissement des demandes d'avances aux banques, tandis que les réserves liquides de ces dernières demeuraient sans changement et que leur portefeuille d'effets se réduisait. L'aide qui fut apportée au marché provint de l'accroissement continu des fonds qu'avaient à placer les Caisses d'épargne, postales et autres (Trustee Savings Banks), la Compagnie nationale d'assurance-maladie et d'assurance-chômage (National Health and Unemployment Insurance) et les autres fonds de cette nature gérés par des agents officiels. Le total des placements de ces Caisses en titres d'Etat et garantis par l'Etat atteignait environ 800 millions de livres sterling au début de 1937, soit environ 25 % de plus que le total des placements des « clearing banks ».

Le premier emprunt pour la Défense Nationale émis par le gouvernement a constitué un autre facteur sur le marché; les émissions nettes, toutefois, n'ont



(qui montre bien la situation du marché) a baissé jusqu'au dernier trimestre de l'année, moment où le ralentissement des affaires réveilla l'intérêt pour les valeurs «gilt-edged». Malgré la reprise qui suivit, le rendement des «Consolidés» a enregistré, en fin de compte, une augmentation passant d'une moyenne de 2,96 % en décembre 1936 à 3,35 % en décembre 1937. Au cours du mois dernier, l'emprunt de guerre 3 1/2 % dépassa de nouveau le pair, prix auquel les transactions avaient été reprises après la grande conversion de 1932. Le changement survenu depuis 1935 dans les conditions auxquelles empruntent les municipalités, est visible si l'on compare les conditions de deux émissions pour le compte du «County Council» de Londres.

Date	Montant en millions	Taux en %	Prix d'émission	Echéance
1935, Janv.	£10	2 1/4	100	1960-70
1937, Juin	£10	3 1/2	100 1/2	1952-62

Un taux d'intérêt et un prix d'émission plus élevés, de même qu'une durée moindre, n'assurèrent pas au second de ces emprunts l'accueil enthousiaste réservé au premier, car une proportion de 89 % resta pour compte aux souscripteurs initiaux.

Pour éviter une congestion du marché, les émissions de capitaux frais par les municipalités et les organismes publics (tels que l'emprunt ci-dessus) sont réglementées par la Banque d'Angleterre. Il n'y a que les industriels nationaux, désireux de faire appel à des capitaux frais, qui puissent émettre des emprunts à leur guise. Mais devant la hausse des taux d'intérêt des emprunts à long terme et les très basses cotations en bourse des actions ordinaires, en particulier pendant la dernière partie de l'année, les émissions cessèrent brusquement, comme aux Etats-Unis.

pas été importantes. Il a été émis en avril 1937 pour 100 millions de livres sterling d'obligations 2 1/2 % de la Défense Nationale 1944-48, mais environ 30 millions d'obligations du Trésor avaient été remboursés en février 1937. Ainsi que le montre le graphique, le prix des «Consolidés»

Emissions anglaises de capitaux.

Millions de livres sterling	Emissions industrielles sur le marché intérieur
1936, 1 ^{er} trimestre	51
2 ^{ème}	39
3 ^{ème}	26
4 ^{ème}	50
1937, 1 ^{er} trimestre	51
2 ^{ème}	27
3 ^{ème}	16
4 ^{ème}	20

Le total des émissions sur le marché intérieur (autres que pour le compte de l'Etat, mais y compris les titres directement introduits en bourse) tomba de 388 millions de livres sterling, pendant l'année 1936, à 244 millions en 1937. Les conversions cessèrent également pendant l'année, celles pour compte de l'industrie nationale s'élevant seulement à 12 millions contre 30 millions en 1936 et 45 millions en 1935.

Le marché allemand des obligations s'est caractérisé par le nouveau progrès réalisé dans le programme de consolidation de la dette flottante et, si l'on envisage la question sous un autre aspect, par le fait que, pour couvrir les dépenses ordinaires du budget, on s'est, de préférence, adressé au marché des capitaux plutôt qu'au marché de l'argent.

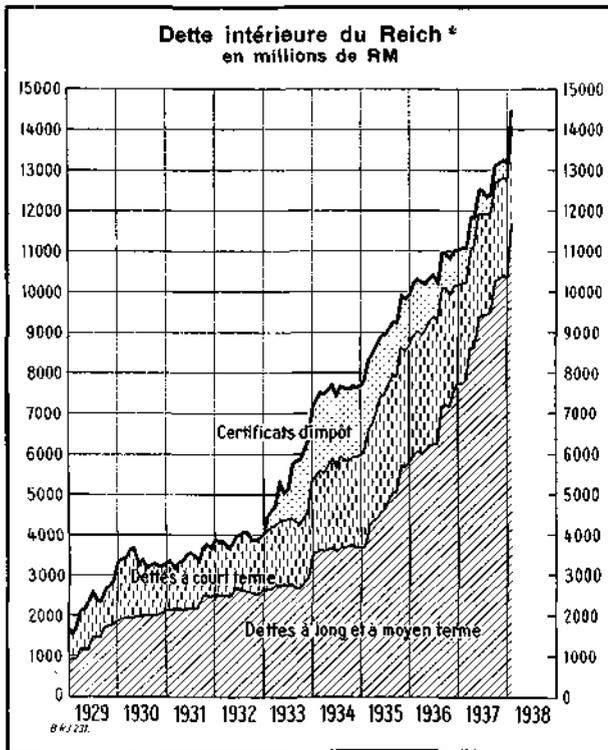
Emprunts du Reich en 1937.

Millions de reichsmarks	Annoncés	Souscrits et émis	Echéance
1937, Mars	500	700	7—12 ans
Mai	600	800	10—15 »
Août	700	850	10—15 »
Décembre	1.000	1.200	13—18 »

Chacun des emprunts de 1937 porte intérêt à 4 $\frac{1}{2}$ % et a été émis à 98 $\frac{3}{4}$ %. On a pu, toutefois, augmenter successivement la durée de ces emprunts et un nouvel emprunt 4 $\frac{1}{2}$ % de 1 milliard de reichsmarks, émis en avril 1938 à 98 $\frac{3}{4}$ % également, fut

à échéance de 15—20 ans. En outre, les souscriptions ont chaque fois dépassé le montant de ces emprunts, bien que l'ordre de grandeur de ceux-ci ait graduellement augmenté. Depuis le début du programme de 1935, il a été consolidé environ 9.500 millions de reichsmarks de la dette à court terme du Reich. (Ce chiffre comprend l'emprunt émis en avril 1938.)

Les effets de ces consolidations sur les chiffres publiés de la dette intérieure du Reich (qui ne comprennent pas les traites pour la « création de travail » et autres traites spéciales) sont illustrés dans le graphique ci-après. Le Président de la Reichsbank, dans son discours à l'Assemblée Générale de mars 1938, a expliqué comment l'accroissement des dettes du Reich a été contre-balancé par une diminution de dettes privées, ce qui fait qu'il y a eu plutôt déplacement de la dette, qui est passée des particuliers aux autorités publiques, qu'augmentation de l'endettement total du pays. La limite que la dette de l'Etat ne peut dépasser est, dit-il, du point de vue du budget, le niveau au-dessus duquel le service de l'intérêt et de l'amortissement ne pourrait plus être continué et, du point de vue



monétaire, celui au-dessus duquel les demandes de crédit à court terme pour le compte de l'État ne pourraient plus être satisfaites sur le marché de l'argent, mais devraient être couvertes au moyen de la planche à billets. Il a été tenu compte de ces limites dans le passé, et il en sera tenu compte dans l'avenir. De plus, l'amélioration de la situation économique en Allemagne permet maintenant d'abandonner la méthode de financement intermédiaire au moyen de traites spéciales (Sonderwechsel); les fonds nécessaires, lorsqu'ils ne sont pas prévus au budget régulier*, peuvent être trouvés

directement sur le marché par l'émission de certificats du Trésor du Reich et d'emprunts obligataires du Reich. Il ne sera pas émis de certificats du Trésor (non réescomptables à la Reichsbank, contrairement aux traites spéciales qui le sont) en excédent du montant dont la consolidation pourra se faire sans difficulté à l'échéance.

Ce programme d'emprunts à long terme pour les besoins courants et de consolidation d'un volume considérable de traites spéciales met particulièrement en relief l'importance de l'épargne dans le pays. Les chiffres des Caisses d'épargne en donnent une idée partielle.

Caisses d'épargne allemandes.

Millions de RM	Dépôts nets	Plus l'intérêt, etc.	Augmentation annuelle	Total des dépôts en fin d'année
1934	241	463	704	12.814
1935	503	502	1.005	13.819
1936	309	487	796	14.615
1937	861	574	1.435	16.050

En outre, l'épargne constituée par les polices d'assurance sur la vie et l'excédent des bénéfices que les sociétés industrielles retiennent par devers elles ont été considérables (la loi sur le capital-actions, qui limite

* Les recettes des impôts et des douanes du Reich se sont élevées à 9.022 millions de reichsmarks pendant l'exercice financier clos le 31 mars 1929; elles sont tombées à 6.647 millions de reichsmarks en 1932/33 et à 6.846 millions en 1933/34, se sont relevées à 11.553 millions en 1936/37 et, pour l'exercice qui vient de se terminer, on peut les évaluer à un peu moins de 14 milliards de reichsmarks.

le montant des dividendes que les sociétés anonymes sont autorisées à distribuer et encourage le réinvestissement des bénéfices dans l'exploitation même, a été prorogée en décembre 1937 pour une nouvelle période de trois ans). Ces sources, et d'autres encore, ont permis d'accumuler l'épargne nécessaire pour souscrire aux emprunts de consolidation du Reich; à partir du milieu de 1936, la sévérité du drainage de l'épargne en vue des émissions du Reich s'est quelque peu relâchée en faveur de certaines demandes de capitaux imposées par le second plan de quatre ans.

En Italie, les cours des titres d'Etat ont eu tendance à baisser un peu pendant la première partie de l'année, atteignant leur cours le plus bas en juillet, époque après laquelle une certaine amélioration s'est manifestée. En 1937, le cours annuel moyen de la Rendita 3 1/2 % 1906, par exemple, a été de 73,75 contre 74,77 en 1936 et 86,72 en 1934. Il est intéressant de constater la recrudescence d'activité du financement industriel qui ressort des statistiques relatives aux sociétés anonymes:

Capital des sociétés anonymes italiennes.

Millions de lire	Nouvelles sociétés	Augmentations de capital	Réductions de capital	Liquidations de sociétés	Augmentations (+) ou réductions (-) de capital
1934	414	3.134	3.664	3.347	- 3.463
1935	311	2.787	1.811	1.512	- 225
1936	354	2.608	1.327	925	+ 710
1937	2.283	3.282	621	2.054	+ 2.890

Un montant d'un milliard de lire représente des liquidations de compagnies de navigation, compensées par des augmentations de capital, d'un ordre de grandeur semblable, faites par d'autres compagnies de navigation. 1.800 millions de lire du capital des nouvelles compagnies constituées pendant l'année ont été fournis par deux émissions d'obligations 4 1/2 % à échéance de vingt ans, pour un montant de 900 millions de lire chacune, faites sous les auspices de l'Institut pour la Reconstruction industrielle, dont les fonctions ont, au cours de l'année, été élargies et rendues permanentes.

La première émission a été lancée à l'occasion de la création de la Société pour le financement de la navigation (Finmar), constituée pour achever la réorganisation de la marine marchande italienne; la seconde couvrit les besoins de la Société pour le financement de l'acier (Finsider), constituée pour acheter des actions des sociétés travaillant dans les industries de l'acier et du fer, afin de créer entre elles une coordination technique et de leur accorder une aide financière.

Un grand nombre d'augmentations de capital sont projetées pour 1938. Le récent décret créant un impôt de 10 % sur le capital des sociétés anonymes

a autorisé ces sociétés à émettre de nouvelles actions, à concurrence du montant nécessaire au paiement de l'impôt, et a permis en même temps l'émission de deux actions de dividende par action nouvelle entièrement libérée.

Le marché de Paris a été dominé en 1937, comme les années précédentes, par les emprunts de la Trésorerie française. Le tableau ci-après, établi d'après les statistiques publiées par la Trésorerie, montre la forme que ces emprunts ont prise au cours des deux dernières années :

Emprunts nets de la Trésorerie française.

Millions de francs français	1936	1937
Avances et emprunts directs		
Banque de France	+ 19.448	+ 12.471
Caisse des Dépôts et Consignations	+ 802	+ 667
Total	+ 20.250	+ 13.138
Emprunts sur le marché		
A court terme: Bons ordinaires du Trésor	- 9.537	+ 530
Bons du Trésor (jusqu'à un an)	+ 4.455	- 1.890
Bons de la Caisse de pensions de guerre (à un an)	—	+ 2.648
Total	- 5.082	+ 1.288
Moyen terme: Bons du Trésor (de 2 à 10 ans)	+ 2.000	+ 570
Obligations de la Défense Nationale (de 3 à 9 ans)	—	+ 5.360
Total	+ 2.000	+ 5.930
Long terme: Obligations du Trésor 5 % amortissables en 30 ans	+ 800	—
Rentes 4 1/2 % remboursables en 60 ans	—	+ 8.000
Total	+ 800	+ 8.000
Divers	- 1.369	+ 800
Total général	+ 16.599	+ 29.156

Ce tableau ne comprend pas toutes les ressources en capital de la Trésorerie: il omet, entre autres, le bénéfice exceptionnel de 7.650 millions de francs français provenant de la réévaluation, en 1936, du stock-or de la Banque de France. Pour cette raison et pour d'autres encore, il y a, par exemple, des différences entre le chiffre qui figure dans le tableau, au titre des emprunts contractés auprès de la Banque de France, et les chiffres qui, dans la situation de la Banque, représentent les avances — mais ces différences ne changent pas sensiblement la situation d'ensemble. Le recours à l'emprunt a été plus élevé en 1937, en raison de l'échéance de 4.100 millions de bons spéciaux du Trésor

1936 à six mois ou à un an, et de 5.400 millions de francs de bons du Trésor à 4½ % 1934. En 1937, les emprunts ont montré une certaine tendance à comporter des échéances plus éloignées; l'émission la plus importante a été celle de 8 milliards de rentes 4½ %, en mars 1937, dont les conditions spéciales pour le paiement de l'intérêt et du principal comportent une garantie des cours de change par rapport à la livre sterling et au dollar, se rapprochant des cours en vigueur au moment de l'émission.

Sur le profit de la réévaluation du stock-or de la Banque de France en juillet 1937, un fonds de 6.800 millions de francs français a été constitué pour soutenir le marché des fonds d'Etat. Les taux des emprunts d'Etat sont néanmoins restés à un niveau élevé. Pour prendre un exemple, une émission en décembre 1937 de bons du Trésor 5 % à échéance de trois, six et neuf ans, qui produisit un peu plus de 3 milliards, a été faite à des conditions qui, compte tenu de la prime de remboursement, impliquaient un rendement de 6¾ %.

Le montant des emprunts industriels privés a été plus élevé en 1937 que l'année précédente, en particulier pendant le dernier trimestre. Le total pour l'année est passé de 1.127 millions en 1936 à 2.550 millions en 1937. Le rendement (demi-net) des obligations nouvellement émises par des sociétés privées a été au plus bas, en juin, de 6,3 %, au plus haut en novembre 1937, de 7,9 %. Ces taux élevés se reflètent dans les cours des actions industrielles, qui sont restés déprimés pendant toute l'année. Il est toutefois intéressant de noter que, tandis que les dépôts des caisses d'épargne, nationale et ordinaires, avaient accusé lors des années précédentes des retraits nets, qui atteignaient, en 1936, plus de 5 milliards de francs français, ils ont enregistré, en 1937, un excédent net d'environ 600 millions.

Au Japon également, le marché des capitaux s'est trouvé ces dernières années sous le signe de considérables emprunts d'Etat; la dette publique intérieure de ce pays a en effet doublé de 1931 à 1936 (sa dette extérieure a été réduite par le jeu normal de l'amortissement).

Dette obligataire de l'Etat japonais.

Fin d'année	intérieure	extérieure	Total
	en millions de yen		
1931	4.525	1.477	6.003
1932	5.150	1.398	6.549
1933	6.400	1.421	7.821
1934	7.243	1.408	8.651
1935	8.208	1.373	9.581
1936	9.072	1.323	10.395
1937	10.585	1.308	11.893

Presque toute la dette intérieure est consolidée; seul, un montant relativement minime des billets pour l'achat de riz reste encore en circulation. Pendant 1936 et la première partie de 1937, le gouvernement a continué, sur une échelle réduite, à émettre de nouvelles obligations intérieures mais, par suite de la

guerre avec la Chine, le budget s'est trouvé très gonflé et, bien que les impôts aient été considérablement accrus, il est devenu nécessaire d'émettre un grand volume d'obligations sur le marché pendant le dernier trimestre de l'année. Les obligations émises pendant les neuf premiers mois ne se sont élevées qu'à 404 millions de yen, soit environ aux deux tiers des chiffres des périodes correspondantes de 1935 et de 1936, mais les émissions du quatrième trimestre ont porté à 1.513 millions de yen l'augmentation totale de la dette intérieure en 1937, ce qui constitue la plus forte augmentation enregistrée au cours d'une année.

Les principaux détenteurs des titres d'Etat japonais sont indiqués ci-dessous:

Fin d'année	Banque du Japon	Autres banques spéciales	Banques commerciales ordinaires	Trust companies	Bureau de dépôt du Trésor	Total
	en millions de yen					
1933	682	281	1.568	154	1.348	4.033
1934	647	327	2.017	245	1.614	4.850
1935	729	323	2.205	277	1.740	5.374
1936	829	323	2.561	360	1.910	5.983
1937	1.387	342	2.500	410	2.248	6.887

Il convient d'ajouter à ces chiffres les avoirs des compagnies d'assurances et des collectivités publiques, municipales et locales, ce qui fait que le volume détenu par les particuliers est relativement minime; on l'évalue à 17 % du total à la fin de 1935.

Le portefeuille-titres d'Etat des banques commerciales ordinaires a diminué pendant l'année en raison des avances à l'industrie; il a touché son point minimum en août, avec 2.430 millions de yen et une certaine détente s'est manifestée par la suite. La Banque du Japon a pris sur le marché certaines mesures d'urgence; elle a réduit, entre autres, le taux des emprunts sur titres d'Etat, ramené de 3,65 à 3,29 %. Ce dernier taux étant inférieur au rendement que procurent les émissions courantes des titres d'Etat (généralement des obligations 3½ % remboursables en 11 ou 17 ans aux prix de 98 ou 98½), l'absorption des nouveaux emprunts en fut facilitée.

La Banque du Japon, qui émet et souscrit à l'origine presque tous les emprunts d'Etat, a été néanmoins forcée de conserver une grande partie des nouvelles obligations émises pendant l'année. En plus de l'accroissement de 558 millions de yen indiqué dans le tableau, environ 200 millions de yen ont été pris par le Fonds Spécial constitué par prélèvement sur la part du gouvernement dans les bénéfices comptables résultant de la réévaluation des réserves-or de la Banque du Japon.

En Suisse, aux Pays-Bas et en Suède, les marchés des capitaux ont subi la lourde influence d'un vaste afflux de disponibilités, dont le poids n'a pas

cessé d'exercer une pression sur le loyer de l'argent à long terme; contrairement à ce qui s'est passé à Londres et à New-York, rien n'a arrêté le mouvement de baisse, ni provoqué de revirement pendant le premier semestre de 1937.

En Suisse, le rendement de l'emprunt 3½ % des Chemins de fer fédéraux, (A-K) par exemple, s'est abaissé tout au long de l'année, pour atteindre 3,2 % en décembre. Ce rendement correspond à un prix de marché de ces obligations de 104, cours le plus haut atteint depuis l'émission primitive en 1899. Les conversions se sont élevées à 433 millions de francs suisses en 1937, contre 246 millions l'année précédente, mais les nouvelles émissions d'obligations pour se procurer des capitaux frais sont tombées de 419 à 276 millions de francs suisses, aucun emprunt n'ayant été émis par la Confédération dans le courant de 1937.

Sur le marché hollandais également, les émissions d'obligations en vue d'obtenir des capitaux frais se sont abaissées, au cours de l'année, de 200 à 120 millions de florins seulement.

Comme les entreprises industrielles avaient des réserves considérables de liquidités, elles n'eurent pas à s'adresser au marché des capitaux. D'autre part, les émissions aux fins de conversion furent considérables, ainsi qu'il ressort des chiffres ci-après :

Années	Millions de florins
1934	2.036
1935	175
1936	87
1937	2.131

Les collectivités publiques, municipales et autres, ont procédé à de nombreuses opérations de conversion; l'intérêt nominal fut tout d'abord fixé à 4 %, plus tard à 3½ % et, vers la fin de l'année, des obligations à 3 % firent leur apparition. En septembre 1937, le Gouvernement des Indes néerlandaises a émis, aux fins de conversion, pour 912 millions de florins d'obligations 3 % garanties par le Gouvernement hollandais. Cet emprunt n'a pas remporté un plein succès, un reliquat d'environ 200 millions de florins n'ayant pas été souscrit, mais le marché recouvra peu après sa capacité d'absorption et, en mars 1938, l'emprunt dépassait le pair d'environ 3 %.

Profitant de ces conditions favorables, le Gouvernement hollandais émit, en janvier 1938, un emprunt de conversion destiné à remplacer toutes les obligations d'Etat 4 % encore en circulation, dont le montant s'élevait à 1.670 millions de florins: cet emprunt était le plus considérable jamais émis aux Pays-Bas. Le nouvel emprunt, émis à 99½ %, portera intérêts à 3 % pendant les dix premières années; le taux nominal en sera automatiquement relevé à 3½ % pendant les vingt-huit dernières années de sa durée. L'emprunt eut un

grand succès; environ 95% des emprunts visés furent convertis, alors que les souscriptions en espèces furent si élevées qu'il ne put être alloué aux souscripteurs que 2½% du montant des nouveaux capitaux offerts.

La pression exercée sur ce marché fut telle et tendit à ramener les taux à des niveaux tellement bas qu'en février 1938 un cartel de prêteurs, unissant les plus grandes institutions de prêteurs, se constitua en vue d'empêcher l'émission d'emprunts à des taux que ses membres considéraient comme exagérément bas.

En Suède, les taux d'intérêt à long terme, tels que le rendement des titres d'Etat, ont atteint 3%, niveau inférieur d'environ ½% au taux le plus bas pratiqué avant la guerre, c'est-à-dire 3½% pendant les années 1897 et 1898. La Banque hypothécaire d'Etat a émis pendant l'année un emprunt de conversion de 150 millions de couronnes suédoises sous forme d'obligations 3% remboursables en 60 ans, émises au prix de 98¼ (98½ contre argent frais). Cet emprunt, qui constituait la plus vaste opération de conversion qui ait jamais été effectuée sur le marché des capitaux suédois par une collectivité autre que l'Etat, réussit admirablement; 135 millions de couronnes suédoises de titres venant à échéance furent directement échangés, et il ne fut nécessaire d'accepter, sur les offres d'argent frais, que 15 millions pour rembourser les obligations dont la conversion n'était pas admise.

Dans un grand nombre d'autres pays également, le gouvernement a procédé pendant l'année à la conversion de la dette de l'Etat. En Norvège, on a converti à son échéance, en mai 1937, en un 4½% un emprunt 5% de 87 millions de couronnes norvégiennes et l'on a émis, en janvier et en février 1938, deux emprunts de conversion 4%, respectivement de 100 et 80 millions de couronnes norvégiennes. En mars 1938, un emprunt 4½% de 2,8 millions de livres sterling, contracté en Angleterre, a été remboursé sur le produit de deux emprunts intérieurs 3½% négociés auprès de banques norvégiennes. Deux emprunts intérieurs de l'Etat belge, du type 3½%, furent placés à 97 au cours de l'année pour un montant global de 2.500 millions de francs belges; c'était la première fois depuis la guerre que le Gouvernement belge était en mesure d'emprunter à long terme à des conditions aussi favorables. De plus, on a émis un total de 1.300 millions de francs belges de bons du Trésor 2½% à échéance de cinq ans.

Dans un grand nombre de pays d'outre-mer, la situation du marché a également été aisée. En Australie, le rendement des obligations du Commonwealth s'est abaissé rapidement pendant le premier semestre de 1937, à la suite de l'excellente saison d'exportation de 1936/37. Il y eut une réaction légère à partir de juin, mais les conditions généralement favorables de l'année (y compris un excédent budgétaire) permirent au Gouvernement du Commonwealth d'émettre deux emprunts intérieurs: le premier de 7.500 millions de livres australiennes, en mai 1937, portant intérêt à 3⅞%, et le second de 8 millions de

livres australiennes, en novembre 1937, portant intérêt à $3\frac{3}{4}\%$. Ces emprunts ont pleinement réussi, alors qu'en 1936 deux emprunts assez semblables n'avaient pas été entièrement souscrits. Au Canada, un excédent budgétaire, venant après les déficits des années antérieures, fut également l'indice d'une situation meilleure. Pendant 1937, le dernier des emprunts obligataires émis pendant la guerre et comportant une exemption fiscale a été converti à la suite de deux opérations: 236 millions de dollars canadiens d'obligations portant intérêt à $5\frac{1}{2}\%$ furent remplacés en partie par environ 100 millions d'obligations $3\frac{1}{4}\%$ et en partie par des emprunts à court et moyen terme émis à des taux très bas.

L'aisance qui se maintient actuellement sur les marchés de l'argent dans le monde entier, plus grande qu'elle n'a jamais été auparavant, est d'autant plus remarquable qu'elle coïncide avec un accroissement rapide de la production d'or et des lourdes dépenses d'armements — deux facteurs qui, de 1900 à 1914, avaient contribué à une hausse des taux d'intérêts. Mais, pendant cette période, la demande de capitaux pour financer de nouvelles entreprises de toutes catégories était beaucoup plus grande qu'à présent, non seulement sur le marché international des capitaux, mais également sur le marché intérieur de plusieurs pays importants. Le point faible du redressement de 1936/37 a été, en réalité, le volume peu considérable du financement de nouvelles entreprises avec des capitaux privés, le manque de confiance dans l'avenir empêchant une extension de l'équipement des industries et autres entreprises.

Le raffermissement des taux d'intérêt à long terme, constaté pendant le premier semestre de 1937 sur les marchés des capitaux des Etats-Unis et du Royaume-Uni ainsi que du Japon, n'a pas été dû à une activité des émissions plus grande que les années précédentes, mais il a reflété assez curieusement un changement survenu dans la liquidité des banques commerciales. A la suite de demandes de crédit plus importantes formulées par les entreprises industrielles et autres, pendant les mois d'hiver de 1936/37 (résultant surtout de la hausse des prix), les banques commerciales n'ayant pas une liquidité suffisante pour accroître leurs avoirs furent obligées de réduire leur portefeuille de titres d'Etat. L'industrie, pour couvrir ses besoins de capitaux à court terme, fut ainsi obligée de s'adresser au marché à long terme, alors que les taux à court terme restaient plus ou moins sans changement. Le Conseil des Gouverneurs du Federal Reserve System, dans son rapport annuel pour 1937, fait à propos de ces conditions aux Etats-Unis, la remarque suivante: « . . . Le marché des obligations a joué ces dernières années un rôle beaucoup plus important sur le marché libre de l'argent, et les banques, en particulier les banques actives sur le marché monétaire, ont de plus en plus utilisé leur portefeuille-obligations comme moyen d'ajuster leur position de caisse pour satisfaire les demandes qui leur sont

adressées . . . » Cette plus grande sensibilité des taux à long terme, résultat indirect de l'importance des avoirs des banques commerciales en titres d'Etat, a forgé un nouveau lien entre les marchés à court et à long terme. D'une façon générale, le fait que les taux à court terme ont actuellement tendance à être plus ou moins gelés et les taux à long terme à devenir encore beaucoup plus sensibles est une évolution nouvelle qui reflète des changements fondamentaux et qui n'ont pas encore été examinés à fond dans la structure du crédit.

VI. FAITS AFFECTANT LES BANQUES CENTRALES ET LES BANQUES PRIVÉES.

La crise financière de 1931, survenant après deux années de baisse rapide des prix, a suscité l'application d'un grand nombre de lois d'exception sur les banques et provoqué des interventions gouvernementales directes dans la structure du crédit de différents pays. Par la suite, une période de reconstruction et de consolidation permit de profiter des leçons de la crise pour apporter des réformes d'ordre plus général dans les lois bancaires déjà existantes. Cette période, à son tour, est passée, et il y a moins de faits de cette nature à enregistrer.

Les mesures bancaires d'ordre général les plus importantes introduites au cours de l'année dernière semblent avoir été celles qui ont été prises en Roumanie, où la Banque Nationale, poursuivant sa politique de reconstruction et de consolidation du système bancaire, a élaboré un programme complet dont certaines parties furent appliquées au cours de 1937. Une attention particulière a été apportée aux problèmes nés de la réglementation de l'endettement agricole en 1934. Dans un grand nombre de districts ruraux, ou bien les banques locales avaient disparu, ou bien elles ne disposaient pas de ressources suffisantes pour fournir des facilités de crédit dans ces districts. La coopération des grandes banques de Bucarest permet de remédier à ces insuffisances. Certaines modifications ont également été apportées à la loi sur les banques; elles font dépendre l'exercice de l'activité bancaire de l'autorisation préalable du Conseil Supérieur des Banques et prévoient l'inscription des sociétés bancaires sur un registre spécial. L'ensemble de la loi sur les banques privées a été codifié en septembre 1937. De plus, trois nouveaux organismes: les Institutions nationales de crédit agricole, de crédit aux classes artisanales et de crédit aux sociétés productrices d'or, ont été constituées avec la participation de la Banque Nationale.

En Tchécoslovaquie également, on a élaboré une nouvelle loi pour réglementer la profession de banquier en instaurant un système de concessions qui peuvent être retirées dans certaines conditions; cette loi contient également certaines autres dispositions, dont l'une oblige les banques à devenir membres d'une organisation centrale.

D'une manière générale, l'application graduelle des récentes lois sur les banques a été facilitée par le retour de conditions normales de fonctionnement pour les banques qui avaient été affectées par la crise. Les banques allemandes, par exemple, qui ont remboursé entièrement, il y a quelque temps, les crédits de crise qui leur avaient été consentis, ont été en mesure de placer sur le marché, pendant l'année écoulée, la part de leur capital antérieurement

détenue par les autorités publiques, tandis qu'en Suisse les moratoires appliqués à certaines banques furent naturellement suspendus lors de la réorganisation de ces institutions. Un autre signe de ce redressement est la réintroduction aux bourses hongroises des actions de banques dont les cotations avaient été suspendues depuis 1931.

Quant aux banques centrales, il convient de mentionner la transformation en une banque centrale, jouissant du privilège exclusif d'émission, de la Banque de l'Equateur créée en 1927. On a pris au même moment de nouveaux décrets relatifs aux banques privées, à la banque hypothécaire et à l'unité monétaire du pays. A l'occasion du rattachement de l'Autriche au Reich, en mars et avril 1938, la Banque Nationale d'Autriche est entrée en liquidation et on a pris un ensemble de mesures à l'effet de transférer à la Reichsbank la plus grande partie de ses avoirs et engagements. Les mesures prises en 1937 et pendant les premiers mois de 1938 dans les autres pays ont eu en général pour objet de compléter les décrets antérieurs.

Aux Etats-Unis, le Conseil des Gouverneurs du Système de Réserve Fédérale annonça, en septembre 1937, la révision générale du règlement qui régit les opérations d'escompte et d'avances aux « member banks »; ces dispositions étaient à l'étude depuis le vote de la loi sur la Banque (Banking Act) de 1935, en vertu de laquelle certaines dispositions de crise adoptées antérieurement, qui autorisaient les avances aux « member banks » sur la base de tous les avoirs considérés comme satisfaisants par les Banques de Réserve, étaient élargies et devenaient permanentes.

Les Banques de Réserve consentent aux « member banks » des crédits de deux catégories: a) ceux de la catégorie privilégiée correspondant dans leurs grandes lignes aux règles les plus strictes de la loi antérieure et auxquels s'applique le taux régulier d'escompte, et b) les avances consenties aux conditions plus libérales de la récente législation et auxquelles on applique un taux supérieur d'au moins $\frac{1}{2}\%$ au taux régulier. Les nouvelles dispositions publiées en 1937 ont cela de remarquable que, pour la première fois, le papier représentant du financement à crédit est admis dans la classe privilégiée. Il existe encore neuf autres catégories de papier pouvant être pris en garantie et qui rentrent dans la classe non privilégiée.

Dans l'exposé accompagnant la déclaration des nouvelles modifications du règlement, le Conseil dit:

« . . . L'expérience a montré que la solvabilité des banques est mieux assurée par le soin qu'elles apportent à discerner la qualité du papier acquis que par la stricte considération de la forme sous laquelle ce papier se présente. Il est de bonne pratique bancaire de s'attacher davantage à la qualité qu'à la forme . . . ».

Les modifications apportées en 1937 au système du crédit en Belgique couvrent un domaine plus vaste. L'organisation du crédit en Belgique a été, en effet, l'objet de mesures d'une grande portée depuis la crise de la première partie de 1935 qui a abouti, le 1^{er} avril de la même année, à la dévaluation de la monnaie. Les mesures prises en 1935 concernaient presque exclusivement la structure du système des banques privées et consistaient en une loi générale sur les banques régissant l'activité des banques privées, en la création de l'Institut de Réescoute et de Garantie et en l'établissement d'une Commission bancaire étroitement associée à la Banque Nationale et chargée de l'application de la nouvelle loi sur les banques.

D'autres changements ont été apportés en 1937 et, en exécution de la loi du 10 juin 1937, on a pris plusieurs arrêtés royaux dans le but de réviser les statuts de la Banque nationale de Belgique, de la Caisse Générale d'Épargne et de Retraite, de l'Office Central de Crédit Hypothécaire, de l'Office National du Ducroire et de la Caisse Centrale du Petit Crédit Professionnel. D'autres arrêtés royaux ont créé une Caisse Nationale de Crédit aux Classes Moyennes, un Institut National de Crédit Agricole et un Conseil de Coordination des Institutions de Crédit aux Classes Moyennes. En plus de sa participation au Conseil des Institutions de Crédit et de sa longue collaboration au Conseil Général de la Caisse Générale d'Épargne et de Retraite, la Banque Nationale est ou sera représentée dans la majorité des huit organisations financières existantes qui ont été créées par une loi spéciale, telles que la Société Nationale de Crédit à l'Industrie, l'Institut de Réescoute et de Garantie, le Fonds d'Amortissement de la Dette Publique, etc.

Sans entrer dans le détail des organismes nouvellement créés et des changements apportés aux lois qui gouvernent les autres institutions, on peut résumer les principales modifications aux statuts de la Banque Nationale, confirmées par l'Assemblée générale extraordinaire des actionnaires en août et septembre 1937. Divers changements ont été apportés dans l'administration par suite de la complexité et de la multiplicité de plus en plus grandes des problèmes que doit résoudre la direction de la banque, ainsi que du grand nombre des missions que ses dirigeants doivent assumer dans les divers organismes affiliés. De plus, en vue de garantir l'indépendance de la banque, les incompatibilités atteignant les membres du Conseil Général ont été rendues plus rigoureuses. Le Gouverneur, le Vice-Gouverneur et les Administrateurs de la banque ne peuvent être membres d'aucune société commerciale ou à forme commerciale, à l'exception de la Banque d'émission du Congo, de la Banque des Règlements Internationaux et d'organismes financiers d'utilité publique créés en vertu d'une loi particulière.

En ce qui concerne les affaires de la banque, les changements les plus importants sont ceux qui portent sur les opérations d'escompte de la Banque

Nationale et l'autorisation qui lui a été donnée de faire des opérations sur le marché libre. Les textes qui régissent les conditions dans lesquelles la banque est autorisée à pratiquer l'escompte ont été remaniés afin de les adapter aux usages actuels du marché: le terme maximum des effets de commerce que la banque prend à l'escompte a été porté de 100 à 120 jours. D'autre part, la forme et le caractère du papier admis à l'escompte sont laissés à l'appréciation de la banque, ce qui la met mieux à même de suivre l'évolution des usages commerciaux et bancaires.

Afin de mettre la Banque Nationale en état de conserver son rôle de régulateur de ce marché, l'autorisation vient de lui être donnée de pratiquer la politique d'intervention sur le marché libre qui lui permettra d'acquérir et de vendre des fonds d'Etat. Toutefois, comme il s'agit d'une technique nouvelle pour le marché belge, il a paru prudent de prendre certaines précautions pour éviter que ce moyen d'intervention ne soit détourné de ses fins. Le montant des fonds publics que la banque pourra acquérir en exécution de ces dispositions a été limité de deux manières: a) d'une part, le montant maximum des effets à court et à moyen terme que la banque peut acquérir a été fixé à 500 millions de francs belges, sans que toutefois il puisse être maintenu pendant plus de douze mois consécutifs à plus de 200 millions de francs; b) d'autre part, le montant maximum des fonds publics nationaux à long terme que la banque peut acquérir a été fixé à un milliard de francs; encore faut-il que ces fonds publics aient été émis depuis deux ans au moins et soient cotés en bourse. Ce maximum d'un milliard est relevé d'un montant égal à tout remboursement ou réalisation de titres d'Etat belges détenus par la banque avant l'entrée en vigueur des nouvelles dispositions.

La Banque Nationale de Belgique explique dans son Rapport annuel que la mise en œuvre de la politique du marché libre suppose non seulement une étude préalable minutieuse, mais encore la réalisation de certaines conditions techniques. On ne doit pas considérer que cette politique nouvelle se substitue à la politique de l'escompte, mais qu'elle la complète.

L'autorisation d'effectuer des opérations sur le marché libre limitées dans certains cas d'une façon très précise, comportant dans d'autres cas un cadre plus étendu, a été incorporée ces dernières années dans les statuts des banques centrales nouvellement créées, et a également été accordée à un certain nombre des anciennes banques qui n'avaient pas antérieurement cette faculté (par exemple, en plus de la Banque Nationale de Belgique, la Nederlandsche Bank, la Norges Bank et d'autres encore). On a estimé dans ces pays que la politique d'escompte ne permettait pas toujours à la banque centrale d'exercer un contrôle suffisant sur le volume du crédit et que d'autres moyens d'intervention devaient être mis à sa disposition. Il faut naturellement adapter ces moyens suivant les pays où

on les met en œuvre; par exemple, l'absence d'un large marché de l'argent hors banque implique des conditions techniques très différentes de celles qui prévalent à Londres et à New-York. De plus, le caractère des opérations doit dépendre de la tendance du marché; pour prendre un exemple, exception faite des mesures purement transitoires (prises en période de tension passagère, lors des paiements élevés au titre de l'impôt sur le revenu), les opérations entreprises au cours de ces dernières années sur le marché de Londres ont eu principalement pour objet d'empêcher une extension indésirable de la base du crédit résultant d'un afflux de capitaux étrangers. Une réduction des titres détenus par le Département d'émission de la Banque d'Angleterre et, plus encore, la vente d'obligations du Trésor par le Fonds d'égalisation des changes ont permis d'atteindre cette fin. Une banque centrale autorisée à effectuer des opérations sur marché libre ne peut pas, bien entendu, absorber les disponibilités du marché sans avoir été, au préalable, munie d'un important portefeuille de titres pouvant servir à cette fin. Ces conditions techniques nécessaires existaient en Argentine, par exemple, où la banque centrale fut en mesure de neutraliser les effets d'une balance des paiements favorable et l'entrée de capitaux étrangers en vendant sur le marché 400 millions de pesos de fonds d'Etat qu'elle avait en sa possession depuis sa création. On empêcha ainsi les disponibilités liquides des banques privées de prendre des proportions démesurées.

Les opérations sur marché libre sont une des formes d'intervention propres à activer le retour de la stabilité sur le marché du crédit, c'est-à-dire à créer les conditions dans lesquelles le système du crédit pourra répondre aux besoins d'un développement économique normal, sans encourager les abus de la spéculation. Ces opérations affectent au premier chef le volume du crédit en circulation et, ainsi que le soulignait le rapport de la Banque Nationale de Belgique, ne doivent pas se substituer à la politique de l'escompte, mais la compléter.

A la lumière de l'expérience acquise en 1937, il n'est pas inopportun de rappeler ici le passage approprié des résolutions de Londres:

«... pour autant que le permet leur situation propre, elles (les banques centrales) doivent s'efforcer d'adapter leur politique de crédit à tout mouvement tendant à provoquer une modification anormale de l'activité générale des affaires. Une expansion de l'activité générale, d'une telle ampleur qu'elle ne pourra évidemment pas être maintenue en permanence, doit amener les banques centrales à prendre des mesures dans le sens d'une restriction du crédit par les méthodes que chacune d'elles estimera les plus appropriées, compte tenu de la situation intérieure du pays. Inversement, un fléchissement anormal de l'activité générale doit les amener à adopter une attitude plus libérale en matière de crédit.

En suivant une telle politique, les banques centrales auront fait ce qui est en leur pouvoir pour réduire les fluctuations de l'activité économique et, par là-même, les fluctuations anormales du pouvoir d'achat de l'or . . . »

Dans quelle mesure les instruments de la politique de crédit peuvent-ils contribuer à maintenir une structure des prix relativement stable ou à apporter, à volonté, tels changements de prix? Cette question a sérieusement retenu l'attention ces dernières années. Le 2 août 1937, le Conseil des Gouverneurs du Système de Réserve Fédérale, aux États-Unis, a traité cette question dans un exposé important sur les objectifs de la politique monétaire. L'exposé, dont nous donnons des extraits ci-dessous, mentionne en particulier les propositions faites relativement à la possibilité pour une autorité monétaire centrale d'atteindre et de maintenir un niveau intérieur des prix déterminé.

« . . . Le Conseil pense que, tout en déclarant avoir en vue la stabilisation des prix, les auteurs de ces propositions considèrent que la stabilité des prix n'est qu'un moyen d'atteindre une fin plus importante, à savoir, atténuer les « booms » et les dépressions économiques et accroître la production et le bien-être nationaux, et qu'ils sont convaincus qu'en maintenant les prix à un niveau stable, ils atteindront l'objet plus vaste qu'ils se proposent.

Le Conseil est pleinement d'accord que la proposition a pour ultime objet de maintenir, en ce qui concerne tant la main-d'œuvre que la capacité productive du pays, la plus grande activité possible, et cela de façon permanente. . . .

. . . Il est hors de doute que de vastes fluctuations de prix conduisent à des désastres et que des efforts concertés devraient être faits pour empêcher des fluctuations susceptibles de compromettre la stabilité économique. Le Conseil est toutefois convaincu que ce n'est pas en essayant de maintenir les prix à un niveau fixe qu'on réussira à atteindre le but le plus haut qu'on se propose, c'est-à-dire l'utilisation maxima des ressources de la Nation, et que, par conséquent, la stabilité des prix ne devrait pas être le seul, ni le principal objectif de la politique monétaire.

On ne propose pas de stabiliser les prix individuels par des mesures d'ordre monétaire; la chose ne serait d'ailleurs pas possible. Les propositions en faveur d'une stabilisation des prix sont nécessairement obligées de s'appuyer sur un indice ou sur une moyenne des prix. Or, il n'y a pas unanimité sur les conditions que doit remplir un indice des prix pour constituer à cette fin une base satisfaisante, bien qu'on propose souvent de prendre l'indice général des prix de gros des marchandises.

Quel que soit l'indice des prix choisi pour base, l'instabilité économique n'en pourra pas moins se produire, comme il est arrivé entre 1920 et 1929, malgré une stabilité du niveau des prix; l'activité des affaires peut se modifier dans un sens ou dans l'autre, et le changement peut atteindre une ampleur considérable avant que ces phénomènes ne se reflètent dans l'indice des prix. Il y a des cas où des changements dans le niveau des prix contribueraient à maintenir la stabilité; une baisse des prix résultant de progrès techniques, par exemple, peut contribuer à maintenir la stabilité en encourageant la consom-

mation. Dans d'autres cas, le rétablissement et le maintien d'une activité de la main-d'œuvre aussi complète que possible ne peuvent se produire que s'il y a une hausse des prix. La correspondance entre la stabilité des prix et la stabilité économique n'est donc pas suffisamment étroite pour qu'il soit désirable de restreindre l'objet de la politique monétaire au maintien de la stabilité des prix.

. L'administration du système monétaire du pays n'étant pas une science exacte, puisqu'elle comporte des prévisions et travaille sur des incertitudes, il est essentiel, en lui fixant un objectif, de lui laisser une certaine latitude de jugement et d'appréciation.

Les autorités monétaires peuvent contribuer à la stabilité économique en maintenant un afflux de capitaux susceptible de favoriser l'utilisation aussi complète et permanente que possible des ressources productives du pays et en maintenant également le mécanisme bancaire en bon état de fonctionnement. Le Conseil reconnaît que le stock de moyens de paiement, fût-il suffisant, ne pourra pas remplir normalement ses fonctions si le système bancaire qu'il doit utiliser pour fonctionner n'est pas lui-même en bon état et que, d'autre part, une structure bancaire ne peut pas se maintenir sous une forme saine si le stock de moyens de paiement est insuffisant et si une déflation est en marche. . . .

. . . Le Système de Réserve Fédérale peut contenir le stock de moyens de paiement dans certaines limites, mais il existe encore d'autres facteurs, dont l'importance propre est aussi grande que celle de ce stock, qui affectent les prix et l'activité économique. Un grand nombre de ces facteurs ne sont pas d'ordre monétaire et échappent de ce fait au contrôle d'une action monétaire. Leur effet sur l'activité économique peut s'exprimer par un taux croissant ou décroissant de l'utilisation ou de la circulation totale du stock de moyens de paiement existant, aussi bien que par une modification dans l'importance elle-même de ce stock. L'influence que le Système de Réserve Fédérale peut exercer sur le taux d'intérêt a sur l'activité des affaires une action profonde, mais d'autres facteurs peuvent l'annuler entièrement.

Il est essentiel de reconnaître les limites hors desquelles la politique monétaire cesse d'être efficace. Les facteurs monétaires constituent seulement un des groupes de forces qui affectent l'activité économique.

En résumé, le Conseil estime que la politique du gouvernement devrait être de maintenir la stabilité économique plutôt que la stabilité des prix. Il est convaincu que cet objectif ne pourra pas être atteint par le seul moyen de la politique monétaire, mais qu'il faudra, pour se rapprocher du but, coordonner la politique monétaire et les autres principales politiques du gouvernement qui influent sur l'activité économique, au nombre desquelles il faut compter, en particulier, les politiques des impôts, des dépenses, des prêts, du commerce extérieur, de l'agriculture et de la main-d'œuvre. . . . »

Alors que les mesures prises dans le domaine du crédit exercent sur l'activité des affaires et la tendance des prix une certaine influence, les conditions dans lesquelles elles doivent être appliquées sont elles-mêmes affectées par des influences de nature politique et autres qui sont souvent bien loin d'être adaptées aux exigences de la politique monétaire la plus appropriée.

VII. OPÉRATIONS COURANTES DE LA BANQUE.

1. ACTIVITÉ DU DÉPARTEMENT BANCAIRE.

Le bilan de la Banque au 31 mars 1938, certifié par les vérificateurs aux comptes, figure en annexe II au présent Rapport. Son chiffre total ressort à 644 millions de francs suisses or de 0,29 . . . gramme d'or fin contre 619 millions au 31 mars 1937. La méthode de conversion en francs suisses or des diverses devises composant l'actif et le passif du bilan est demeurée la même au cours de l'année. Elle est basée sur le prix officiel de vente de l'or à New-York et les cours des diverses devises contre dollars. Comme l'an dernier, il faut donc tenir compte, lorsqu'on compare les chiffres du début et de la fin de l'exercice, des modifications de valeur-or de certaines monnaies. C'est ainsi que l'évaluation en francs suisses or du franc français, par exemple, ressortait à 14,04 francs suisses or pour 100 francs français au 31 mars 1937 et à 9,38 francs suisses or pour 100 francs français au 31 mars 1938.

L'évolution des ressources et même, jusqu'à un certain point, de l'activité de la Banque a été fonction, au cours de l'exercice, de la politique suivie par les banques centrales en ce qui concerne leurs réserves. Les premiers mois de l'exercice, et principalement mai et juin 1937, au cours desquels se développait la tendance à une « fuite hors de l'or », ont accusé un accroissement considérable du volume des transactions en devises et en or traitées par l'intermédiaire de la Banque, en raison des conversions d'or en devises et réciproquement auxquelles procédaient les banques centrales. Les mois d'été ont, au contraire, été caractérisés par des mouvements moins amples reflétant simplement ceux des marchés de l'or et des devises. De septembre à décembre, une légère reprise d'activité s'est manifestée, suivie d'une période de calme jusqu'en février, le mois suivant marquant toutefois un sensible développement de nos opérations.

L'examen de l'évolution de nos ressources or et devises permet de constater que nous sommes soumis à certaines tendances fondamentales. C'est ce qui ressort de l'examen du tableau ci-après, qui donne, à certaines dates caractéristiques de l'exercice, le chiffre des dépôts qui nous sont confiés par les banques centrales et celui de l'ensemble de nos actifs métal, or en lingots figurant au bilan et dépôts d'or en garde sous dossier, comptabilisés en dehors de notre situation officielle.

Millions de francs suisses or	31 mars 1937	31 mai 1937	30 sept. 1937	31 déc. 1937	31 mars 1938
Dépôts propres des banques centrales . .	129,6	215,8	247,0	178,9	179,2
Encaisse lingots . .	45,1	51,0	18,3	13,8	20,9
Or «earmarked» . .	433,0	382,7	358,7	403,6	479,1
Total de l'or conservé par la B.R.I. . . .	478,1	433,7	377,0	417,4	500,0

L'évolution, que l'on peut comparer à un mouvement de bascule, est donc tout à fait caractéristique jusqu'à fin décembre. L'augmentation marquée à fin mai 1937 par les dépôts propres des banques centrales provenait, pour la plus grande part, d'un important dépôt constitué à la suite d'une opération de crédit international dont la banque centrale bénéficiaire nous avait laissé le produit, destiné à être retiré fractions par fractions. Dans les derniers mois de l'exercice, l'évolution du stock d'or «earmarked» s'est montrée tout à fait indépendante de celle des dépôts des banques centrales, qui accusent une remarquable stabilité.

La comparaison des principaux chapitres du bilan au 31 mars 1937 et au 31 mars 1938 appelle les quelques observations suivantes:

1. Passif.

La contre-valeur des engagements à long terme s'élève, au 31 mars 1938, à 259,2 millions de francs suisses or contre 274 millions au 31 mars 1937. Comme au cours de l'exercice précédent, cette modification est exclusivement imputable à la différence dans la contre-valeur en francs suisses or des devises dans lesquelles sont comptabilisés les dépôts en question. L'expression de ces dépôts en devises ne s'est pas modifiée depuis septembre 1936, date à laquelle ils figuraient encore à notre situation pour une contre-valeur totale de 293,6 millions de francs suisses or. La réduction de 34,4 millions entre septembre 1936 et mars 1938 résulte donc entièrement des modifications intervenues dans la valeur de certaines devises.

Le tableau ci-dessus a montré l'évolution des dépôts propres des banques centrales. Le chiffre du début de l'exercice est le plus faible de l'année, le maximum ayant été atteint à fin septembre avec 247 millions. Les dépôts des banques centrales pour compte d'autre déposants, qui s'inscrivaient à 4,2 millions au 31 mars 1937 et à 3,3 millions au 31 mars 1938, sont restés compris entre 4,4 millions au maximum et 2,3 au minimum. Les dépôts d'autres déposants, qui

étaient réduits à 0,2 million au 31 mars 1937, se sont élevés jusqu'à 7,6 millions au 30 septembre pour revenir à 2,2 millions en fin d'exercice.

Par contre, le chiffre des dépôts à vue en poids d'or n'a guère fait que s'amenuiser depuis le début de l'exercice, où il était alors de 23,3 millions. Il était revenu à 8,3 millions au 30 juin 1937 et a enregistré depuis une progression faible, quoique continue, qui l'a porté à 9,6 millions au 31 mars 1938.

2. Actif.

Chacun des postes composant l'ensemble des disponibilités enregistre un recul au cours de l'exercice, ainsi qu'il ressort du tableau ci-dessous :

Millions de francs suisses or	31 mars 1937	31 mars 1938
Or en lingots	45,1	20,9
Encaisse devises	25,6	22,2
Fonds à vue	26,5	15,8
Portefeuille réescomptable . .	232,0	229,6
Total :	329,2	288,5

Si l'on excepte le portefeuille réescomptable, qui ne s'est jamais sensiblement abaissé au-dessous de son chiffre actuel, les autres postes d'encaisse ont enregistré au cours de l'année des fluctuations assez considérables. L'or en lingots a dépassé 51 millions et s'est abaissé à moins de 10 millions, suivant que la politique de nos opérations nous conduisait à augmenter ou à réduire l'excédent de l'encaisse lingots sur les dépôts-or à vue, représentant notre stock d'or propre constituant en quelque sorte notre volant de trésorerie pour nos transactions sur métal jaune. L'encaisse devises a oscillé entre 52 et 20 millions. Enfin, les fonds à vue ont atteint jusqu'à près de 43 millions, pour revenir, dans d'autres circonstances, à environ 13 millions.

La composition de notre portefeuille fait ressortir en outre, en fin d'exercice, un volume d'effets de commerce et d'acceptations de banques de 126,8 millions, supérieur à celui des bons du Trésor, qui s'élève à 102,8 millions, alors que la proportion avait été l'inverse depuis environ quatre ans.

La réduction des postes de disponibilités trouve sa contre-partie dans l'accroissement des fonds à terme placés à intérêts et dans celui des effets et placements divers, qui comprend aussi l'augmentation de l'ensemble du bilan. Les premiers passent en effet de 28,7 à 53,9 millions de francs suisses or, et les seconds, de 259,4 à 300,5 millions. Observons que, parmi les effets et placements divers, ceux dont l'échéance est inférieure à trois mois passent, au cours de l'exercice, de 95 à 146 millions, ceux de trois à six mois d'échéance reviennent

de 75 à 64 millions, tandis que ceux à plus de six mois s'accroissent légèrement de 89 à 90 millions.

L'évolution de nos opérations nous conduit à présenter les quelques remarques suivantes.

La tendance des banques centrales, que nous avons déjà signalée dans notre précédent Rapport annuel, à rembourser les crédits mis à la disposition de leur marché et ayant pris la forme de placements à terme non fixé s'est encore accentuée, et nous nous trouvons avoir substitué à ce type de placements, dans la plupart des cas, soit des crédits de caractère saisonnier, soit des crédits octroyés dans l'intérêt du développement du commerce international et sur lesquels nous reviendrons plus loin.

De même que les autres institutions financières, la Banque s'est heurtée, au cours de l'année dernière, à la difficulté de trouver des placements adéquats à des taux d'intérêt rémunérateurs.

Sans doute la baisse des taux à court terme n'a-t-elle pas été constante, au cours de l'exercice, sur certains grands marchés; mais les périodes de tension ont été en général brèves. Pour ne prendre qu'un exemple, les taux de négociation des bons du Trésor américain à trois mois, qui étaient d'environ 0,20% à mi-juillet 1937, se sont bien élevés jusqu'à 0,45% au début de septembre, mais pour revenir à 0,25% à la fin du même mois et à 0,05% à fin décembre.

* * *

Comme nous l'avons déjà précisé plus haut en indiquant l'évolution du chiffre de l'or conservé sous dossier pour le compte des banques centrales, c'est principalement pendant le premier trimestre et vers la fin de l'exercice écoulé que nos opérations sur or ont enregistré leur volume le plus important. La technique de ces opérations est demeurée à peu de chose près celle que nous avons décrite dans notre précédent Rapport annuel. Toutefois, notre tâche a été compliquée par le fait que les banques centrales ne procédaient à des mouvements d'or que presque toujours dans la même direction. Pendant la plus grande partie de l'année, on n'enregistrait au même moment à peu près que des demandes ou que des offres; les transports s'effectuaient tous dans une direction donnée, de sorte qu'il était à peu près impossible de faire des compensations.

Au cours du dernier mois de l'exercice social, des occasions se sont à nouveau présentées d'effectuer des opérations de cet ordre et d'établir de la sorte notre activité dans ce domaine sur une base plus normale.

* * *

Nous devons également faire mention d'un certain développement de nos opérations de crédits aux banques centrales dans le but précis de faciliter les

transactions commerciales. Les difficultés rencontrées par les exportateurs pour l'obtention de crédits normaux et, par suite, pour la couverture des risques de change à terme lorsqu'il existe des restrictions au trafic des devises ou lorsqu'une monnaie est soumise à une certaine pression, ont rendu souhaitable l'octroi de facilités spéciales. La Banque a eu la possibilité de rendre certains services dans le mécanisme de l'élaboration de facilités de cette nature en accordant des crédits aux banques centrales; dans certains cas, elle a pu mettre sur pied des crédits réciproques, système sous l'empire duquel les crédits consentis par une banque centrale en sa propre devise trouvent leur contre-partie, par l'intermédiaire de la Banque des Règlements Internationaux, dans des crédits obtenus par celle-ci dans une devise étrangère et provenant d'une autre banque centrale.

Ces opérations, de même que les recherches auxquelles elles ont donné naissance, ont contribué à révéler plus clairement les difficultés réelles qui existent dans certains domaines et la mesure limitée dans laquelle on peut s'attendre à un fonctionnement du financement international dans tous les cas où les conditions fondamentales sur les marchés monétaires et commerciaux ne seront pas réglées.

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

La situation, en ce qui concerne les paiements d'annuités par l'Allemagne, la Hongrie, la Bulgarie et la Tchécoslovaquie aux termes du Nouveau Plan adopté à la Conférence de La Haye de janvier 1930, ne s'est pas modifiée au cours de l'exercice et ces Puissances n'ont effectué aucun versement d'annuités à la Banque.

La situation relative au service de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924 et de l'Emprunt International 5 1/2 % 1930 du Gouvernement Allemand est également restée invariable pendant l'exercice pour ce qui concerne les mandataires (trustees) respectifs; depuis le 1^{er} juillet 1934, le Gouvernement allemand n'a fourni aux mandataires (trustees) respectifs aucun des fonds nécessaires, dans les monnaies des diverses tranches, pour le service de ces emprunts. Toutefois, certains groupes de porteurs d'obligations ont continué à bénéficier du régime introduit par des accords spéciaux conclus entre le Gouvernement allemand et divers autres Gouvernements. Les porteurs spécifiés dans ces accords ont été en mesure de se faire payer, dans la monnaie du pays de leur domicile, la totalité ou une fraction de la valeur nominale de leurs coupons. Quant aux porteurs qui ne touchent pas de cette manière le montant nominal intégral de leurs coupons et qui n'ont pas renoncé à leur droit au paiement

de ce montant, le Gouvernement allemand a continué à leur offrir de liquider les montants dus par un paiement en reichsmarks calculé au taux de change officiel de la Reichsbank, l'utilisation de ces reichsmarks étant régie par des principes semblables à ceux appliqués pour l'utilisation des «registermarks». Les mandataires (trustees) des emprunts respectifs ne sont parties à aucun de ces accords spéciaux, ils n'ont eu aucune part dans leur exécution et ils les ont jugés incompatibles avec les Obligations générales et les accords internationaux y relatifs. La contre-valeur en francs suisses or des devises relatives aux emprunts respectifs qui ont été déposées aux noms des mandataires (trustees), à la date du 31 mars 1938, est indiquée à l'annexe VI.

Pendant l'année examinée, la Banque, en sa qualité de mandataire (trustee) de l'Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930, a régulièrement et ponctuellement reçu et distribué les versements mensuels requis pour le service de l'emprunt, conformément aux termes de l'Obligation générale. Les opérations du fonds d'amortissement, pendant l'année, ont permis l'amortissement d'obligations pour une valeur nominale totale équivalant à environ 4.790.000 francs suisses or. Un état des recettes et des paiements, certifié par les commissaires-vérificateurs, pour la dernière année complète de l'emprunt ayant pris fin le 30 juin 1937, est joint au présent Rapport (annexes IVa et IVb). En vue de montrer la situation lors de la dernière date d'échéance des coupons d'intérêt, il a été également joint (annexe V) un relevé en cours d'exercice des recettes et des paiements pour le semestre ayant pris fin le 31 décembre 1937. De plus, la contre-valeur en francs suisses or des fonds affectés audit emprunt et déposés au nom du mandataire (trustee), à la date du 31 mars 1938, est indiquée à l'annexe VI.

La Banque a continué à remplir les fonctions d'intermédiaire pour le règlement des questions financières impliquées par le rattachement à l'Allemagne du Territoire de la Sarre. Le Gouvernement allemand s'est engagé à racheter à la France les mines de la Sarre, chemins de fer, etc., pour une somme forfaitaire de 900 millions de francs français, dont le paiement, échelonné sur une période de cinq ans, doit s'effectuer selon des modalités convenues. Le tableau ci-dessous indique les montants progressifs affectés à ce rachat ainsi que leur répartition correspondante.

La Banque a également prêté le concours de ses services aux Gouvernements français et allemand en vue du règlement des questions financières impliquées par l'exécution d'un accord prévoyant une modification de la frontière franco-allemande.

En sa qualité d'intermédiaire pour le service, en Suisse, de l'Emprunt français de Sécurité Nationale 4 $\frac{1}{2}$ % 1937, la Banque a désigné, pour le compte

Millions de francs français	Période finissant le 31 mars 1937	Année finissant le 31 mars 1938	Total
Francs français et autres moyens de paiement étrangers recueillis dans la Sarre et échangés contre des reichsmarks	274,4	—	274,4
Livraisons gratuites de charbon . .	237,2	151,0	388,2
Versements effectués par le Gouvernement allemand en compensation des dégâts de surface, indemnités, droits, etc.	14,8	4,0	18,8
Total:	526,4	155,0	681,4

du Gouvernement français, les banques suisses et les succursales des banques françaises en Suisse qui sont les établissements payeurs de l'emprunt. La Banque a reçu du Gouvernement français les montants en francs suisses exigés par le paiement des coupons de l'emprunt venus à échéance le 1^{er} septembre 1937 et le 1^{er} mars 1938 et présentés en Suisse; elle a fourni aux divers établissements payeurs, au fur et à mesure de leur besoins, les fonds nécessaires pour payer tous les coupons sur présentation.

3. BÉNÉFICES NETS ET RÉPARTITION.

Il incombe à la présente Assemblée Générale de prendre une décision en ce qui concerne le dividende et de faire des affectations aux fonds de réserves. Les bénéfices nets de l'exercice, après provision pour charges éventuelles, s'élèvent à 9.011.956,53 francs suisses or contre 9.071.570,02 francs suisses or pour le septième exercice social, le franc suisse or étant défini par l'article 5 des statuts de la Banque comme équivalant à 0,29032258... gramme d'or fin. Au bilan du 31 mars 1938, toutes les monnaies sont évaluées au cours le plus bas coté sur le marché à cette date, ou au-dessous de ce taux; tous les actifs sont évalués aux cours du marché ou au-dessous de ces cours, s'il y a cotation, et à leur valeur d'achat ou au-dessous de cette valeur, dans le cas contraire. Le montant des bénéfices indiqués ci-dessus a été établi sans tenir compte des bénéfices de change résultant d'une position courte de la Banque en monnaies dépréciées; les pertes de change, au contraire, ont été amorties.

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 450.597,83

francs suisses or (453.578,50 francs suisses or en 1937), il est proposé à l'Assemblée Générale de fixer le dividende à 6% l'an pour le huitième exercice social. Le paiement de ce dividende nécessite un prélèvement de 7.500.000 francs suisses or (7.500.000 francs suisses or en 1937). Les bénéfices nets encore disponibles après la distribution de ce dividende, si elle est votée, s'élèvent à 1.061.358,70 francs suisses or, dont l'utilisation est fixée par l'article 53 des statuts.

Faisant usage de la faculté que lui donne l'alinéa c) de l'article 53, le Conseil d'Administration a décidé d'inscrire au crédit du Fonds spécial de réserve de dividendes, prévu par les statuts, la somme de 212.271,74 francs suisses or, montant maximum qu'il est permis, aux termes des statuts, de prélever à cette fin sur les bénéfices nets de l'exercice actuel (223.598,30 francs suisses or en 1937).

Une fois décidées les affectations aux postes ci-dessus, vous êtes priés, sur le solde restant, d'affecter au Fonds de réserve générale, ainsi qu'il est stipulé à l'alinéa d) de l'article 53, un montant de 424.543,48 francs suisses or (447.196,61 francs suisses or en 1937). Le total de la Réserve légale, de la Réserve de dividendes et de la Réserve générale, s'élèverait dès lors, à la fin du huitième exercice, à 24.270.934,82 francs suisses or.

Le même article des statuts règle la répartition du solde final, soit 424.543,48 francs suisses or, entre les gouvernements ou les banques centrales d'Allemagne et des pays ayant droit à une part dans les annuités prévues à l'Accord de La Haye de janvier 1930, c'est-à-dire entre ceux qui auront laissé à la Banque des dépôts à terme ne pouvant être retirés qu'après un délai minimum de cinq ans. Aucune banque centrale n'a déposé, à l'heure actuelle, des fonds de cette nature, mais les gouvernements des pays suivants ont effectué des dépôts qui ont droit — en raison de la durée minimum prévue pour ces dépôts — à participer à la répartition du solde des bénéfices, soit 424.543,48 francs suisses or (447.196,61 francs suisses or en 1937), pour les montants ci-après.

Les comptes de la Banque et son huitième bilan annuel ont été dûment vérifiés par MM. Price, Waterhouse & Cie, comptables assermentés. Copie du bilan est donnée à l'annexe II, 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 III.

	1937/38	1936/37
Dépôts du Compte de Trust des Annuités prévus à l'Article IV(e) du Contrat de Mandat (Trust):		
	Francs suisses or	
France	133.407,30	131.366,53
Grande-Bretagne	52.132,53	51.335,04
Italie	27.230,48	26.813,93
Belgique	14.730,44	14.505,10
Roumanie	2.573,54	2.534,17
Yougoslavie	10.710,82	10.546,97
Grèce	882,36	868,86
Portugal	1.691,18	1.665,31
Japon	1.691,18	1.665,31
Pologne	49,02	48,27
	<hr/>	<hr/>
	245.098,85	241.349,49
Dépôt sans intérêt du Gouvernement allemand prévu à l'Article IX du Contrat de Mandat (Trust)	122.549,43	120.674,74
Dépôt du Gouvernement français (Sarre) . . .	1.806,20	2.703,89
Fonds de Garantie du Gouvernement français prévu à l'Article XIII du Contrat de Mandat (Trust)	55.089,—	82.468,49
	<hr/>	<hr/>
	424.543,48	447.196,61

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

L'Assemblée Générale extraordinaire, tenue le 3 mai 1937, a adopté les amendements aux statuts mentionnés dans le septième Rapport annuel. Ainsi que l'indiquait ce Rapport, les amendements en question rendent possible la séparation des fonctions de Président du Conseil d'Administration et de Président de la Banque. L'élection de Sir Otto Niemeyer au poste de Président du Conseil et celle du signataire du présent Rapport au poste de Président de la Banque, préalablement décidées par le Conseil sous réserve de l'adoption des amendements mentionnés, devinrent alors effectives. La démission de Dr. Trip comme Président du Conseil et Président de la Banque, double poste qu'il a occupé avec une haute distinction pendant les deux années antérieures, devint également effective ce même jour. La Banque a contracté envers Dr. Trip, qui reste membre du Conseil, une dette de profonde reconnaissance pour les services éminents qu'il lui a rendus.

Lorsque le Gouverneur E. Labeyrie, Administrateur d'office, dont la cordiale collaboration a été grandement appréciée, se démit de ses fonctions de Gouverneur de la Banque de France, il fut remplacé par M. Pierre Fournier, jusqu'alors Sous-Gouverneur. Depuis quelque temps déjà, M. Fournier prenait part

aux travaux du Conseil, en sa qualité de suppléant, et sa participation comme membre d'office fut accueillie avec sympathie. M. Fournier a choisi pour suppléant M. de Boisanger. Le mandat de M. Kano, qui est venu à expiration en mai 1937, a été renouvelé par le Gouverneur de la Banque du Japon. En juillet, M. Yanagita a été maintenu dans ses fonctions de substitut par le nouveau Gouverneur de cette institution. M. Galopin, dont le mandat expirait en décembre, a été nommé Administrateur par le Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique pour une nouvelle période de trois ans.

La mort, en décembre dernier, de M. Franck, Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, nous a enlevé un administrateur d'office qui avait siégé au Conseil depuis la fondation de la Banque. Les éminents services rendus par le Gouverneur Franck à la Banque ont été appréciés par tous, et la perte d'un collaborateur aussi dévoué et d'un ami aussi éprouvé a été profondément déplorée.

En décembre, le Conseil a également appris avec un profond regret la mort de Dr. Vissering, ex-Président de la Nederlandsche Bank et membre du Conseil aux premiers jours de la Banque.

M. Georges Janssen, successeur de M. Franck au poste de Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, est entré au Conseil comme Administrateur d'office, en janvier, et il a nommé M. Baudewyns suppléant, en remplacement de M. Goffin, démissionnaire.

La fin tragique et prématurée, en septembre dernier, de M. Pierre Quesnay, premier Directeur Général de la Banque, a profondément ému tous ses amis et collègues et elle constitue pour notre institution une perte douloureuse. M. Quesnay, l'un des premiers promoteurs de la proposition qui tendait à créer une banque internationale, avait toujours été un partisan fervent de la collaboration entre banques centrales et il en a appliqué avec succès le principe dans la pratique. En lui, la Banque a perdu non seulement un homme d'une envergure exceptionnelle qui rendit d'éminents services à notre institution, mais encore un homme doué d'un sens humain profond.

En janvier, le Conseil a nommé Directeur Général M. Roger Auboin, dont les travaux sur les problèmes financiers sont très connus non seulement dans son pays, mais encore à l'étranger.

VIII. CONCLUSION.

L'année 1938 est celle du vingtième anniversaire de la conclusion de la guerre mondiale qui, en détruisant d'immenses richesses et, plus encore, en détériorant l'organisme délicat édifié pendant les années de paix, a miné le système monétaire mondial. Après de grands efforts de reconstruction, un nouvel ordre monétaire réussit à se maintenir pour une courte période, pendant les années qui suivirent la guerre. Mais ses fondements se révélèrent trop peu solides pour résister à l'épreuve de la grande dépression, lorsqu'une grave crise financière intensifia les effets du ralentissement du cycle industriel et d'une surabondance générale de la production agricole.

Une fois de plus, la base d'un ordre monétaire se précise peu à peu. Les monnaies d'un nombre grandissant de pays ont été ajustées à des niveaux qui peuvent être maintenus d'une manière permanente, et il en est résulté des conditions plus favorables pour assurer une base solide à la stabilité des changes. La charge de l'endettement international a été réduite par des remboursements, des conversions et autres procédés, et elle ne constitue plus un obstacle réel au rétablissement de l'équilibre monétaire. Des progrès ont donc été réalisés, mais la tâche de l'avenir reste aussi importante, à maints égards, que celle du passé, car les méthodes actuelles manquent encore de cohérence, la technique n'est pas encore parfaite et, par-dessus tout, la confiance générale, condition essentielle de la stabilité internationale, fait encore défaut.

L'ordre monétaire n'est fondamentalement possible que si, dans chacun des pays, le public a confiance dans les arrangements monétaires intérieurs, car son inquiétude risque non seulement d'affecter le fonctionnement normal du marché intérieur, mais encore d'endommager par ses répercussions la structure monétaire internationale. Comme M. van Zeeland l'a souligné dans son rapport, « chaque pays doit, avant tout, compter sur lui-même; c'est à lui de faire le nécessaire, de décréter les mesures qui rendent possible sa participation à l'action internationale. Il est en droit d'attendre des autres États qu'ils ne dressent point devant lui d'obstacles artificiels et même qu'ils prennent une attitude générale conforme aux exigences d'un véritable esprit de collaboration internationale. Mais l'effort décisif lui incombe, à lui essentiellement ». Il n'est certes pas probable que les gouvernements d'aujourd'hui consentent actuellement à se lier par des traités et autres engagements formels pour une action monétaire future, mais ils peuvent, néanmoins, être disposés à s'entendre sur certains objectifs généraux de leurs politiques respectives. Ainsi, dans l'Accord tripartite de septembre 1936, intervenu entre les États-Unis, le Royaume-Uni et la France,

auquel trois autres pays, la Suisse, les Pays-Bas et la Belgique, ont adhéré depuis, il a été décidé d'éviter, dans toute la mesure du possible, que des troubles puissent affecter les bases des changes et d'assurer des consultations à cette fin chaque fois que la nécessité s'en fera sentir. L'accord attache, en outre, la plus grande importance au développement du commerce international et à ce qu'une action spéciale soit entreprise pour atténuer progressivement, en vue de leur abolition, les contingents et les contrôles des changes. Enfin, il exprime l'espoir qu'il ne sera procédé à aucune dépréciation monétaire dans l'intention d'obtenir des avantages déraisonnables et de contrecarrer par là les efforts poursuivis pour restaurer des relations économiques plus stables.

Sera-t-il possible, dans la pratique, d'assurer l'observation générale de ces principes? On ne le saura que si l'on peut établir un équilibre économique et financier suffisant dans les relations mutuelles des différents pays, pour assurer le fonctionnement normal d'un système monétaire international.

Avant la guerre, il n'y avait pas, en règle générale, de décalage fondamental entre les monnaies, et aucun pays important ne suivait une politique susceptible de compromettre l'équilibre établi. Les relations des nations furent non seulement plus pacifiques de 1815 à 1914 que pendant toute autre période de l'histoire moderne, mais les guerres elles-mêmes n'entraînèrent pas de dépréciations monétaires permanentes, les seules exceptions dignes d'être relevées sont certaines dévaluations relativement limitées en Autriche et en Russie. Personne ne gardait le souvenir de pertes monétaires assez sérieuses pour concevoir des inquiétudes sur la substance même de ses économies ou hésiter, par crainte de difficultés de change ou de transfert, à octroyer des crédits commerciaux à des clients étrangers. Dans ce temps-là, les problèmes monétaires étaient principalement d'ordre technique et ils n'étaient pas affectés par les répercussions de la politique dans le domaine national et international.

Aujourd'hui, au contraire, ce n'est pas seulement la grave question de la paix ou de la guerre qui exerce son influence, mais encore l'attitude générale des différents Etats vis-à-vis du développement des échanges internationaux de marchandises et de services; en réalité, les armements et autres mesures qui développent surtout l'activité intérieure peuvent avoir sur la situation des devises des répercussions peu désirables. Il est impossible de ne pas constater que l'accroissement de l'activité «dirigée» suscite de nouvelles difficultés. Il n'est pas facile à l'intérieur d'un seul et même pays d'assurer une coordination satisfaisante des plans élaborés par les divers services du gouvernement, ou de ceux qui s'appliquent à diverses branches de la production. Combien ceci est plus difficile encore si, en outre, chacun des pays construit sa propre politique sans presque tenir aucun compte de celle des autres pays. Comment s'étonner, dans ces circonstances, que ceux qui se préoccupent de rétablir des conditions

qui garantiront le développement régulier de la prospérité et, par conséquent, en général, des conditions de vie insistent sur la nécessité de consultations comme moyen d'éviter entre les politiques des incompatibilités et des heurts qui nuiraient à tous les intéressés?

Il n'existe aucune raison de croire que les difficultés sont insurmontables. Adhérer à un système monétaire commun ne signifie pas que les pays pris individuellement ne pourront plus poursuivre des politiques intérieures conçues sur des plans différents. Mais cela signifie que, tout en agissant ainsi, ils devront observer certains principes généraux concernant la structure de leurs prix de revient et de vente et les conditions de leur crédit, principes sans lesquels aucune stabilité monétaire ne saurait être garantie. Ces pays, en s'imposant ces limites, agissent dans leur propre intérêt puisque leur but est d'assurer le maintien d'une monnaie saine à l'intérieur et d'établir avec les autres pays des relations monétaires et de crédit qui permettront le développement de leur industrie et de leur commerce sans que l'effet paralysant d'incalculables risques monétaires soit à redouter. En somme, le mécanisme monétaire devrait être conçu et utilisé de telle sorte qu'il contribue à aider et non à empêcher les échanges intérieurs et extérieurs de marchandises.

J. W. BEYEN
Président.

ANNEXES

BANQUES CENTRALES ET AUTRES INSTITUTIONS BANCAIRES POSSÉDANT LES DROITS DE REPRÉSENTATION ET DE VOTE A L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DE LA BANQUE

«La propriété d'une action de la Banque ne comporte aucun droit de vote ni de représentation aux Assemblées Générales. Les droits de représentation et de vote sont exercés, en proportion du nombre des actions souscrites dans chaque pays, par la banque centrale de ce pays ou par la personne désignée par elle. Si la banque centrale d'un pays quelconque ne désire pas exercer ces droits, ils peuvent l'être par un établissement financier de réputation largement reconnue et de même nationalité, désigné par le Conseil, et contre lequel la banque centrale du pays en question n'aura pas soulevé d'objections. Dans le cas où il n'existe pas de banque centrale, ces droits peuvent être exercés, si le Conseil le juge opportun, par un établissement financier qualifié du pays en question choisi par le Conseil.» (Article 15 des Statuts de la Banque).

I N S T I T U T I O N S	Nombre de votes
Bank of England, Londres	19.772
Banque Nationale de Belgique, Bruxelles	19.772
Banque de France, Paris	19.772
Banca d'Italia, Rome	19.772
Reichsbank, Berlin	19.772
» » (afférents aux actions détenues par la Banque Nationale d'Autriche en liquidation)	4.000
The Industrial Bank of Japan, Tokio	19.770
The First National Bank of New York, New-York	19.770
De Nederlandsche Bank, N. V., Amsterdam	4.000
Schweizerische Nationalbank, Zurich	4.000
Sveriges Riksbank, Stockholm	4.000
Bank von Dantzig, Dantzig	4.000
Finlands Bank, Helsingfors	4.000
Banque de Grèce, Athènes	4.000
Banque Nationale de Bulgarie, Sofia	4.000
Danmarks Nationalbank, Copenhague	4.000
Banque Nationale de Roumanie, Bucarest	4.000
Bank Polski, Varsovie	4.000
Magyar Nemzeti Bank, Budapest	4.000
Národní Banka Československá, Prague	4.000
Norges Bank, Oslo	4.000
Banque Nationale du Royaume de Yougoslavie, Belgrade	4.000
Latvijas Banka, Riga	500
Lietuvos Bankas, Kaunas	500
Banca Nazionale d'Albania, Rome	500
Eesti Pank, Tallinn	100
	200.000

BILAN AU

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

ACTIF			
			%
I. OR EN LINGOTS		20.906.770,13	3,3
II. ENCAISSE			
A la Banque et en compte courant dans d'autres Banques		22.174.222,86	3,4
III. FONDS A VUE placés à intérêts		15.794.917,18	2,5
IV. PORTEFEUILLE RÉESCOMPTABLE			
1. Effets de commerce et acceptations de Banque	126.778.655,73		19,7
2. Bons du Trésor	102.831.511,15		16,0
		229.610.166,88	
V. FONDS A TERME placés à intérêts			
1. A 3 mois au maximum	52.364.145,50		8,1
2. De 3 à 6 mois d'échéance	1.526.960,03		0,2
		53.891.105,53	
VI. EFFETS ET PLACEMENTS DIVERS			
1. Bons du Trésor	91.364.860,14		14,2
2. Effets de Chemins de fer et de l'Adminis- tration des Postes, autres effets et place- ments divers	209.127.863,96		32,5
		300.492.724,10	
VII. AUTRES ACTIFS			
1. Garantie reçue de Banques Centrales sur effets cédés	934.663,98		0,1
2. Autres postes	226.362,91		0,0
		1.161.026,89	
		644.030.933,57	100,0

NOTE — La totalité des dépôts à court terme et à vue en monnaies diverses (Article IV du Passif) est largement couverte par des avoirs soit dans les monnaies initiales des dépôts, soit dans des monnaies libres de toutes restrictions de change. Parmi les engagements à long terme, le Dépôt du Gouvernement français (Sarre) et le Fonds de garantie du Gouvernement français (Article III, 3 et 4) sont couverts de façon semblable. Les autres engagements à long terme (Article III, 1 et 2), qui figurent dans nos livres en monnaie soumise à des restrictions (bien que l'engagement de la Banque relatif à l'Article III, 1 ne soit pas clairement établi), sont couverts par des avoirs dans la même monnaie, la valeur-or d'une très grande partie de ces avoirs étant expressément garantie.

Le Capital, les Réserves et le Surplus sont représentés, en grande partie, par des avoirs placés dans des pays où des restrictions de change, en vigueur à l'heure actuelle, ne permettent pas de convertir librement ces monnaies en or ou en d'autres monnaies; toutefois, une importante proportion desdits avoirs est couverte par des contrats spéciaux garantissant leur valeur-or et, dans un cas donné, permettant spécifiquement leur transfert. En outre, aux termes de l'Article X de l'Accord de La Haye de janvier 1930, les signataires de cet Accord ont déclaré que la Banque ne pourra subir aucun préjudice du fait d'interdictions ou restrictions à l'exportation de l'or ou de devises ou de toute autre mesure analogue.

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

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

ZURICH, le 27 Avril 1938.

31 MARS 1938

GRAMMES D'OR FIN — ART. 5 DES STATUTS)

PASSIF			
			%
I. CAPITAL			
Capital autorisé et émis			
200.000 actions de 2.500 frs. suisses or chacune libérées de 25 %	500.000.000,—	125.000.000,—	19,4
II. RÉSERVES			
1. Fonds de Réserve Légale	4.237.607,60		
2. Fonds de Réserve de Dividendes	6.315.304,73		
3. Fonds de Réserve Générale	12.630.609,44	23.183.521,77	3,6
III. ENGAGEMENTS A LONG TERME			
1. Dépôts au Compte de Trust des Annuités	153.126.250,—		23,8
2. Dépôt du Gouvernement allemand	76.563.125,—		11,9
3. Dépôt du Gouvernement français (Sarre)	938.000,—		0,1
4. Fonds de garantie du Gouvernement français	28.608.923,65		4,4
		259.236.298,65	
IV. DÉPÔTS A COURT TERME ET A VUE (en monnaies diverses)			
1. Banques Centrales pour leur compte:			
a) De 3 à 6 mois d'échéance	6.950.871,81		1,1
b) A 3 mois au maximum	127.410.948,67		19,8
c) A vue	44.825.146,38		7,0
2. Banques Centrales pour le compte d'autres déposants:			
A vue		179.186.966,86	
		3.308.162,32	0,5
3. Autres déposants:			
a) A 3 mois au maximum	1.170.325,14		0,2
b) A vue	1.021.582,75		0,2
		2.191.907,89	
V. DÉPÔTS A VUE (Or)			
		9.623.220,20	1,5
VI. DIVERS			
1. Garantie donnée sur effets de commerce cédés	1.424.455,09		0,2
2. Autres postes	31.864.444,26		4,9
		33.288.899,35	
VII. SURPLUS			
Bénéfice pour l'exercice social ayant pris fin le 31 mars 1938		9.011.956,53	1,4
		644.030.933,57	100,0

la Banque, pour l'exercice social ayant pris fin le 31 mars 1938. Nous déclarons que nous avons le bilan ci-dessus et la Note qui l'accompagne sont établis de manière à donner une vue exacte pour la contre-valeur des diverses monnaies utilisées, pour autant que cette situation ressort de plications ou renseignements qui nous ont été donnés.

PRICE, WATERHOUSE & Co.
Chartered Accountants

COMPTE DE PROFITS ET PERTES

pour l'exercice social ayant pris fin le 31 Mars 1938

	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	10.977.498,68
Commissions de la Banque:	
En qualité de Mandataire (Trustee) (ou Agent Fiscal des Trustees) d'Emprunts Internationaux	145.177,45
En raison de crédits spéciaux	84.244,25
Droits de transfert	436,50
	11.207.356,88
Frais d'administration:	
Conseil d'Administration — indemnités et frais de voyage	224.008,98
Direction et personnel — traitements et frais de voyage	1.530.232,37
Loyer, assurance, chauffage, éclairage et eau	111.998,12
Fournitures de bureau, livres, périodiques	90.987,81
Téléphone, télégraphe et frais postaux	61.512,35
Rémunérations d'experts (Commissaires-Vérificateurs, interprètes, etc.)	16.191,16
Imposition cantonale	35.289,38
Droits d'abonnement sur l'émission française des actions de la Banque	37.405,15
Divers	87.775,03
	2.195.400,35
BÉNÉFICE NET	9.011.956,53

COMPTE D'AFFECTATION DU BÉNÉFICE NET

	Francs suisses or
BÉNÉFICE NET pour l'exercice social ayant pris fin le 31 mars 1938	9.011.956,53
Réparti conformément à l'Article 53 a), b), c) et d) des Statuts, de la façon suivante:	
Au Fonds de Réserve Légale — 5 % de 9.011.956,53	450.597,83
	8.561.358,70
Dividende au taux de 6 % par an sur le capital versé	7.500.000,—
	1.061.358,70
Au Fonds de Réserve de Dividendes — 20 % de 1.061.358,70	212.271,74
	849.086,96
Au Fonds de Réserve Générale — 50 % de 849.086,96	424.543,48
Solde	424.543,48

Distribué conformément à l'Article 53 e), i) des Statuts, de la façon suivante:

	Francs suisses or
Dépôts au Compte de Trust des Annuités prévus à l'Article IV e) du Contrat de Mandat (Trust)	
France	133.407,30
Grande-Bretagne	52.132,53
Italie	27.230,48
Belgique	14.730,44
Roumanie	2.573,54
Yougoslavie	10.710,82
Grèce	882,36
Portugal	1.691,18
Japon	1.691,18
Pologne	49,02
	245.098,85
Dépôt sans intérêt du Gouvernement allemand prévu à l'Article IX du Contrat de Mandat (Trust)	122.549,43
Dépôt du Gouvernement français (Sarre)	1.806,20
Fonds de Garantie du Gouvernement français prévu à l'Article XIII du Contrat de Mandat (Trust)	55.089,—
	424.543,48

TRUSTEE DE L'EMPRUNT INTERNATIONAL DE

État des Recettes et des Paiements pour la septième

Recettes

	Tranche américaine Dollars	Tranches anglaise et hollandaise Sterling
1. SOLDES EN BANQUE au 1 ^{er} juillet 1936	781.009,57	108,940. 4. 1
2. REÇU DU GOUVERNEMENT AUTRICHIEN pour :		
le service des intérêts :		
espèces	1.466.290,49	206,650. 9. 2
intérêts courus sur les obligations remises par le Gouvernement autrichien pour annulation (voir ci-dessous)	8.539,42	1,232.16. 1
l'amortissement des obligations :		
espèces	17.241,53	552.18.10
obligations remises par le Gouvernement autrichien pour annulation (voir ci-dessous)	613.786,47	86,422. 1. 2
les frais	3.759,—	967.10.—
3. INTÉRÊTS PERÇUS sur les fonds employés en attendant leur utilisation pour le service de l'emprunt	1.079,09	291.15. 3
	2.891.705,57	405,057.14. 7

Paiements

1. INTÉRÊTS		
Coupons échus et intérêts courus sur les obligations rachetées pour le fonds d'amortissement ou remises par le Gouvernement autrichien contre reversement en espèces	1.483.417,60	209,394.10.—
Intérêts courus sur les obligations remises par le Gouvernement autrichien en paiement partiel des versements pour le service de l'emprunt (voir ci-dessus)	8.539,42	1,232.16. 1
2. AMORTISSEMENT		
Obligations sorties aux tirages et remboursées	—	—
Obligations rachetées par les Agents Financiers	790,—	484. 5.—
Obligations remises par le Gouvernement autrichien contre reversement en espèces	—	—
Obligations remises par le Gouvernement autrichien en paiement partiel des versements pour le service de l'emprunt (voir ci-dessus)	613.786,47	86,422. 1. 2
3. FRAIS		
Commission et frais des Agents Financiers et indemnités et frais du Mandataire (Trustee)	4.247,20	1,177. 5. 1
4. SOLDES EN BANQUE au 30 juin 1937, détenus aux fins indiquées à l'Annexe IV b	780.924,88	106,346.17. 3
	2.891.705,57	405,057.14. 7

NOTE — L'obligation définitive de la tranche américaine de l'emprunt contient une clause de «monnaie-or», mais donner effet à cette clause.

CERTIFICAT DES

Nous avons vérifié les livres et les comptes du Mandataire (Trustee) de l'Emprunt International 30 juin 1937, et nous certifions que l'État des Recettes et des Paiements ci-dessus est conforme transactions de la période précitée. Nous avons aussi vérifié les soldes en banque au 30 juin 1937,

ZURICH, le 9 Août 1937.

LA RÉPUBLIQUE FÉDÉRALE D'AUTRICHE 1930

année de l'Emprunt (du 1^{er} Juillet 1936 au 30 Juin 1937)

Tranche italienne Lires	Tranche suédoise Cour. suédoises	Tranche suisse Francs suisses	Tranche autrichienne Schillings	Frais généraux	
				Sterling	Francs suisses
3.152.692,52	527.914,69	801.881,12	2.093.756,75	—	—
5.897.937,76	632.236,88	1.481.733,93	3.872.487,57	—	—
41.736,53	—	6.780,27	—	—	—
6.830,03	216.335,—	91.709,70	1.543.832,30	—	—
2.460.079,97	—	524.070,30	—	—	—
30.208,50	2.867,25	7.554,40	18.096,04	300.—,—	27.548,95
8.884,01	4.006,27	2.236,19	—	—	—
11.598.369,32	1.383.360,09	2.915.965,91	7.528.172,66	300.—,—	27.548,95

5.859.478,15	642.530,—	1.498.570,93	3.935.640,06	—	—
41.736,53	—	6.780,27	—	—	—
—	202.910,—	—	—	—	—
—	—	55.327,50	19.650,—	—	—
6.559,15	—	33.990,—	1.560.721,92	—	—
2.460.079,97	—	524.070,30	—	—	—
32.657,32	3.458,91	7.775,05	23.375,65	300.—,—	27.548,95
3.197.858,20	534.461,18	789.451,86	1.988.785,03	—	—
11.598.369,32	1.383.360,09	2.915.965,91	7.528.172,66	300.—,—	27.548,95

le Gouvernement autrichien, suivant la procédure adoptée en juillet 1933, n'a pas fourni les sommes nécessaires pour

COMMISSAIRES-VÉRIFICATEURS

de la République Fédérale d'Autriche 1930, pour la septième année de l'emprunt ayant pris fin le à ces livres et comptes et qu'il reproduit correctement, avec la Note qui l'accompagne, les au moyen de déclarations fournies par les dépositaires.

PRICE, WATERHOUSE & Co.
Chartered Accountants.

TRUSTEE DE L'EMPRUNT INTERNATIONAL DE

État indiquant les Fonds entre les mains

Les soldes en banque au 30 juin 1937 étaient détenus pour :

- | | |
|--|--|
| 1. a) les coupons échus non encore présentés | |
| b) les coupons à échéance du 1 ^{er} juillet 1937 | |
| 2. les frais encourus au 30 juin 1937, mais non liquidés à cette date | |
| Fonds détenus pour la liquidation des engagements existants et futurs | |
| 3. le compte d'amortissement des obligations | |
| 4. les autres fonds en caisse (dont 5.609,80 francs suisses déposés dans une banque, anciennement Agent Financier, qui a suspendu ses paiements) | |
| Total des soldes en banque d'après l'État des Recettes et des Paiements — Annexe IVa . | |

État indiquant les obligations

- | | |
|---|--|
| Valeur nominale des obligations émises | |
| Moins la valeur nominale des obligations amorties pendant : | |
| 1. les six premières années de l'emprunt | |
| 2. la septième année de l'emprunt | |
| Valeur nominale des obligations non amorties au 30 juin 1937 (voir note ci-dessous) | |

NOTE: Quand elles sont amorties par tirages,

LA RÉPUBLIQUE FÉDÉRALE D'AUTRICHE 1930

des Dépositaires au 30 Juin 1937

Tranche américaine Dollars	Tranches anglaise et hollandaise Sterling	Tranche italienne Lires	Tranche suédoise Cour. suédoises	Tranche suisse Francs suisses	Tranche autrichienne Schillings
16.597,—	1,190.—.—	167.445,25	—	22.715,—	47.475,86
727.958,—	102,567.10.—	2.928.100,—	314.370,—	735.595,—	1.900.617,60
1.947,25	— 2. 2	15.514,48	1.834,59	3.798,91	9.503,17
746.502,25	103,757.12. 2	3.111.059,73	316.204,59	762.108,91	1.957.596,63
16.478,32	88.—. 3	431,76	216.500,—	3.030,46	128,02
17.944,31	2,501. 4.10	86.366,71	1.756,59	24.312,49	31.060,38
780.924,88	106,346.17. 3	3.197.858,20	534.461,18	789.451,86	1.988.785,03

non amorties au 30 Juin 1937

25.000.000,—	3.500.000,—	100.000.000,—	10.000.000,—	25.000.000,—	50.000.000,—
3.600.400,—	484.500,—	13.536.000,—	821.000,—	3.370.000,—	6.376.700,—
600.800,—	85.000,—	2.804.000,—	197.000,—	613.000,—	1.198.800,—
20.798.800,—	2.930.500,—	83.660.000,—	8.982.000,—	21.017.000,—	42.424.500,—

les obligations sont remboursables à 103 %.

TRUSTEE DE L'EMPRUNT INTERNATIONAL DE

Relevé en cours d'exercice des Recettes et des Paie-

	Dollars
Valeur nominale des obligations émises	25.000.000,—
Valeur nominale des obligations restant en circulation au 31 décembre 1937	20.600.800,—

Recettes

1. SOLDES EN BANQUE au 1 ^{er} juillet 1937	780.924,88
2. REÇU DU GOUVERNEMENT AUTRICHIEN pour:	
le service des intérêts:	
espèces	707.045,90
intérêts courus sur les obligations remises par le Gouvernement autrichien pour annulation (voir ci-dessous)	3.339,19
l'amortissement des obligations:	
espèces	152.172,—
obligations remises par le Gouvernement autrichien pour annulation (voir ci-dessous)	184.370,—
les frais	1.857,—
3. INTÉRÊTS PERÇUS sur les fonds employés en attendant leur utilisation pour le service de l'emprunt	666,57
	1.830.375,54

Paie-

1. INTÉRÊTS	
Coupons échus et intérêts courus sur les obligations rachetées pour le fonds d'amortissement ou remises par le Gouvernement autrichien contre reversement en espèces	726.879,41
Intérêts courus sur les obligations remises par le Gouvernement autrichien en paiement partiel des versements pour le service de l'emprunt (voir ci-dessus)	3.339,19
2. AMORTISSEMENT	
Obligations rachetées par les Agents Financiers	19.570,—
Obligations remises par le Gouvernement autrichien contre reversement en espèces	—
Obligations remises par le Gouvernement autrichien en paiement partiel des versements pour le service de l'emprunt (voir ci-dessus)	184.370,—
3. FRAIS	
Commission et frais des Agents Financiers et indemnités et frais du Mandataire (Trustee)	2.374,83
4. SOLDES EN BANQUE au 31 décembre 1937 pour:	
le service des coupons à échéance du 1 ^{er} janvier 1938	721.028,—
les obligations sorties aux tirages remboursables le 1 ^{er} janvier 1938	—
les coupons échus non encore présentés	17.832,50
l'amortissement des obligations	149.080,32
des postes divers (dont 5.609,80 francs suisses déposés dans une banque, anciennement Agent Financier, qui a suspendu ses paiements)	5.901,29
	1.830.375,54

LA RÉPUBLIQUE FÉDÉRALE D'AUTRICHE 1930

ments pour le semestre ayant pris fin le 31 Décembre 1937

Sterling	Lires	Couronnes suédoises	Francs suisses	Schillings
3.500.000,—.—	100.000.000,—	10.000.000,—	25.000.000,—	50.000.000,—
2.885.400,—.—	82.370.000,—	8.982.000,—	20.788.000,—	41.946.100,—

106.346.17. 3	3.197.858,20	534.461,18	789.451,86	1.988.785,03
99.492.12.10	2.825.468,69	312.897,96	715.393,48	1.870.859,87
668. 9. 9	19.243,40	—	2.245,07	—
215.10.—	2.895,—	111.615,—	187.205,—	825.622,39
46.247.—.—	1.328.700,—	—	142.140,—	—
624. 7. 1	14.894,—	1.422,75	15.731,20	8.701,70
143. 1. 9	4.353,30	2.120,54	1.194,12	—
253.737.18. 8	7.393.412,59	962.517,43	1.853.360,73	4.693.968,99

102.379.14. 3	2.944.725,—	314.370,—	740.331,48	1.909.857,27
668. 9. 9	19.243,40	—	2.245,07	—
205.10. 9	—	—	21.630.—	—
—	—	—	72.100,—	630.722,56
46.247.—.—	1.328.700,—	—	142.140,—	—
711.19. 6	16.719,—	1.571,85	15.808,07	11.044,60
100.989.—.—	2.882.950,—	314.370,—	727.580,—	1.879.185,28
—	—	216.300,—	—	—
1.379.—.—	150.820,25	—	19.635,—	46.357,46
97.19. 6	3.326,76	111.815,—	96.505,46	195.027,85
1.059. 4.11	46.928,18	4.090,58	15.385,65	21.773,97
253.737.18. 8	7.393.412,59	962.517,43	1.853.360,73	4.693.968,99

EMPRUNTS INTERNATIONAUX

pour lesquels la Banque est Trustee ou Agent Fiscal des Trustees

Fonds disponibles au 31 Mars 1938

	Emprunt Extérieur Allemand de 1924	Emprunt International 5 1/2 % 1930 du Gouvernement Allemand	Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930	Total
	Francs suisses or			
FONDS DÉTENUS POUR:				
l'amortissement d'obligations .	639.518,75	729,51	507.282,48	1.147.530,74
le service des intérêts — Pro- vision pour l'échéance du pro- chain coupon	—	—	3.074.056,88	3.074.056,88
les obligations sorties aux tirages, mais non encore présentées au remboursement	3.568,67	—	—	3.568,67
les coupons échus, mais non encore présentés	75.036,82	70.266,60	232.031,65	377.335,07
des postes divers	341.684,80	6.405,60	19.769,36	367.859,76
TOTAL .	1.059.809,04	77.401,71	3.833.140,37	4.970.351,12

CONSEIL D'ADMINISTRATION

Sir Otto Niemeyer, Londres Président.
Prof. Alberto Beneduce, Rome }
Marquis de Vogüé, Paris } Vice-Présidents.

Dott. V. Azzolini, Rome.
Prof. Dr. G. Bachmann, Zurich.
Baron Brincard, Paris.
Pierre Fournier, Paris.
Alexandre Galopin, Bruxelles.
Georges Janssen, Bruxelles.
Hisaakira Kano, Londres.
Montagu Collet Norman, Londres.
Dr. Paul Reusch, Oberhausen (Rheinland).
Ivar Rooth, Stockholm.
Dr. Hjalmar Schacht, Berlin.
Kurt Freiherr von Schröder, Cologne.
Dr. L. J. A. Trip, Amsterdam.
Seijiro Yanagita, Londres.

Suppléants

Adolphe Baudewyns, Bruxelles.
Yves Bréart de Boisanger, Paris.
Cameron Cobbold, Londres.
Dott. Pasquale Troise ou }
Dott. Mario Pennachio, } Rome.
Dr. Wilhelm Vocke ou }
Ernst Hülse, } Berlin.

DIRECTION

Dr. J. W. Beyen Président de la Banque.
Roger Auboin Directeur Général.
Paul Hechler Directeur Général Adjoint.
Dott. R. Pilotti Secrétaire Général.
Marcel van Zeeland Directeur.

9 Mai 1938.