

**BANQUE DES
RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX**

NEUVIÈME RAPPORT ANNUEL

1^{ER} AVRIL 1938 — 31 MARS 1939

BÂLE
8 MAI 1939

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
I. Introduction	5
II. Cours des changes, commerce extérieur et mouvements des prix	23
III. Or: production et mouvements	66
IV. Mouvements des capitaux et endettement international	91
V. Tendance des taux d'intérêt	111
VI. Faits affectant les banques centrales et les banques privées	143
VII. Opérations courantes de la Banque:	
1. Activité du département bancaire	151
2. Fonctions de mandataire (trustee) et d'agent financier exercées par la Banque	158
3. Bénéfices nets et répartition	161
4. Modifications dans la composition du Conseil d'administration	163
VIII. Conclusion	165

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 1939.
- III. Compte de profits et pertes et compte d'affectation du bénéfice net pour l'exercice social ayant pris fin le 31 mars 1939.
- IV. Trustee de l'Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930:
 - a) Etat des recettes et des paiements pour la huitième année de l'Emprunt (du 1^{er} juillet 1937 au 30 juin 1938).
 - b) Etat indiquant les fonds entre les mains des dépositaires au 30 juin 1938.
- V. Emprunts internationaux pour lesquels la Banque est trustee ou agent financier des trustees -- Fonds disponibles au 31 mars 1939.

NEUVIÈME RAPPORT ANNUEL

A L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DE LA
BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

Bâle, le 8 Mai 1939.

Messieurs,

J'ai l'honneur de soumettre à votre approbation le Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif aux opérations du neuvième exercice social, couvrant la période du 1^{er} avril 1938 au 31 mars 1939. Les résultats de cet exercice 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.

Il n'est point malaisé de découvrir les raisons pour lesquelles les affaires ont, l'année dernière, traversé des périodes très difficiles. Durant les premiers mois de 1938, la contraction brutale de l'activité industrielle américaine, qui avait commencé de se faire sentir à l'automne précédent, a exercé sur toute l'économie mondiale et, en particulier, sur les échanges internationaux de marchandises, une influence d'autant plus déprimante qu'elle se produisit à un moment où l'on espérait que les États-Unis allaient connaître une prospérité plus durable. D'autre part, la faiblesse générale des prix des matières premières — conséquence de la diminution de la demande américaine — et l'orientation à la baisse des prix de maints autres produits ont rendu nécessaires des compressions des prix de revient et d'autres ajustements qui, en général, se sont heurtés à de la résistance de la part des intéressés. Enfin, dans les pays du bloc-sterling, où l'on avait constaté une expansion économique presque ininterrompue depuis l'automne de 1932, les conditions étaient mûres pour un ralentissement de l'activité intérieure.

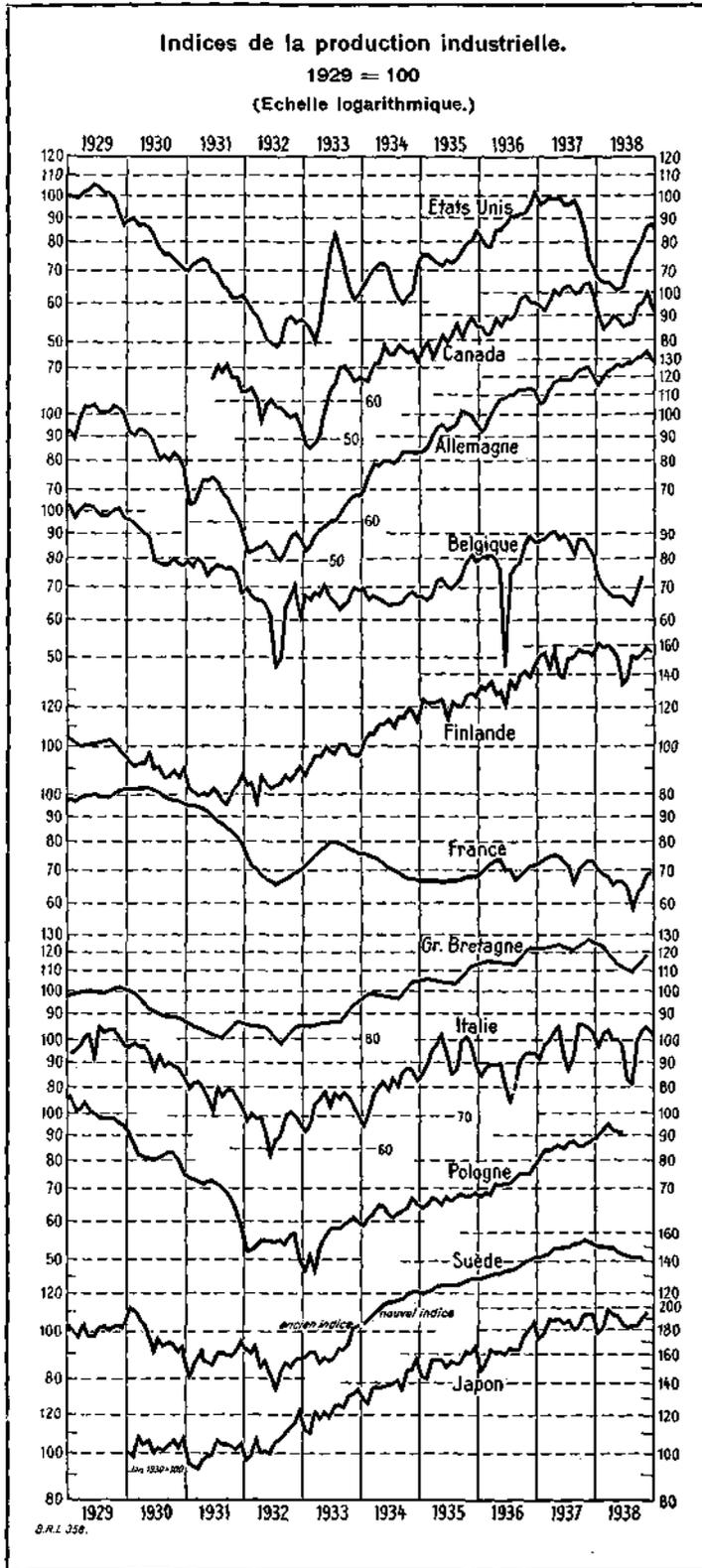
A ces facteurs d'ordre économique sont venus s'en adjoindre d'autres, d'ordre politique, sous forme d'événements exceptionnels, qui ont porté des coups très rudes à l'activité économique et déclenché un mouvement de réarmement et de préparatifs militaires d'une ampleur inconnue jusque là en temps

de paix. L'une des manifestations les plus frappantes de l'incertitude politique a été la pression qu'ont fait peser sur la livre sterling les énormes mouvements de capitaux, dont l'effet, conjugué avec celui d'autres facteurs, a été de grossir de \$ 1.500 millions le stock de métal jaune des Etats-Unis au cours des cinq mois qui se sont écoulés d'août à décembre 1938. On en découvre des répercussions plus nocives dans les entraves apportées à l'activité ordinaire des affaires par la paralysie de l'esprit d'entreprise et par la répugnance marquée par les capitalistes à faire de nouveaux investissements. Les commandes passées par les Etats pour développer leurs armements ou pour de grands travaux ont pu, sur le moment, contribuer à occuper la main-d'œuvre, mais elles ont nécessairement détourné de l'activité industrielle et commerciale normale une partie des forces productives et tendu, en particulier, à réduire la capacité d'exportation des pays où cette situation a revêtu le caractère le plus aigu.

Cependant, en dépit de la tension politique presque constante, en dépit de l'incertitude générale des perspectives des affaires qui en est résultée, en dépit de l'exode continu des capitaux européens et de l'augmentation des dépenses d'armement dans tous les pays, l'évolution de la situation économique n'est pas aussi désespérément sombre qu'on pourrait s'y attendre. Certes, on rechercherait en vain dans cette situation des signes de stabilité, et l'on ne peut avoir confiance dans la force d'aucune des tendances plus favorables qu'on y peut déceler. Le monde fait plutôt preuve d'une agitation fébrile que d'une saine activité. Et, quelque mouvement de reprise qui se produise, on ne peut y voir qu'un phénomène éminemment passager, dû à l'usage de stimulants et, d'autre part, bientôt enrayé par de graves perturbations.

Etant données les dures réalités de la situation européenne, on croit nettement moins en la vertu de nouvelles méthodes de politique économique. Il apparaît aujourd'hui que maintes mesures qui, les années précédentes, avaient semblé être le fruit de savantes considérations économiques ont été, en réalité, imposées aux gouvernements par les nécessités impérieuses de l'heure. Lorsque s'élève une tempête, le premier devoir est d'éviter le naufrage en manœuvrant du mieux possible au milieu des vents et des courants contraires. Mais, au total, le temps, bien qu'orageux l'an dernier, n'a pas toujours été mauvais et les vents n'ont pas toujours été défavorables.

Il y a eu, tout d'abord, une reprise aux Etats-Unis, reprise qui a débuté en juin 1938 par une hausse accentuée des cours des valeurs boursières et par une rapide amélioration du volume de la production. Le ralentissement brutal de l'activité industrielle, qui avait été enregistré aux Etats-Unis à l'automne de 1937 et qui avait duré pendant la première partie de 1938, fit place brusquement à un revirement très net. Par rapport au fond de la baisse,

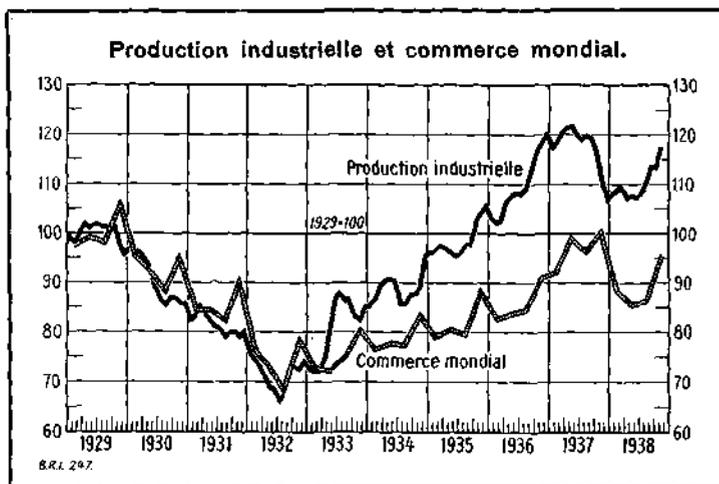


le gain s'éleva, en décembre 1938, à 35 %; le volume de la production resta, toutefois, inférieur de 10 % au maximum enregistré au printemps de 1937, époque à laquelle il avait atteint, pendant un bref moment, le niveau de 1929. Le mouvement de reprise s'est étendu au Canada et à la Belgique, durant l'été de 1938. Dans ce dernier pays, extrêmement sensible aux variations de tendance du commerce mondial, le fléchissement de l'activité industrielle, qui s'était produit de l'automne de 1937 au milieu de 1938, avait été particulièrement accentué. En Grande-Bretagne, l'activité industrielle a diminué de 7 1/2 % environ durant 1938, mais l'examen des indices trimestriels révèle qu'au cours du dernier trimestre de l'année il y a eu un accroissement qui ne peut s'expliquer uniquement par le facteur saisonnier. En Italie, le volume de la production en 1938 n'a pas

changé par rapport à 1937. Dans les pays du Nord — Danemark, Norvège, Suède et Finlande —, les marges de bénéfice se sont resserrées dans maintes branches des affaires, mais le niveau de la production industrielle n'a que légèrement baissé, en 1938, par rapport à l'année précédente.

En France, les répercussions des événements de l'été de 1936 ont continué à se faire sentir sur l'ensemble de la structure monétaire, économique et sociale du pays, mais il semble que, récemment, un nouvel équilibre ait été atteint. Depuis la dévaluation du franc à frs 179 environ pour une livre au printemps de 1938 et la mise en vigueur du plan Reynaud de redressement en automne, le sentiment s'est affirmé qu'il n'y avait plus à craindre de nouvelle dévaluation de la monnaie, et le retour de la confiance s'est manifesté de façon extrêmement significative par des rentrées continues de capitaux. Durant l'hiver de 1938/39, la production industrielle a commencé d'accuser des signes très nets de reprise; au début de 1939, la durée moyenne de la semaine de travail dépassait 40 heures.

L'amélioration constatée pendant le premier semestre de 1938 dans la situation économique de divers pays a eu également son parallèle dans le domaine des échanges internationaux de marchandises (voir graphique ci-après). Si, durant

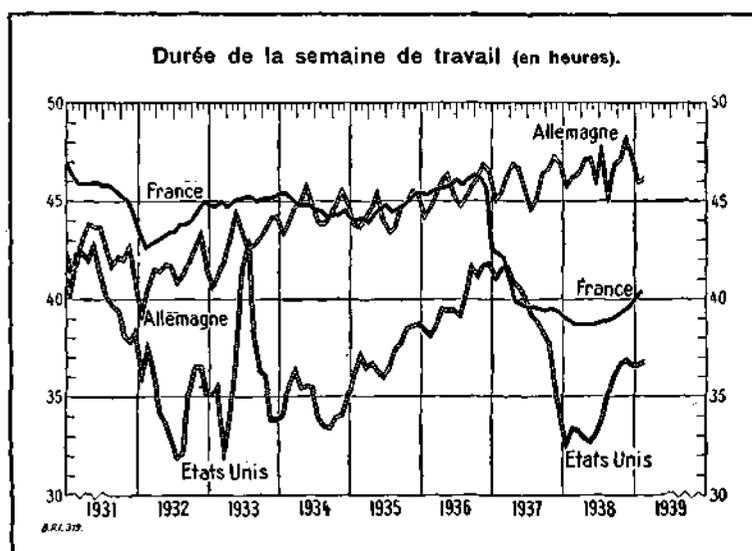


le premier trimestre de 1938, on a enregistré une contraction nettement plus marquée que celle qui se produit généralement en hiver, et si la partie de ce fléchissement qui n'était pas de caractère saisonnier n'a pas été regagnée de tout l'été, on a noté, à la fin de l'automne, un revire-

ment impressionnant. Durant le dernier trimestre de 1938, le volume des échanges internationaux n'a été inférieur que de 6% à peine au chiffre de la période correspondante de 1937, année où — il convient de le faire remarquer — le niveau de 1929 avait de nouveau été atteint pendant un trimestre après un intervalle de huit ans. Pour apprécier cette reprise à sa juste valeur, il faut se rappeler qu'en 1929 le commerce mondial avait, en volume, touché un maximum inconnu jusque-là dans l'histoire du monde, maximum supérieur de 30% au chiffre de 1913. Malgré le mouvement de recul qui, au total, s'est produit en 1938, le volume des échanges courants de marchandises entre les divers pays s'est maintenu à un

niveau qui, s'il ne constitue pas un record, dépasse de 15% le maximum atteint avant 1914.

L'évolution économique de l'Europe centrale a continué de présenter un caractère spécial en raison de l'influence croissante exercée par l'Allemagne, dont le gouvernement concentre de plus en plus entre ses mains la direction de toute la vie économique. De 1937 à 1938, la production industrielle de l'Allemagne s'est accrue de 8%, dépassant de 30% environ le chiffre de 1929 et battant ainsi tous les records précédemment enregistrés dans ce pays. Toute l'économie du territoire accru du Reich étant régie par un plan tracé par l'autorité centrale et sur lequel elle doit se mouler exactement, non seulement toute la main-d'œuvre est occupée, mais ce stade même a été dépassé: alors que le problème du chômage se pose encore en bien des pays, l'Allemagne est, du fait de sa politique d'investissements énormes et croissants, la seule nation du monde qui souffre d'une pénurie réelle de tous les facteurs de production. Aussi la durée moyenne de la journée de travail dans l'industrie y a-t-elle continué de s'accroître. En fait, partout, l'activité des affaires, le volume de la main-d'œuvre employée et la moyenne des heures de travail ont tendu à augmenter et à diminuer simultanément. Le graphique ci-après, qui donne le nombre d'heures effectives de travail en France, en Allemagne et aux Etats-Unis, pour la période 1931—39,



est, à cet égard, particulièrement intéressant. Il faut, naturellement, se montrer circonspect lorsqu'on fait des comparaisons de cette sorte entre divers pays; les statistiques allemandes, par exemple, ont plutôt tendance à indiquer un nombre d'heures de travail inférieur à la

réalité. Mais, au total, l'impression générale que donne le graphique des diverses tendances est exacte.

Le rendement individuel de l'ouvrier s'est considérablement accru au cours des cinquante dernières années (grâce, surtout, aux nouvelles inventions et à l'emploi de plus en plus grand de machines). Il en est résulté une augmentation de la quantité et de la qualité des marchandises et des services d'une part, et,

d'autre part, des loisirs de l'ouvrier, augmentation qui s'est traduite par une amélioration du niveau de vie. Au cours des cinquante dernières années, la durée moyenne de la semaine de travail a, dans les fabriques américaines, passé de 60 heures à 42 environ, soit une diminution de 30 %. Des réductions similaires, mais moins accentuées, sont intervenues dans d'autres pays. Mais ce processus a été interrompu récemment par suite de l'accroissement des fabrications d'armement. Au moment présent, la semaine de travail complète est, au Japon, de près de 60 heures. Dans le Royaume-Uni, en Allemagne et dans nombre d'autres pays, c'est le régime de la semaine de 48 heures qui est le plus communément appliqué. Aux Etats-Unis, la semaine moyenne normale de travail est estimée à 42 heures. En France, des décrets récemment pris ont substitué à la semaine de quarante heures la semaine normale de 45 heures.

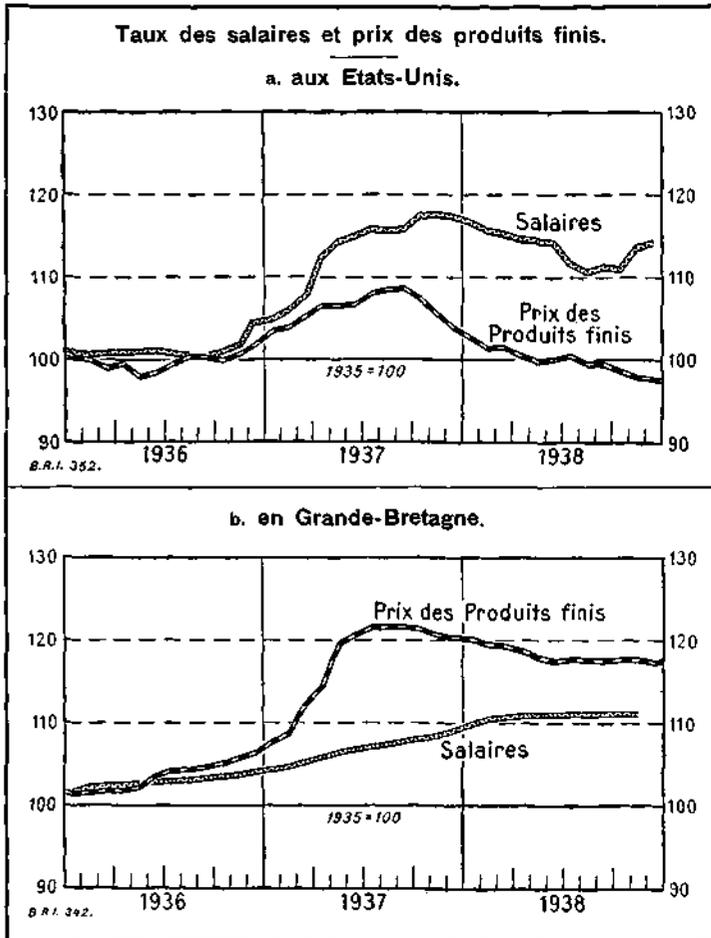
L'amélioration du rendement a permis à l'industrie de supporter la charge d'une contraction séculaire de la durée du travail accompagnée d'une hausse des salaires. Cependant, l'expérience montre que des réductions du temps de travail ou des augmentations de salaires peuvent, si elles sont imposées brutalement, agir de façon extrêmement défavorable sur la prospérité des affaires en disloquant la structure des prix de revient. Il s'en est fallu de beaucoup que les réductions du temps de travail auxquelles on a procédé dans certains pays, dans le dessein de combattre le chômage, aient donné les résultats espérés. Tout au plus ont-elles permis d'enrayer le mouvement. Il en va souvent ainsi des interventions de l'Etat: restrictions de change, barrières douanières, primes à l'exportation peuvent superficiellement empêcher la situation d'empirer dans les pays qui y ont recours, mais elles contribuent rarement à l'améliorer. On peut toutefois se demander si leur efficacité en ce qui concerne la situation économique du pays n'est pas plus apparente que réelle, encore qu'il faille tenir compte des circonstances particulières qui peuvent expliquer la politique spéciale de certains pays. En ce qui concerne plus particulièrement la lutte contre le chômage, on peut dire, à la lumière de l'histoire économique de ces dernières années, que les expériences ont toutes échoué, à l'exception de celles où l'on a pu accroître le volume de la production, soit par la mainmise directe du gouvernement sur tout le système économique, soit par l'instauration d'un juste équilibre entre les coûts de production et les prix, condition nécessaire pour que se développe l'esprit d'entreprise.

Une des caractéristiques du boom qui se produisit aux Etats-Unis durant l'hiver de 1936/37 fut que les prix de revient s'élevèrent à une cadence extrêmement rapide. De l'automne de 1936 à mars 1937, les prix des matières premières accusèrent une avance qui n'atteignit pas moins de 30%. Les autorités se rendirent parfaitement compte des dangereux effets que pouvait avoir une hausse

aussi rapide, et, en février 1937, le Président Roosevelt prévint le monde des affaires que «les prix étaient trop élevés». Au contraire, il ne semble pas qu'à ce moment, on se soit fait une idée aussi nette du danger qu'impliquait la hausse des salaires. Or, celle-ci avait été extrêmement accentuée — puisqu'en sept mois, dans les grandes industries américaines, les salaires horaires avaient augmenté de 15% — et elle avait été supérieure à l'avance enregistrée en même

temps par les prix des produits finis.

L'accroissement des prix de revient a, sans nul doute, été l'une des principales causes du fléchissement brutal de l'activité industrielle aux Etats-Unis durant le second semestre de 1937. Si les majorations de salaires avaient été plus graduelles, un plus grand nombre de chômeurs eussent vraisemblablement été absorbés par l'industrie, et le pouvoir d'achat du public se fût accru sans qu'on eût eu à courir le risque de voir le boom faire bientôt place à une période de mar-



rasme. Ni en augmentant de façon massive le pouvoir d'achat du public par d'énormes dépenses de l'Etat, ni en appliquant avec persistance une politique de bon marché de l'argent, les autorités n'ont réussi à provoquer une reprise durable lorsque la hausse des coûts de production a été telle qu'il en est résulté un déséquilibre entre ces derniers et les prix courants des produits finis.

En France, avant la dévaluation de 1936, les prix des marchandises avaient baissé dans une plus forte proportion que les salaires, bien que, dans chacune des années de la période 1930—36, on ait eu recours, pour gonfler le «pouvoir d'achat» du public à l'accroissement des dépenses de l'Etat, dont le budget

n'était équilibré que grâce à de grands emprunts. L'activité de l'industrie française a continué de fléchir. En Allemagne, l'État, qui exerce sur les prix une emprise extrêmement forte, a laissé aux entreprises commerciales et industrielles la marge de bénéfice nécessaire pour qu'elles puissent poursuivre leur activité: on applique le principe que, pour empêcher une hausse générale des prix, il faut maintenir les salaires inchangés sous réserve du minimum de revenus qu'il convient d'assurer aux travailleurs.

Pour qu'une politique de grands travaux apporte un stimulant réel aux affaires, il faut qu'elle soit considérée par ses auteurs comme un des éléments d'un effort global de rétablissement de l'équilibre du système économique et non comme un moyen de ne pas accomplir cet effort. Tel est le principe essentiel qui devrait régir les modes d'application de cette politique dans les divers pays. Il convient, en particulier, de prendre garde qu'en ayant recours, sur une vaste échelle, à la politique des grands travaux, on n'intensifie un déséquilibre existant. Habituellement, les grands travaux entraînent la mise en route d'un important programme de constructions financé par les pouvoirs publics, et la demande de main-d'œuvre qui en résulte peut aisément engendrer une hausse des salaires. Comme une reprise naturelle dans le bâtiment s'est révélée un facteur extrêmement sûr — pour ne pas dire indispensable — d'une renaissance générale des affaires, une majoration des prix de revient dans cette branche peut avoir des conséquences très préjudiciables en contrebalançant et au delà les bons effets de l'augmentation immédiate des possibilités d'emploi de la main-d'œuvre.

On a suivi avec beaucoup d'attention la politique de grands travaux appliquée en Suède en 1932—35. Pour stimuler les affaires et pour donner momentanément du travail aux chômeurs, le gouvernement suédois décida, à ce moment, d'affecter des sommes assez élevées à des travaux publics qui furent financés par un accroissement temporaire de la dette nationale. En particulier, il est intéressant de remarquer qu'en dépit des dépenses faites par l'État suédois à l'occasion de l'exécution de ce programme (et en dépit de la dépréciation de la couronne suédoise qui s'était produite en 1931), les salaires des ouvriers suédois — y compris ceux des ouvriers du bâtiment — furent abaissés de 4 à 10% durant la période 1931—34. Dans un rapport, présenté en 1938, sur la situation de l'industrie du bâtiment, une Commission Royale Suédoise a attribué le grand développement des constructions à Stockholm, pendant les années 1934—37, en grande partie à la diminution des prix de revient dans cette industrie et aux taux d'intérêts peu élevés auxquels il avait été possible d'emprunter pour financer les constructions d'immeubles. Avec l'amélioration de la situation des affaires qui se produisit en Suède de 1934 à 1937, non seulement les réductions de salaires auxquelles avaient dû consentir les ouvriers pendant la crise furent annulées, mais des majorations furent accordées dans la

plupart des branches industrielles. Cette politique, qui a eu pour effet une diminution remarquable du nombre des chômeurs, a répondu aussi bien à l'intérêt des ouvriers qu'à celui des patrons.

L'équilibre de la structure des coûts de production et des prix a, de la sorte, été rétabli en Suède, d'une part, grâce à la compression des prix de revient (réduction des salaires, etc.) et, d'autre part, grâce à une série de mesures expansionnistes, en particulier à l'application d'une politique de travaux publics et à l'abaissement graduel du loyer de l'argent (abaissement qui a contribué également, dans une certaine mesure, à réduire les prix de revient). En comparant la façon dont les choses se sont passées en Suède et dans certains autres pays, on arrive à la conclusion qu'il est dangereux de s'en remettre uniquement à des mesures expansionnistes: il n'est pas d'exemple que la politique de bon marché de l'argent ou l'accroissement du pouvoir d'achat par le gonflement des dépenses de l'État ou par des majorations de salaires ait jamais engendré une reprise durable des affaires, tant que des causes internes ou externes ont empêché que se rétablisse un équilibre réel dans la structure des coûts de production et des prix.

On ne saurait trop souligner qu'une amélioration générale du niveau de vie présuppose nécessairement l'existence des conditions indispensables à une reprise industrielle durable. Toutes les constatations qu'on a pu faire prouvent qu'en période d'augmentation de la production le bénéfice supplémentaire réalisé par la main-d'œuvre est relativement aussi élevé que celui qui est réalisé par le capital, et qu'en valeur absolue le gain de la main-d'œuvre est même plus grand, puisque cette dernière reçoit de beaucoup la plus forte part du revenu national. La question de l'ajustement de la structure des coûts de production et des prix ne doit pas être regardée comme n'intéressant que la main-d'œuvre et le capital. Elle a, en effet, une incidence directe sur le problème général de la lutte contre le chômage. Car, après tout, la résorption du chômage dépend de la mesure dans laquelle la main-d'œuvre est attirée des branches d'activité où il y a surproduction relative (par exemple, de l'agriculture, dans nombre de pays) vers celles qui produisent des marchandises ou fournissent des services dont la demande s'accroît et qui, par conséquent, sont en pleine expansion. Une majoration sensible de l'élément salaires dans les prix de revient des industries dont l'activité se développe doit accroître le coût des produits finis et, par conséquent, réduire les ventes. Elle incite également les chefs d'entreprise à avoir de plus en plus recours à des machines qui permettent de réduire le nombre des ouvriers et elle contribue de cette façon à diminuer encore la demande de main-d'œuvre. Moins d'ouvriers trouveront donc à s'employer dans ces industries, qui sont généralement celles qui paient déjà les plus hauts salaires, et les conditions dans les autres professions empireront d'autant.

Le problème du transfert de la main-d'œuvre d'une branche de l'activité économique à une autre est certainement devenu plus difficile à résoudre ces dernières années. Le changement est particulièrement frappant quand on fait la comparaison avec la période d'avant-guerre, où, grâce à l'accroissement naturel de la population et à l'émigration, qui, alors, n'était pas sévèrement réglementée, les grands pays industriels d'Europe et d'Amérique se développaient plus rapidement qu'aujourd'hui. Au cours des dix premières années de notre siècle, lorsque, dans une industrie donnée, le nombre des ouvriers devenait excessif, il suffisait, en règle générale, que cette industrie s'abstînt, pendant quelques années, d'en embaucher de nouveaux, et les jeunes qui entraient pour la première fois sur le marché du travail s'orientaient vers d'autres industries. On pouvait s'en remettre à l'expansion naturelle de la demande engendrée par l'accroissement de la population pour établir presque automatiquement l'équilibre. Il arrivait bien parfois que la rationalisation fit des progrès si rapides que ce mécanisme se grippait, mais cela était tout à fait exceptionnel. De nos jours, les conditions sont, à bien des égards, différentes. L'accroissement de la demande ne découle plus, dans la même mesure qu'auparavant, de l'augmentation de la population; elle dépend plutôt de l'élévation du niveau de vie. Ce fait a une conséquence importante: on ne peut plus s'attendre à ce que la demande des mêmes marchandises ou de marchandises similaires se développe graduellement, car la nature de la demande subira des variations profondes. En outre, on doit tenir compte des changements d'ordre technique qui influent sur le volume de la main-d'œuvre nécessaire dans les diverses industries. Tout cela fait que, dans les grands pays industriels, se pose, avec une acuité croissante, le problème fort ardu de l'orientation vers d'autres professions des ouvriers déjà spécialisés dans une industrie particulière. Tel est le cas pour l'industrie charbonnière. En Grande-Bretagne, après avoir augmenté de 36 % (passant de 752.000 à 1.021.000) de 1901 à 1911, le nombre des ouvriers mineurs s'est réduit dans la même proportion de 1.214.000 à 777.000, de 1924 à 1938, alors que la production n'a baissé que de 15 %. Il est vrai que la demande de charbon a eu non seulement à souffrir du ralentissement de la cadence d'augmentation de la population, mais encore de la concurrence faite à ce produit par le pétrole et par l'électricité. Mais, pour cette raison même, c'est là un bon exemple des difficultés qu'on rencontre maintenant.

Durant la période de boom de 1927 à 1929, c'est dans un certain nombre d'industries relativement nouvelles — soie artificielle, automobile — que l'essor a été le plus grand; tant aux Etats-Unis que dans le Royaume-Uni et en Allemagne, nombre d'industries plus vieilles n'ont, pour ainsi dire, pas participé au mouvement d'expansion. Autrement dit, le boom de 1927-29 a, beaucoup moins que les mouvements antérieurs, tendu à porter sur l'ensemble de l'activité économique.

Les divers pays se trouvent ainsi aux prises avec toute une série de problèmes qui ne se posaient pas avec la même intensité avant la guerre mondiale. Il est d'autant plus nécessaire que des efforts conscients soient accomplis pour faire disparaître les divers points de friction qu'implique forcément une organisation plus complexe de la société et pour faciliter aux ouvriers l'entrée dans des branches autres que celles où ils étaient tout d'abord employés. La portée de cette question dépasse de beaucoup la sphère particulière du marché du travail, car il dépend de la mobilité de la main-d'œuvre et de la juste répartition des coûts de production entre les diverses branches d'activité que l'industrie puisse se développer sainement et que les revenus soient répartis également. Il n'est point de politique monétaire qui puisse, par son seul jeu, réparer les erreurs qu'entraîne un déséquilibre dans l'affectation et la rémunération des forces productives d'un pays.

Empressons-nous de dire que nous ne sous-estimons nullement la mesure dans laquelle la politique du bon marché de l'argent contribua à permettre de surmonter la crise de 1930 à 1933. Durant les dix premières années qui suivirent la guerre, années de grande activité, les pertes en capital causées par les hostilités furent rapidement réparées en plusieurs pays et l'appareil de production s'accrut même de façon importante dans le monde entier. Pour que pût se maintenir l'équilibre économique et financier, il fallut ramener les taux d'intérêt du niveau relativement élevé où ils se tenaient après la guerre à un niveau plus conforme à celui d'avant 1914. En fait, on dut même, tout au moins dans certains pays, les abaisser au-dessous du niveau d'avant-guerre, en raison du ralentissement du rythme d'augmentation de la population en Occident et de la tendance à la baisse marquée depuis 1924 par les prix des marchandises (alors que, de 1900 à 1914, le niveau des prix s'était élevé d'environ 30%). En Grande-Bretagne, la conversion de l'énorme dette du War Loan, dont le taux fut ramené de 5 à 3½ % en 1932, ouvrit la voie à un abaissement général des taux de l'argent à long terme. Avant la guerre, les États-Unis étaient un pays débiteur, et on y pratiquait des taux d'intérêt bien supérieurs au niveau moyen des taux appliqués dans les nations européennes les plus riches. Leur transformation en nation créancière, dont l'appareil de production ne le cédait en rien à ceux des autres pays, les contraignit à réduire leurs taux d'intérêt. Cet ajustement fut d'autant plus difficile que, jamais, aux États-Unis, on n'avait pratiqué de taux réellement bas, tout au moins en dehors du marché à court terme de New-York; de surcroît, il fut gêné par le fait que l'important marché des prêts hypothécaires présentait de sérieuses lacunes d'organisation.

Il semble, toutefois, que bien des gens aient conclu un peu trop hâtivement que, puisque la politique du bon marché de l'argent avait contribué efficacement à permettre de surmonter la crise de 1930 à 1933, il convenait de la maintenir à l'avenir, sans lui apporter aucun changement, pour assurer la prospérité des

affaires, et qu'en conséquence les banques centrales ne devaient pas relever leur taux d'escompte. Le maintien strict de la politique de bon marché de l'argent ayant pour effet de priver les banques centrales de l'un des plus importants instruments dont elles disposent pour agir sur les conditions du crédit dans leur pays, il nous paraît bon de retracer les principales phases de l'évolution des principes qui régissent la politique de crédit des banques centrales.

1) Sous le régime de l'étalon-or d'avant-guerre, tout mouvement important d'entrée ou de sortie de métal jaune influait sur le taux de la banque centrale. A ce moment, les mouvements d'avoires à court terme — les mouvements de « fuite » des capitaux, comme nous les appelons maintenant — étaient extrêmement rares. Aussi les mouvements de métal jaune traduisaient-ils plus souvent que maintenant des changements dans les postes courants de la balance des comptes et, généralement aussi, des variations du rythme de l'activité des affaires dans les divers pays. En conséquence, pour faire obstacle à une expansion indésirable de l'activité des affaires, on avait normalement recours à la hausse du taux de l'escompte; à cet égard, l'étalon-or « automatique » d'avant-guerre fonctionnait peut-être plus intelligemment que d'aucuns ne le pensent aujourd'hui.

2) Après la guerre, les mouvements d'or qui ne traduisaient pas des changements dans les postes courants des balances des comptes devinrent fréquents et constituèrent une source d'embarras pour les autorités monétaires. Il apparut bientôt qu'on ne pouvait laisser ces mouvements d'or influencer sur les conditions du crédit sur les marchés nationaux sans nuire aux transactions commerciales ordinaires. Dans son rapport de 1931, le Comité Macmillan traita de ces problèmes et fit certaines recommandations qui différaient plus en théorie qu'en substance des opinions qui avaient cours avant la guerre. « Les changes », faisait-il remarquer (page 152 du rapport), « peuvent nous devenir défavorables, soit en raison d'une expansion des affaires ou des placements, d'un caractère inflationniste, sur notre marché national, soit en raison de mouvements de capitaux résultant de l'accomplissement de notre fonction de centre des opérations financières internationales », et il poursuivait ainsi :

« Nous recommandons une augmentation des ressources de la Banque et un usage libéral de ces ressources accrues dans les circonstances appropriées, car les opérations bancaires internationales que nous faisons sur une vaste échelle peuvent s'avérer incompatibles avec une stabilité raisonnable des affaires sur le marché intérieur, si nous ne pouvons nous permettre de laisser se produire une fluctuation de nos engagements à vue internationaux, fût-elle de 10 %, sans prendre des mesures qui provoquent de grandes perturbations et, parfois,

nuisent extrêmement à notre commerce intérieur. Mais il ne faut pas en inférer que nous sommes d'avis qu'il faille hésiter à faire usage du taux de la Banque et de la contraction du crédit lorsque le problème immédiat qui se pose aux autorités est d'empêcher un boom de se produire, ou les prix de hausser sur le marché national, et ne se rapporte pas, avant tout, aux mouvements des capitaux étrangers».

3) Maintenant, il existe un courant d'opinion qui n'admet point qu'il soit besoin de relever le taux officiel d'escompte uniquement parce qu'il se produit un déficit au titre des postes courants de la balance des comptes. On ne doit recourir à la hausse du taux de l'escompte que dans les cas où l'activité des affaires prend un développement excessif; or, il se peut très bien que la balance des comptes soit déficitaire précisément à un moment où l'économie du pays est, dans l'ensemble, déprimée. Un pays qui n'est plus au régime de l'étalon-or, soutient-on, peut remédier à un déséquilibre des postes courants de sa balance des comptes en modifiant la valeur de change de sa monnaie au lieu d'appliquer une politique de contraction du crédit.

On cite souvent l'exemple de la situation de la Grande-Bretagne après 1925 et l'on affirme que les difficultés que connut à ce moment l'économie britannique furent la conséquence d'une surévaluation de la livre. On croit que ce fut là un cas dans lequel le taux de la Banque dut être maintenu à un niveau relativement élevé parce que le change n'était pas en concordance avec la «parité du pouvoir d'achat» et que l'économie britannique eut à en souffrir. Si on les examine à la lumière de ce qui s'est passé ultérieurement, les effets du retour à l'étalon-or et de la tendance à une certaine restriction du crédit qui se manifesta les années suivantes apparaissent moins formidables qu'on ne l'a souvent prétendu. Il ne faut pas oublier que, durant la période 1925—30, le chômage s'éleva en moyenne à un chiffre sensiblement inférieur à 1½ million et qu'au total les postes courants de la balance des comptes s'équilibrèrent; que le volume du commerce mondial fut supérieur de 30% au niveau d'avant-guerre, ce qui ne se serait vraisemblablement pas produit si les changes n'avaient pas été stables; et, enfin, que la crise qui commença en 1929 devint extrêmement aiguë aux Etats-Unis en dépit de cette circonstance que le dollar n'était certainement pas surévalué, ainsi qu'en font foi le gros excédent d'exportations et la capacité de prêts des Etats-Unis durant les dix années qui suivirent la guerre. Certes, tout cela est de l'histoire ancienne, mais il convient de s'y arrêter, car on entend souvent exprimer l'opinion que l'intensité de la crise de 1930—33 a été due au rétablissement de l'étalon-or dans les dix années qui suivirent la guerre et au maintien de la stabilité des changes. Si on peut prouver que ce qui s'est passé en 1925—30 milite, au contraire, en faveur de la stabilité des

changes, le terrain sera déblayé pour une étude plus rationnelle de l'ensemble du problème des changes et de la politique de crédit.

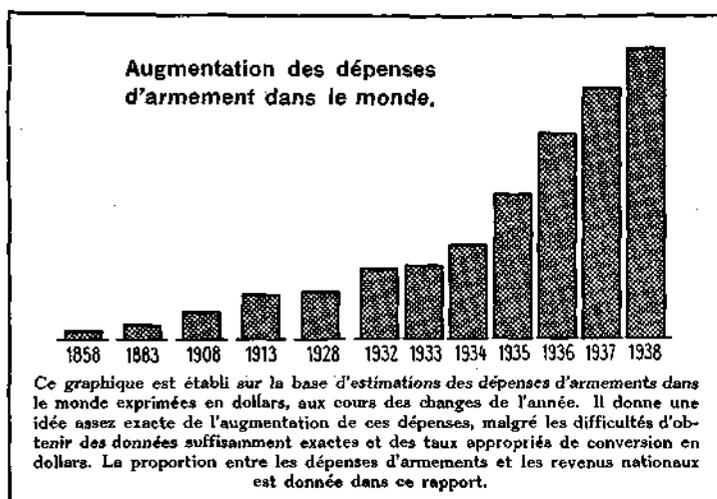
Le recours à des modifications de la valeur de change de la monnaie a des limites manifestes. Il se peut, en effet, que la dépréciation nécessaire soit telle que les relations commerciales avec d'autres pays en soient défavorablement affectées, ou qu'elle implique l'abandon d'une stabilité du change qui a contribué de façon substantielle à développer les affaires et la confiance (comme cela s'est passé dans le bloc-sterling). Si, alors qu'il se trouve dans une situation où une modification du change paraît indésirable, un pays constate que ses coûts de production et ses prix sont excessivement élevés (abstraction faite de la question de savoir s'il en résulte ou non un déséquilibre de la balance des comptes), et si les autorités ne peuvent pas prendre des mesures générales de contraction du crédit, il peut se faire que ce défaut d'ajustement ne se corrige point; et c'est certainement là un des meilleurs moyens de perpétuer un fort chômage.

Lorsqu'on jette un regard en arrière sur les événements de ces dernières années, on ne peut guère mettre en doute que si, à la fin de l'automne de 1936, un avertissement avait été donné sous forme d'un relèvement du taux d'escompte officiel, le monde des affaires eût montré plus d'hésitation et qu'on eût évité la constitution de stocks excessifs, la hausse des prix et l'augmentation substantielle des salaires. Un meilleur équilibre se serait ainsi maintenu, et l'on n'aurait pas eu à déplorer un grand fléchissement de l'activité industrielle et une forte augmentation du chômage.

Il est évidemment périlleux de s'abstenir d'avoir recours au relèvement du taux d'escompte pour prévenir un déséquilibre imminent de la structure des coûts de production et des prix, particulièrement quand il y a peu de raisons de croire que ce relèvement provoquera une réduction importante de l'usage du crédit. L'effet purement mécanique de la hausse du taux d'escompte est, en général, moins important que son effet psychologique, c'est-à-dire son caractère d'avertissement officiel. Un relèvement de 1 % du taux d'escompte n'augmente pas sensiblement, en général, les frais de ceux qui ont recours aux facilités de crédit et n'accroît certainement pas beaucoup ceux des détenteurs de stocks de marchandises. Au contraire, l'effet psychologique peut être très grand et, dans bien des cas, suffire pour mettre fin à la tendance à une expansion excessive de l'activité des affaires. Une chose, il est vrai, est à craindre: c'est que l'avertissement soit pris trop au sérieux. Il semble que le grand public, le monde politique et le monde des affaires soient tellement habitués au bon marché de l'argent et si persuadés de ses effets salutaires qu'on puisse redouter qu'un relèvement du taux d'escompte (relèvement en lequel les autorités ne verraient qu'un appel à la prudence) ne soit considéré comme le signe

avant-coureur d'une période difficile. Il convient de faire remarquer à ce sujet que l'usage du taux d'escompte ne peut être remplacé que partiellement, si même il peut l'être, par d'autres moyens d'action. Les autres méthodes d'avertissement peuvent très facilement provoquer une panique dont les conséquences seraient très regrettables et imprévisibles; quant à la mise en vigueur de prohibitions officielles ou officieuses, cette méthode paraît avoir le désavantage que, lorsque les conditions changent, il peut être difficile de revenir en arrière, alors qu'on peut abaisser le taux d'escompte dès que le moment apparaît opportun. Peut-être n'est-ce qu'après qu'on aura eu recours à des changements du taux d'escompte que le monde des affaires et le public parviendront à se libérer de leur tendance à exagérer l'importance du bon marché de l'argent à court terme et apprécieront comme il convient la signification de ces changements. Le Comité Macmillan indique, à la page 132 de son rapport, que les banques centrales ne devraient pas avoir peur de procéder à des changements minimes et fréquents de leur taux. « Ces changements minimes et fréquents », poursuit-il, « auraient également l'avantage d'habituer le public à ne pas prêter une importance exagérée à tout ajustement qui se révèle nécessaire ».

En 1938, un seul pays européen — la Belgique — a procédé à un relèvement du taux d'escompte de sa banque centrale, lorsqu'il lui a fallu faire face à des sorties massives de capitaux. Mais, en général, les taux de l'argent à court terme sont demeurés très bas, ou sont encore en baisse. A Londres, les taux des bons du Trésor n'a guère subi l'influence des sorties de capitaux. Au contraire, voilà quatre ans que les taux de l'argent à long terme s'élèvent en Grande-Bretagne. La hausse qui s'est produite durant le second semestre de 1938 doit être considérée comme la conséquence de l'exode des capitaux, mais la première hausse accentuée a eu lieu au printemps de 1937, au moment où le gouvernement britannique a fait connaître son programme d'armements et annoncé de gros emprunts destinés à en financer l'exécution.



appelé de gros emprunts destinés à en financer l'exécution. Rappelons qu'au cours de la période 1900 à 1914, sous l'influence de l'augmentation des dépenses d'armement et de l'accroissement de la production de l'or, les taux d'intérêt à long terme s'élevèrent d'environ 2½

à 3 $\frac{1}{2}$ % sur le marché de Londres. Les dépenses militaires sont, à l'heure actuelle, incomparablement plus grandes qu'avant 1914, tant en valeur absolue qu'en valeur relative. Au cours des dix années qui s'écoulèrent de 1903 à 1913, les dépenses d'armements doublèrent presque dans le monde, alors qu'au cours de la période décennale 1928—1938, elles ont largement quintuplé, ainsi que le montre le graphique à la page 19.

Si l'on compare ces dépenses au revenu national, on obtient les proportions suivantes. En 1913, le total des crédits pour l'armée et pour la marine s'éleva, pour la Grande-Bretagne, à £ 77 millions environ, soit à peu près 3 $\frac{1}{2}$ % du revenu national; en 1939/40, les crédits affectés aux armements figurent au budget pour £ 630 millions, soit 14% environ du revenu national, c'est-à-dire un pourcentage égal à quatre fois celui d'avant-guerre. Ces pourcentages, qui se retrouvent approximativement dans d'autres pays, donnent une idée de l'ampleur exceptionnelle des dépenses courantes d'armement. Et la charge permanente menace d'être encore plus lourde: en effet, un des caractères essentiels des armements actuels est que les frais d'entretien et de remplacement augmentent sans cesse, car le matériel moderne (avions, canons, navires) est très coûteux, revient fort cher à entretenir et vieillit rapidement.

Il va de soi que des dépenses d'une pareille ampleur pèsent lourdement sur les finances publiques, sur l'activité productive, sur les possibilités de progrès social et abaissent même directement le niveau de vie. Au point de vue financier, le problème immédiat qui se pose aux divers Ministres des Finances est de fournir les fonds nécessaires, par l'impôt ou par l'emprunt, sans mettre en danger le pouvoir d'achat intérieur de la monnaie nationale, ni déséquilibrer la balance des comptes. La politique la plus sûre serait, sans aucun doute, de couvrir par l'impôt la plus grande partie possible de ces dépenses, mais celles-ci sont d'une telle ampleur qu'on ne peut guère songer à l'appliquer intégralement, car elle rencontre une résistance facile à comprendre de la part de l'opinion publique et, de plus, à certains égards, elle peut empêcher la production de prendre le maximum de développement. A l'heure actuelle, le montant global des déficits budgétaires financés par l'emprunt dépasse 1 milliard de dollars par mois.

Pour limiter la charge du financement des armements, les gouvernements s'efforcent naturellement d'emprunter à des taux aussi bas que possible. Mais cela ne signifie point que les divers Ministres des Finances doivent nécessairement s'opposer au relèvement du taux d'escompte de la banque centrale lorsque les conditions du marché l'exigent. Une hausse des taux de l'argent à court terme peut ne se refléter que partiellement sur les marchés de l'argent à long terme et ne pas provoquer une augmentation de la charge budgétaire aussi grande qu'on aurait pu le penser tout d'abord. Mais il n'est point de considération

budgétaire qui égale en importance l'intérêt que présente le maintien de l'équilibre de la structure des coûts de production et des prix, car celui-ci permet d'éviter un ralentissement de l'activité commerciale et industrielle. Une légère augmentation de la charge de la dette flottante est insignifiante en comparaison de ce que coûte à la communauté prise dans son ensemble (et, par conséquent aussi, aux finances de l'Etat) un recul accentué des affaires tel que celui qui s'est produit lors de la dernière période de marasme, où le volume de la production industrielle a, de septembre 1937 à mai 1938, diminué aux Etats-Unis d'un tiers. L'adoption d'une politique souple ne générerait naturellement en rien le fonctionnement de la technique moderne qui consiste à empêcher les mouvements internationaux de capitaux d'exercer une influence indue sur les conditions de crédit des marchés intéressés.

Une des anomalies de la situation actuelle est que l'abondante production de métal jaune a été absorbée par un nombre relativement très limité de places, où il en est résulté une grande liquidité basée sur les vastes réserves d'or des banques centrales et sur les importantes réserves «cash» des banques commerciales. Pour autant qu'on puisse se guider sur ce qui s'est passé antérieurement, rappelons que les découvertes d'or au Transvaal dans les années 90 du siècle dernier eurent pour résultat une grande liquidité et des taux d'intérêt très bas sur les marchés de l'argent à court terme et à long terme. Mais comme, sous l'influence de l'importante augmentation de la production de métal jaune, les prix se mirent à monter — avec un décalage de cinq à dix ans —, il fallut aux fabricants et aux commerçants des fonds de roulement plus élevés pour financer leurs stocks; dans le même temps, les profits commencèrent de grossir, ce qui stimula les placements de capitaux à long terme; et, bientôt, les taux d'intérêt se tendirent. Si, étant donnée l'abondance de la production actuelle de métal jaune, il se produit une hausse très nette des prix des marchandises, les taux d'intérêt devront de nouveau avoir tendance à s'élever. Si on maintenait artificiellement le bon marché de l'argent, cela provoquerait très certainement des perturbations dans le système de crédit et entraînerait des répercussions fâcheuses sur l'ensemble de la vie économique.

Dans le domaine international, les pays dont le change est libre et relativement stable maintiennent entre eux des relations de crédit normales pour les besoins du commerce, et il est bon de remarquer que les échanges commerciaux entre ces divers pays représentent encore les deux tiers du commerce mondial. A l'égard des pays où sont appliquées des restrictions de change, le mécanisme normal du crédit international ne joue plus que partiellement; cependant, on s'efforce, notamment par l'octroi de crédits spéciaux d'exportation et par l'achat des effets d'exportation par les banques centrales, de fournir les facilités ordinaires dans toute la mesure du possible. On ne peut s'attendre, naturellement,

à ce que les règlements des opérations purement commerciales s'équilibrent parfaitement, aussi bien en quantité que dans le temps. Il y aura toujours — sur les marchés au comptant et, encore plus, sur les marchés à terme — des soldes débiteurs ou créditeurs qui devront être réglés par des opérations non commerciales. Un certain volume de crédits financiers est la condition indispensable du bon fonctionnement du système de crédit. Aussi, lorsqu'on tente d'établir une distinction entre les opérations de crédit souhaitables et les opérations de crédit indésirables, afin d'éliminer la spéculation, est-il impossible d'appliquer le qualificatif de «souhaitables» aux seules opérations qui sont purement commerciales, car cette limitation entraverait le bon fonctionnement des marchés. Avant 1931, les différences de pression entre les divers marchés monétaires étaient promptement éliminées par un afflux ou par des sorties de fonds bancaires. Lorsque le mouvement de fonds financiers d'un marché vers un autre accusait un accroissement qui ne correspondait pas à des besoins normaux résultant de fluctuations saisonnières ou similaires, la faute n'en était pas au système de crédit, qui continuait à remplir sa fonction et à égaliser la pression de crédit, mais à des perturbations profondes qui affectaient toute la gamme des mouvements de capitaux internationaux. La crise de 1931 a, plus encore que la guerre de 1914—18, paralysé le système des crédits bancaires entre marchés. C'est, en particulier, quand on essaie de rétablir les anciennes facilités qu'on se rend le mieux compte des avantages que présentait le mécanisme si sensible qui existait autrefois dans un monde de changes stables.

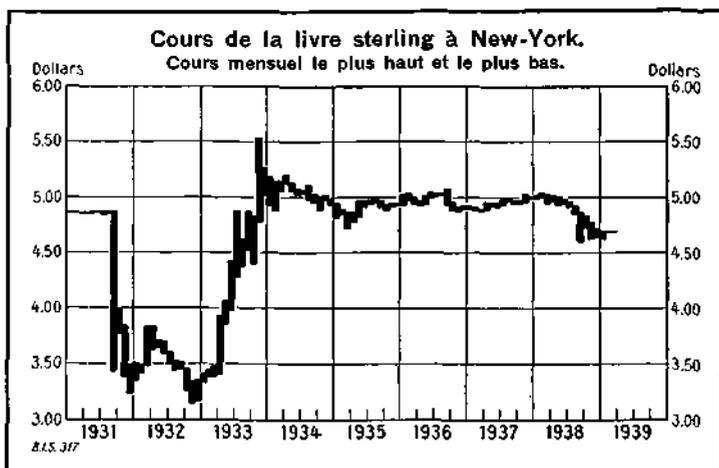
La Banque des Règlements Internationaux suit de près le fonctionnement des diverses mesures de crédit prises pour développer le commerce extérieur et elle a elle-même contribué à la création de certaines facilités de financement des transactions commerciales. De cette façon, des crédits utiles, mais dont l'ampleur a été nécessairement limitée, ont été fournis; en même temps, le rôle que doivent jouer les fonds bancaires dans la restauration du système mondial de crédit a été mieux mis en lumière. La Banque des Règlements Internationaux cherche à poursuivre l'œuvre qu'elle a entreprise et elle est heureuse de pouvoir le faire en liaison étroite avec les diverses banques centrales. Car, bien qu'en période de grande tension internationale ses affaires courantes consistent principalement en achats et en ventes de devises et d'or pour les banques centrales, elle n'en doit pas moins continuer à s'attacher à développer, dans toute la mesure du possible, les relations régulières entre les nations dans les domaines de la monnaie, du crédit et du commerce.

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

1. COURS DES CHANGES.

Grâce à l'accroissement du volume du commerce mondial, les changes avaient, en 1937, retrouvé un degré de stabilité qu'ils ne connaissaient plus depuis 1931. Malheureusement, cette amélioration ne s'est pas affirmée en 1938; elle a fait place, au contraire, à une rechute très nette, rechute due, en premier lieu, au fléchissement des prix des matières premières, qui a eu des répercussions défavorables sur la balance des comptes des pays producteurs et, en second lieu, à la situation politique internationale, cause des grosses sorties de capitaux instables enregistrées à Londres et sur d'autres places européennes, principalement au bénéfice de New-York.

Durant certaines périodes, où la situation politique a été extrêmement tendue, le marché des changes a fait preuve d'une activité anormale; mais l'évolution moins favorable de la situation monétaire mondiale en 1938 ne



doit cependant pas être exagérée. Pendant l'année, la livre sterling a fléchi de $6\frac{1}{2}\%$, mais, à tout prendre, le cours livre sterling-dollar ne s'est, en général, pas écarté de plus de 4% de l'ancien pair, et, à l'intérieur du bloc-sterling lui-même, il n'y a pas eu une seule défec-

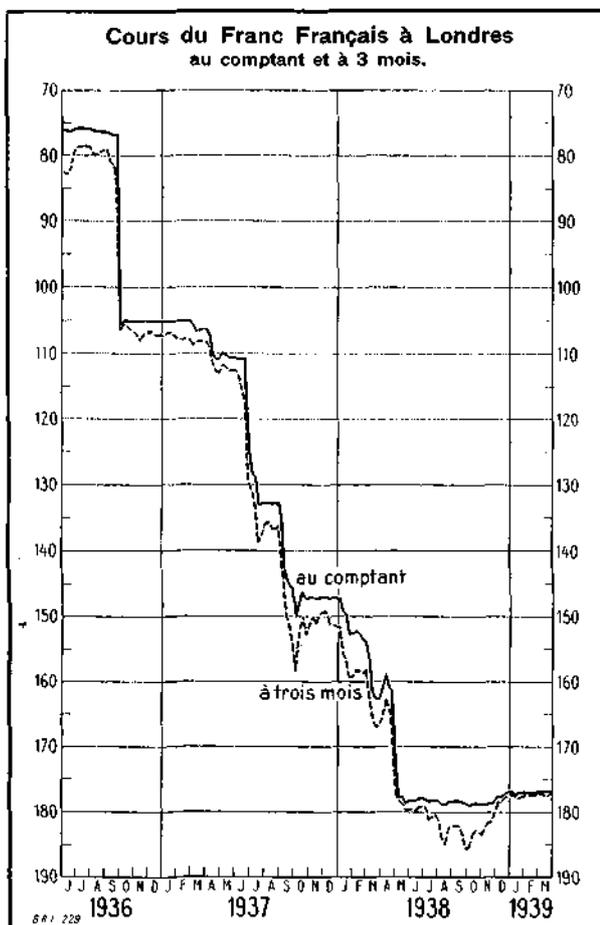
tion. Les pays producteurs de matières premières qui ont souffert de la baisse des prix de leurs produits ont, en règle générale, exercé un contrôle strict sur le mouvement de baisse de leur change et, dans certains cas, le recul qui a été noté n'a fait qu'annuler l'amélioration intervenue l'année précédente. De surcroît, le franc français qui, au cours des quatre premiers mois de 1938, avait accusé une baisse de 18% , s'est maintenu fermement depuis mai et a bénéficié, vers la fin de l'année, d'un retour de confiance qui s'est traduit par des rapatriements substantiels de capitaux.

L'évolution du franc français a, depuis la dévaluation de l'automne de 1936, été déterminée par la situation intérieure plutôt que par la situation mondiale, car les facteurs primordiaux de cette évolution ont été les mouvements des coûts de production et des prix français, le volume de la production française, les méthodes de financement des déficits budgétaires et, enfin, l'idée que se faisait le public français des perspectives de la monnaie nationale. Comme, depuis quelques années, il n'y a pratiquement pas de capitaux étrangers sur le marché français, les transactions étrangères n'ont guère eu d'influence sur la valeur du franc.

Du fait de la hausse des coûts de production et des prix qui se produisit en France dans la seconde moitié de 1936 et au début de 1937, ce pays perdit bientôt l'avantage qui avait résulté pour lui de la dévaluation de septembre

1936, par laquelle le cours du franc avait été abaissé à 105 pour une livre sterling. L'ajustement du cours à 133 francs environ, en juin 1937, contribua à rétablir un meilleur équilibre par rapport aux autres pays, mais il n'y eut pas de véritable retour de la confiance et le franc continua de baisser suivant un rythme rapide durant la seconde moitié de 1937 et au début de 1938.

Le 5 mai 1938, le cours du franc fut fixé à 179 pour une livre sterling, limite dont le Président du Conseil avait dit la veille, dans un discours radio-diffusé, qu'elle constituait un minimum qui ne serait plus dépassé. Comme, de l'avis général, c'était là un niveau auquel le franc pouvait être défendu de façon efficace, un mouvement de liquidation des positions à



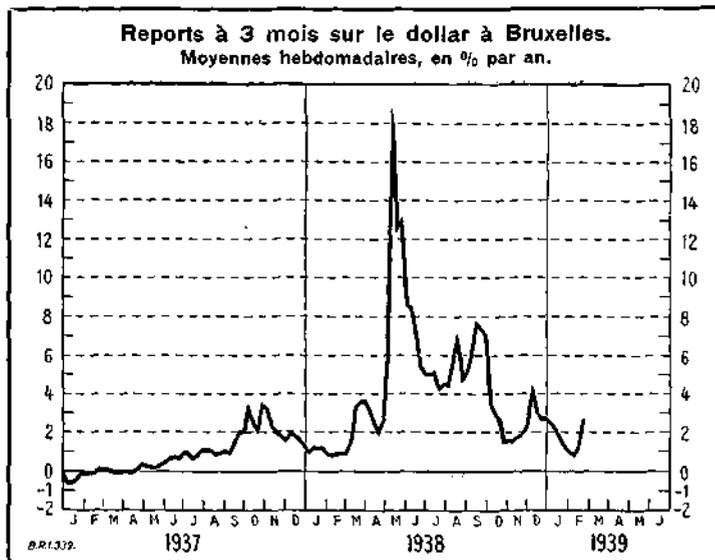
terme prises sur cette monnaie se déclencha aussitôt. Ce fut la principale cause d'importantes et rapides rentrées de capitaux — estimées à 16—18 milliards de francs — qui suivirent cette mesure. Cependant, en juillet et en août, la tendance

redevint défavorable au franc. Certes, le cours franc-livre sterling ne dépassa pas le minimum fixé, mais ce ne fut qu'au prix d'interventions massives du Fonds de stabilisation, qui utilisa à cet effet la majeure partie de ses ressources. Durant la crise de septembre, la Banque de France accorda de grandes facilités de crédit aux banques commerciales et autres établissements de crédit, à l'industrie et au commerce, et, enfin, au gouvernement: du 1^{er} au 29 septembre, la circulation de billets augmenta de 22,5 milliards de francs. Mais, les sorties de capitaux français ayant complètement cessé alors que la crise atteignait son maximum d'intensité, il devint plus facile de maintenir le cours du franc entre 178 et 179 pour une livre sterling. Le 5 octobre, le gouvernement se fit accorder les pleins pouvoirs par le Parlement. Dans le courant du mois suivant, il prit un certain nombre de décrets visant à rétablir l'équilibre du budget ordinaire et à permettre une application plus souple de la loi de 40 heures; un autre décret porta réévaluation de l'encaisse-or de la Banque de France. La proposition d'établir un contrôle des changes avait été rejetée par le gouvernement. On estima que cette mesure soulèverait de grandes difficultés d'application, qu'elle provoquerait de profondes perturbations dans la situation économique du pays et qu'elle modifierait les relations avec les pays étrangers (relations qui, dans le domaine monétaire, étaient régies par l'Accord tripartite); enfin, on objecta que le recours au contrôle des changes serait une politique négative, qui ne viserait qu'à empêcher de nouvelles sorties de capitaux, alors qu'il fallait, en réalité, adopter une politique qui fit refluer les capitaux exportés. Grâce aux mesures prises par le gouvernement, la confiance reprit en effet et, durant l'hiver de 1938/39, 16 à 20 milliards de francs, estime-t-on, ont été graduellement rapatriés. Ces rapatriements portèrent, semble-t-il, en majeure partie, sur des capitaux appartenant à des entreprises commerciales et industrielles, dont les fonds de roulement se révélèrent insuffisants en raison de la hausse des prix et de l'augmentation du volume de la production qui se manifestèrent à ce moment. En même temps, sur le marché des changes à terme, le report sur la livre à trois mois, qui, au début de 1938, avait atteint un niveau équivalant à un taux de 10% et plus par an, fut réduit à des proportions beaucoup plus normales et disparut même complètement à certains moments. Contrairement à ce qui s'était passé — notamment en octobre 1936 et mai 1938 — la tendance favorable du franc se montra durable et se poursuivit pendant tout l'hiver en dépit des incertitudes de la situation politique internationale.

En raison des rapatriements de fonds enregistrés durant le dernier trimestre de 1938, les mouvements de capitaux s'équilibrèrent sensiblement, dans l'ensemble, au cours de l'année. On enregistra également une certaine amélioration pour les postes courants de la balance des comptes: le déficit de la balance commerciale combinée de la métropole et des colonies s'éleva à 15 milliards de francs en

1938, contre 18 milliards l'année précédente. Grâce à l'accroissement de la production nationale de charbon — qui passa de 45 millions de tonnes en 1937 à 48 millions en 1938 — la France réussit à réduire ses importations de charbon, ce qui montre quel rapport étroit existe entre le volume de la production nationale et l'état de la balance des comptes.

Le fléchissement de la valeur du franc français au printemps de 1938 a eu des répercussions sur les monnaies d'autres pays et, en particulier, sur le franc belge. Au cours de la première quinzaine de mai, la devise belge eut à soutenir une attaque d'une extrême violence. Tout d'abord, les banques commerciales belges réussirent à financer la demande de devises étrangères au moyen de leurs propres ressources liquides, mais, le lundi 9 mai, le marché dut avoir largement recours à la Banque Nationale, qui se trouva ainsi en mesure d'exercer une puissante influence sur la situation. Le mardi 10 mai, elle porta son taux d'escompte de 2 à 4 %. Ce même jour, le Président de la Commission bancaire (qui, à ce moment, était également Gouverneur de la Banque Nationale) tint, avec les représentants de plusieurs des banques les plus importantes, une conférence au cours de laquelle il obtint d'eux qu'ils lui apporteraient leur collaboration pour la mise en vigueur de mesures visant à réduire au minimum l'octroi de nouveaux crédits et à empêcher que les crédits déjà accordés fussent utilisés autrement qu'à des fins commerciales normales. En outre, pour sa part, la Banque Nationale prit pour règle, avant de consentir des prêts à une banque commerciale, de s'assurer que la banque en question avait entièrement utilisé ses propres ressources et que nulle partie de ses disponibilités en monnaie belge n'était employée en opérations liées sur le marché des changes. Toutefois, si elle maintint le cours du franc au comptant au point d'exportation de l'or, la



Banque Nationale de Belgique n'intervint pas sur le marché du terme et y laissa les cours s'y déprécier sensiblement. Sa politique avait, avant tout, pour objet de rendre les ventes spéculatives difficiles et onéreuses; en fait, le déport sur le franc belge à terme se tendit fortement, atteignant à certains moments des niveaux

correspondant à des taux d'intérêt de 30 % et plus par an, mais ces cotations furent, en grande partie, nominales. Si la Banque Nationale avait soutenu les cours du terme, il eût été plus facile pour les spéculateurs désireux de vendre du franc belge à terme de trouver une contre-partie. De surcroît, le volume de monnaie nationale qui pouvait être versé à la Banque en paiement comptant d'achats d'or était nécessairement limité, tandis que les sommes qui auraient pu être utilisées à l'achat de devises étrangères si le marché à terme avait été suffisamment large pour qu'on y pût trouver la contre-partie voulue, auraient été considérables. Intervenir sur le marché du terme serait également revenu, pour la banque centrale, à accorder directement du crédit, ce qui eût été en contradiction avec la politique de défense par voie de contraction du volume du crédit.

La décision prise par la Banque Nationale de s'abstenir de soutenir le marché à terme, alors que le franc était en butte à de violentes attaques et que des interventions de sa part n'auraient fait qu'aider la spéculation (car, de toute façon, les cours cotés eussent été probablement trop élevés pour permettre aux firmes commerciales d'effectuer leurs opérations normales), ne l'empêcha nullement de suivre, dans des circonstances plus ordinaires, une politique d'assistance au marché. Le rapport annuel de la Banque Nationale de Belgique pour 1938 explique que cette institution a procédé à des interventions intermittentes sur le marché du terme en vue de l'élargir et de le normaliser, et il ajoute: «Dans la mesure où l'activité du marché à terme répond à la couverture de besoins normaux de change, une telle initiative se justifie en raison des relations étroites qui existent entre ce marché et celui de l'argent à court terme».

Dès la seconde quinzaine de mai, les sorties de capitaux se ralentirent considérablement; durant la première semaine de juin, on nota des rentrées de métal jaune, rentrées qui se poursuivirent jusqu'à la fin de l'année, abstraction faite de quelques interruptions sans importance. Du 28 avril au 1^{er} juin 1938, les sorties d'or s'étaient élevées à 4.540 millions de francs belges: sur ce chiffre, plus d'un quart correspond vraisemblablement à des retraits d'avoirs appartenant à des étrangers (dépôts, billets, etc.); quant au solde, il représente, pour moitié, un exode de capitaux belges, des opérations spéculatives, etc., et, pour moitié, le report à une date ultérieure de la couverture de dettes commerciales libellées en francs belges et le paiement anticipé de dettes libellées en monnaies étrangères. Il n'est pas sans intérêt d'attirer l'attention sur l'importance qu'a revêtue ce dernier facteur, car, en général, on sous-estime la signification que peut avoir une modification des dates et des conditions des paiements purement commerciaux. Il est vrai que, dans le cas de la Belgique, ce changement n'a eu qu'un effet temporaire et n'a guère influé sur le volume des pertes de

métal jaune pour l'année. Pour l'ensemble de l'année 1938, les pertes nettes d'or de la Banque Nationale et du Trésor, qui se sont élevées à 3 milliards de francs belges environ, ont constitué la contre-partie de retraits d'avoirs étrangers et de certains autres mouvements de capitaux (par exemple, des remboursements de dettes étrangères, remboursements dont le montant a dépassé celui des nouveaux emprunts). Quant à la balance des postes courants, elle paraît avoir été en équilibre; les exportations ont diminué sensiblement, mais les importations ont fléchi dans une mesure encore plus grande en raison de la baisse des prix des matières premières. Il a probablement fallu procéder à un certain rajustement des coûts de production et des prix nationaux, car la Belgique, très sensible par nature aux variations des conditions économiques mondiales, a été sévèrement affectée par la diminution rapide de la production industrielle aux États-Unis et par la réduction brutale du pouvoir d'achat des pays producteurs de matières premières. Lorsque fut repoussée l'attaque contre le franc belge, en mai 1938, la Banque Nationale mit en œuvre les principes classiques de défense: délivrance illimitée d'or contre paiement comptant, mais contraction du volume des disponibilités, afin que ceux qui ne disposaient point de fonds ne pussent en obtenir que difficilement et à des conditions onéreuses. On prit soin, toutefois, de ne pas restreindre les facilités de crédit dont avaient normalement besoin les firmes commerciales et industrielles. Le taux d'escompte de la Banque Nationale fut relevé avant tout, pour des raisons psychologiques: les autorités voulaient qu'on comprît nettement qu'elles entendaient défendre très énergiquement la devise nationale. Comme l'assaut mené contre le franc belge fut repoussé au bout de quelques semaines, la politique de restriction du crédit et les taux élevés qui furent cotés pendant un certain temps sur le marché à terme ne provoquèrent que des perturbations temporaires et n'eurent pas d'influence vraiment néfaste sur l'économie intérieure ou sur le commerce extérieur du pays.

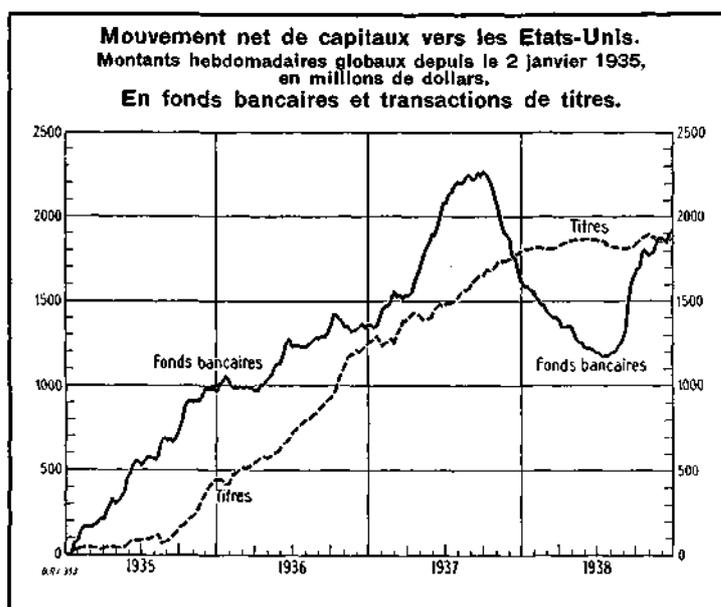
Les changements intervenus dans la valeur du franc français et les mouvements de capitaux en provenance et à destination de Paris et de Bruxelles ont eu des répercussions sur le marché de Londres, mais le facteur prépondérant, en ce qui concerne la valeur de change de la livre sterling, a été le facteur américain. A cet égard, on peut distinguer différentes phases qui ressortent clairement de l'examen des mouvements nets d'entrée et de sortie de marchandises, de métal jaune et de capitaux aux États-Unis.

On constate une certaine corrélation entre la tendance des cours au Stock Exchange de New-York et la direction des mouvements de capitaux qui ont influé sur le rapport livre sterling-dollar. Lorsque le Stock Exchange a été ferme, les capitaux ont afflué aux États-Unis; au contraire, lorsqu'il a été lourd, les capitaux ont reflué vers l'Europe. Chose paradoxale, le total net

Chiffres trimestriels	Solde net des importations et des exportations des E. U. A.			Pourcentage d'augmentation (+) ou de diminution (-) pour 348 actions industrielles de la Bourse de N.Y.	Cours sterling-dollar
	Balance du commerce extérieur	Importations nettes d'or	Capital déclaré: importations (+) exportations (-)		
	en millions de dollars			en %	moyenne
1936 4 ^{ème} trimestre	+ 67	+ 352	+ 327	+ 10	4,90
1937 1 ^{er} "	- 114	+ 396	+ 323	+ 7	4,89
2 ^{ème} "	- 34	+ 633	+ 630	- 12	4,93
3 ^{ème} "	+ 98	+ 426	+ 350	- 6	4,97
4 ^{ème} "	+ 311	+ 131	- 502	- 25	4,98
1938 1 ^{er} "	+ 321	+ 63	- 203	- 3	5,00
2 ^{ème} "	+ 310	+ 179	- 161	- 8	4,97
3 ^{ème} "	+ 231	+ 751	+ 407	+ 21	4,87
4 ^{ème} "	+ 273	+ 981	+ 326	+ 7	4,72

des opérations sur titres fait apparaître une tendance régulière; les fluctuations des mouvements de capitaux vers les Etats-Unis portent presque en totalité sur le montant des «fonds bancaires».

Les capitalistes étrangers, dans leur ensemble, n'ont même pas réduit leur portefeuille de valeurs américaines pendant la période allant d'août 1937 à juin



1938, période où les cours baissèrent au Stock Exchange et où eurent lieu de gros retraits d'avoirs à court terme.

La relation frappante existant entre la tendance du Stock Exchange de New-York, d'une part, et les mouvements de capitaux en provenance ou à destination des Etats-Unis, d'autre part, ne peut donc être qu'une rela-

tion indirecte traduisant, semble-t-il, le degré plus ou moins élevé de confiance éprouvé par l'étranger à l'égard des perspectives de l'économie américaine et de la valeur du dollar. Lorsque les affaires se ralentissent aux Etats-Unis, l'opinion est plus ou moins répandue qu'en dépit de toutes leurs déclarations les autorités de

Washington pourraient fort bien procéder à une nouvelle dévaluation du dollar : c'est alors une vague de méfiance à l'égard de la devise américaine, avec, comme corollaire, des sorties de capitaux du pays. Lorsque les affaires ont tendance à reprendre, les inquiétudes se calment et l'on ne craint plus que le gouvernement américain modifie la valeur-or du dollar. Durant le second semestre de 1938, la coïncidence d'une reprise des affaires aux Etats-Unis et d'une grave crise politique en Europe a créé des conditions telles qu'un fort courant de capitaux s'est déclenché à destination de New-York.

Si ces mouvements de capitaux provoqués par des craintes d'ordre monétaire et politique ont dominé les marchés des changes à diverses époques de l'année, d'autres facteurs, pourtant, n'ont été aucunement négligeables.

I. — Un premier facteur a été l'évolution relative des salaires et des prix des produits finis en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis au cours des deux dernières années, évolution qui est donnée par le graphique de la page 11 de l'introduction.

La disparité croissante existant aux Etats-Unis entre les prix des produits finis et les salaires n'a pas son parallèle en Grande-Bretagne, et cette différence se répercute non seulement sur la situation économique intérieure des deux pays, mais aussi sur leur change. Quels que soient les indices qu'on prenne comme base de comparaison, les prix des marchandises ont, aux Etats-Unis, fléchi d'environ 10 % de plus que les prix anglais, du milieu de 1937 à la fin de l'année. Cette amélioration du pouvoir d'achat du dollar par rapport à la livre sterling devait, suivant la théorie des « parités de pouvoir d'achat », renforcer la valeur de change du dollar par rapport à la livre (et c'est, en fait, ce qui s'est produit au cours de 1938). Si, au contraire, on calculait la valeur intrinsèque des deux monnaies en prenant pour base, non plus les variations relatives des prix, mais celles des coûts de production, on arriverait à un résultat diamétralement opposé : la valeur intrinsèque de la livre se serait accrue, la comparaison des salaires horaires prouvant que les prix de revient ont augmenté aux Etats-Unis dans une plus grande mesure qu'en Grande-Bretagne. On admet trop souvent que les variations des niveaux relatifs des coûts de production et des prix de deux pays impliquent nécessairement que la valeur intrinsèque de leur monnaie a enregistré un changement correspondant. Pareille conclusion est, en règle générale, justifiée lorsqu'il se produit des mouvements violents tels que ceux qui ont été notés pour la livre et d'autres monnaies en 1931 et pour le dollar en 1933 ; mais on ferait erreur en appliquant le même raisonnement aux variations d'ampleur limitée qui sont enregistrées au cours des diverses phases du cycle économique. Ce qui c'est passé dans nombre de pays semble donner à croire que les coûts de production ont tendance à être plus rigides que les prix et que, par con-

séquent, ils revêtent une plus grande importance, si l'on considère les choses à plus longue échéance.

II. — Un autre facteur qui a contribué à la fermeté de la valeur de change du dollar a été l'augmentation du solde actif de la balance des comptes des États-Unis à un moment où, pour la Grande-Bretagne, la balance des postes courants accusait un déficit substantiel.

Chiffres annuels	Etats-Unis d'Amérique			Grande-Bretagne		
	Balance commerciale	Solde net des autres postes courants de la balance des paiements	Solde total des postes courants de la balance des paiements	Balance commerciale	Solde net des autres postes courants de la balance des paiements	Solde total des postes courants de la balance des paiements
	en millions de dollars			en millions de livres sterling		
1936	+ 33	- 186	- 153 *	- 345	+ 327	- 18
1937	+ 265	- 289	- 24 *	- 442	+ 386	- 56
1938	+1.134	- 169	+ 965 *	- 377	+ 322	- 55

* Dans l'estimation de la balance des paiements des États-Unis figure un poste, dénommé « autres transactions et reliquats », dont le montant a été respectivement de + \$ 170 et + \$ 676 millions pour les années 1936 et 1937. On pense qu'une partie au moins de ce poste représente certaines recettes courantes et qu'en conséquence la « balance totale des postes courants » des États-Unis est moins passive ou plus active que ne le donneraient à croire les chiffres du tableau ci-dessus.

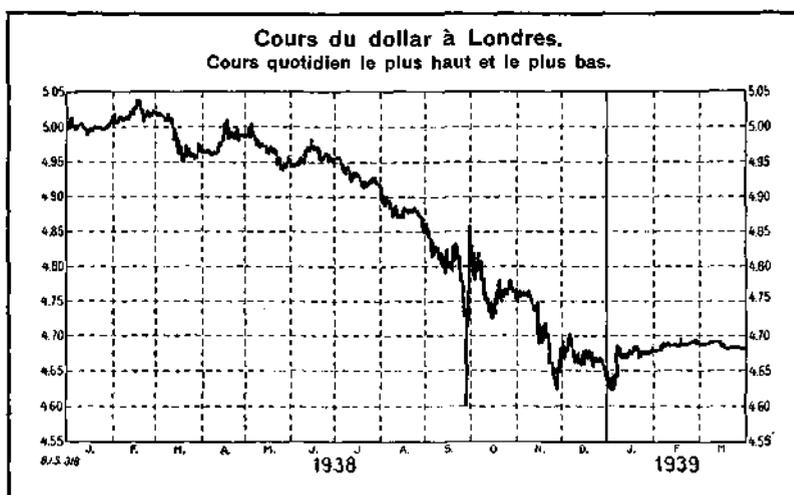
Cependant, le solde passif de la balance du Royaume-Uni a, tant en 1937 qu'en 1938, été compensé par l'excédent du montant des sommes reçues au titre d'amortissements et de remboursements sur le volume des nouveaux prêts consentis à des pays d'outre-mer. Il n'a donc exercé, sur la valeur de change de la livre, qu'une influence directe minime.

III. — Un facteur beaucoup plus important a été l'usage fait de leurs avoirs par des pays du bloc-sterling, qui maintiennent habituellement à Londres leurs réserves monétaires et leurs autres réserves bancaires. Durant la période de boom qui s'était écoulée de l'automne de 1936 à l'été de 1937, ces pays avaient accumulé à Londres environ £ 100 millions d'avoirs-sterling, provenant vraisemblablement pour une bonne part d'exportations à destination des États-Unis. Après la chute violente des prix des matières premières intervenue à l'automne de 1937, ils utilisèrent ces réserves pour couvrir le solde passif de leur balance des paiements (et aussi, dans une certaine mesure, pour acheter de l'or et des dollars). Le montant global ainsi utilisé a dépassé les avoirs mentionnés plus haut (voir chapitre IV).

IV. — Les rapatriements de fonds français qui se sont produits en mai, puis à l'automne de 1938, ont également exercé une certaine pression sur la livre sterling. Comme le Fonds d'égalisation des changes avait acquis le métal qui était venu de France les années précédentes, il fut tout naturellement appelé à

fournir l'or nécessaire lorsque le courant se fut renversé. D'octobre 1938 à la fin de mars 1939, les rapatriements de capitaux en France furent, estime-t-on, de l'ordre de £ 100 millions, dont la majeure partie vint de Londres. Mais les sommes transférées de Londres à New-York ont atteint un montant plus important encore; elles sont formées, pour partie, de fonds appartenant à des firmes commerciales et industrielles, fonds qui pouvaient être, sans grand inconvénient, déposés indifféremment sur une place ou sur une autre. Il semble que les exportations de capitaux du public britannique aient été minimes; de loin la plus grosse part des fonds sortis fut constituée par des avoirs appartenant à des particuliers et à des établissements étrangers et qui, avant leur transfert aux États-Unis, se présentaient, partie sous forme d'or, partie sous l'aspect de dépôts en banque ou de valeurs, en comprenant également sous ce terme les bons du Trésor. De la fin de 1937 à la fin de 1938, le total des dépôts des cinq plus grandes banques de Londres enregistra une baisse de £ 75 millions, dans laquelle il convient de voir la répercussion des retraits de dépôts étrangers. On ne sait pas quelle fut l'ampleur de la diminution des dépôts dans les autres banques de Londres (y compris les succursales de banques étrangères), mais il est certain qu'elle fut considérable. On ignore également quelle réduction nette se produisit dans le volume des placements de fonds étrangers en valeurs cotées au Stock Exchange de Londres et en bons du Trésor. A certains moments, des opérations spéculatives accrurent les sorties de capitaux, mais il est probable que, dès le mois de mars 1939, la plupart des positions spéculatives étaient liquidées.

Le Fonds d'égalisation, chargé de tempérer les fluctuations des changes, prit comme politique de réagir contre les modifications de cours résultant de la tendance persistante du marché, sans toutefois les éliminer complètement. C'est ainsi qu'il laissa le cours livre sterling-dollar glisser très graduellement de \$ 5,00—5,04, en janvier-février 1938, à \$ 4,65—4,70, en décembre.



Comme l'exode des capitaux vers les États-Unis était surtout causé par l'inquiétude engendrée par la situation politique européenne, le mouvement était, dans une certaine mesure, irrésistible; mais, même dans

ces conditions, les autorités monétaires britanniques pouvaient, en montrant qu'elles étaient résolues à défendre vigoureusement la livre sterling, contribuer puissamment à combattre une spéculation excessive qui s'accompagnait de bruits de toutes sortes plus ou moins fondés. C'est dans cet esprit que furent prises à Londres les mesures suivantes :

1) Le 20 décembre 1938, le Chancelier de l'Echiquier déclara que les mesures prises en février pour atténuer la rigueur de l'interdiction des émissions d'emprunts dont le produit devait être transféré à l'étranger étaient rapportées. Cette décision n'eut qu'une importance assez limitée, car le montant des prêts à l'étranger s'était réduit jusqu'à ne plus atteindre qu'une somme minime. Toutefois, elle fit obstacle aux achats massifs, sur les places étrangères, de valeurs destinées à être vendues ensuite sur le marché de Londres, opérations qui auraient pu être utilisées pour des exportations de capitaux.

2) Le 6 janvier 1939, le Chancelier annonça que £ 350 millions d'or, évalué au prix du marché, allaient être transférés de la Banque d'Angleterre au Fonds d'égalisation. Cette mesure devait avoir pour effet de reconstituer les ressources du Fonds d'égalisation, ressources qui, après avoir fléchi à £ 152 millions le 30 septembre 1938, avaient encore diminué depuis cette date. On était, en général, d'avis que le stock de métal du Fonds était inférieur à £ 100 millions, mais les réserves d'or de la Banque d'Angleterre avaient une valeur de quelque £ 570 millions au prix du marché. Non seulement le transfert en question libéra du métal jaune qui devint disponible pour la défense active de la monnaie, mais il eut l'avantage d'attirer l'attention sur l'ampleur des réserves combinées de la Grande-Bretagne.

3) Enfin, au début de janvier 1939, le Chancelier adressa au Gouverneur de la Banque d'Angleterre une lettre dans laquelle il lui demandait de remettre strictement en vigueur les mesures officieuses de restriction des transactions à terme sur or et des avances sur les avoirs privés de métal jaune, mesures qui avaient été levées au printemps. Il ajouta qu'il y avait « plus de raisons que jamais pour que le marché continuât à soumettre toutes les opérations de change à un examen extrêmement minutieux, afin d'éliminer les opérations indésirables ». Les banques et le marché des métaux précieux se déclarèrent prêts à se conformer aux désirs du Chancelier. Le Comité du marché des changes de Londres fit paraître une circulaire destinée à guider le marché dans l'application des mesures visant à éliminer les opérations spéculatives contre la livre. Comme ces mesures avaient pour objet « de combattre la spéculation sur or et sur devises, mais nullement d'empêcher les opérations commerciales normales », les instructions données par la circulaire laissèrent aux spécialistes du marché une certaine latitude d'appréciation pour les cas imprécis. Il est, en effet, difficile de formuler des instruc-

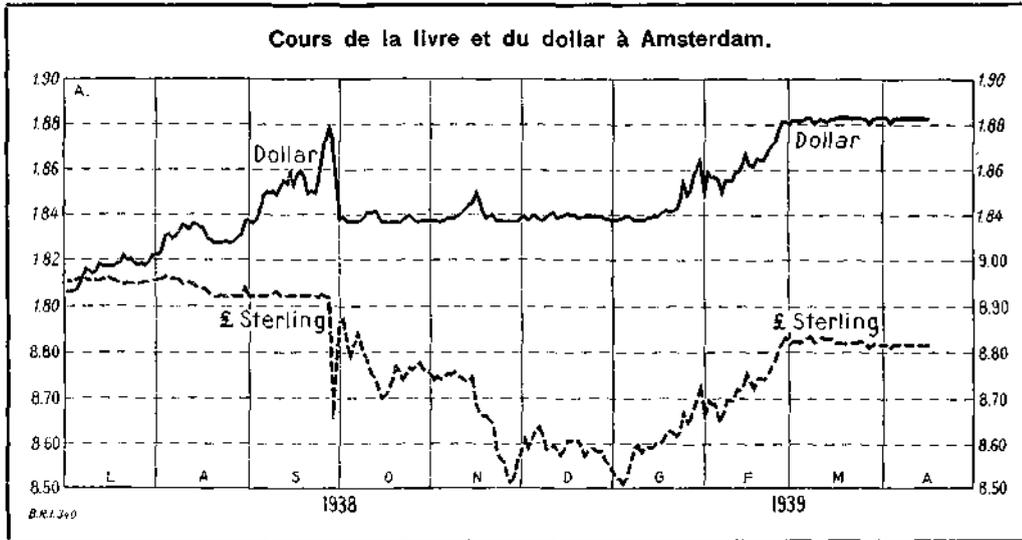
tions détaillées et, d'autre part, les spécialistes du marché sont, en général, capables de dire, par expérience, si une opération entre ou non dans le cadre des affaires que traite ordinairement un client.

En ce qui concernait les opérations de change, la circulaire portait que, pour les opérations au comptant, il n'était pas besoin d'enquête, mais que pour les opérations à terme «le banquier devait s'assurer que son client voulait couvrir des besoins commerciaux normaux», et elle ajoutait que, lorsqu'un client donnait l'ordre d'exécuter une opération à terme dans le seul dessein de protéger son capital, il ne devait pas être donné suite à cet ordre.

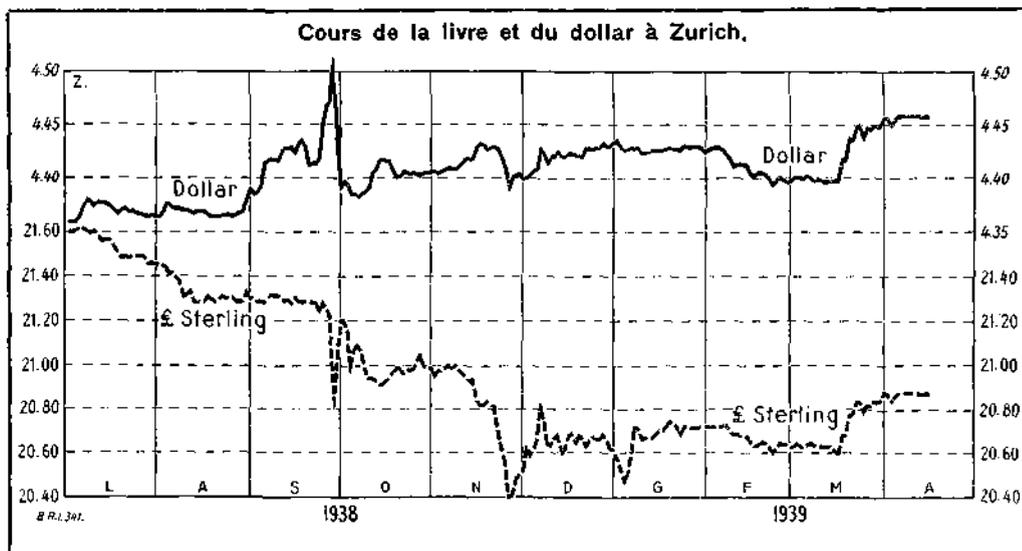
Les mesures prises à Londres pour combattre la spéculation visèrent à empêcher l'activité de s'accroître d'une façon malsaine sur le marché des changes, à mettre un terme à la multiplication des bruits et à faire cesser un état de nervosité néfaste à la conduite normale des affaires. Ainsi qu'il est étudié en détail, infra (chapitre sur les mouvements de capitaux), les variations de marge entre les taux des opérations à terme et les taux d'intérêt servis sur les avoirs étrangers à Londres ont provoqué des déplacements très considérables de fonds bancaires. La position de premier plan qu'occupent les Etats-Unis et la Grande-Bretagne dans le commerce mondial, et la livre et le dollar sur le marché mondial des changes, a pour corollaire qu'une variation même peu accentuée du cours livre sterling-dollar peut causer de graves appréhensions. Aussi, bien que la baisse de la valeur de change de la livre sterling durant la seconde moitié de 1938 ait été minime, en comparaison des fluctuations de grande envergure intervenues pendant les années 1931 à 1934, elle n'en souleva pas moins, durant tout le temps qu'elle se poursuivit, des problèmes monétaires fort importants dans divers pays du monde.

A la fin de septembre, lors de la baisse accentuée de la livre sterling, d'intéressants mouvements se produisirent sur le florin hollandais et sur le franc suisse, monnaies qui, toutes deux, gravitent dans une certaine mesure dans l'orbite de l'or (c'est-à-dire dans celle du dollar) et dans celle de la livre sterling. Leur lien avec l'or découle en grande partie du fait que, pour la Suisse et pour la Hollande, le commerce avec l'Allemagne — commerce qui, dans les deux cas, se fait par l'intermédiaire de clearings officiels — présente une réelle importance. Les graphiques ci-après donnent les cotations quotidiennes (à 11 h. du matin) de la livre et du dollar à Amsterdam et à Zurich.

Le florin hollandais suivit étroitement la livre durant la seconde moitié d'août et la majeure partie de septembre. Ce n'est que le 28 septembre, lorsque la livre se mit à fléchir sensiblement, qu'il se détacha de la devise britannique. Ce jour-là et le lendemain, il adopta un moyen terme entre la livre et le dollar. Le 30 septembre, il atteignit le cours de 1,84 pour un dollar, niveau



auquel il se maintint presque sans changement jusqu'à la fin de janvier 1939. A cette dernière date, sous la pression de sorties de capitaux du marché hollandais, il perdit de nouveau un peu de terrain, se dépréciant d'un peu plus de 22 % par rapport à son ancienne valeur-or, c'est-à-dire du même pourcentage que pendant la période où il avait suivi la livre sterling. En mars et avril 1939, il redevint stable par rapport au dollar, aux environs du cours de 1,88.



Le franc suisse se maintint à un cours pratiquement stable de 21,30 pour une livre sterling pendant la majeure partie des mois d'août et de septembre 1938; mais, à partir du 23 septembre, il adopta, lui aussi, un moyen terme entre la livre et le dollar, avec tendance, toutefois, à suivre d'un peu plus près le dollar. Aux termes des instructions données, en date du 27 septembre 1936, par le Conseil

Fédéral à la Banque Nationale Suisse, cette dernière doit maintenir la valeur du franc suisse à un niveau correspondant à une dépréciation d'environ 30 % par rapport à l'ancienne valeur-or. Immédiatement après la dévaluation, la Banque Nationale fixa le prix de l'or à 4.869,80 francs par kilogramme de fin, ce qui représentait une dépréciation de 29¹/₄ % environ. Durant l'automne de 1938, lorsque le franc suisse suivit, jusqu'à un certain point, la livre sterling, le prix théorique de l'or à la Banque Nationale — c'est-à-dire le prix calculé sur la base du cours franc-sterling et des cotations quotidiennes du métal sur le marché des métaux précieux de Londres — s'éleva jusqu'à 4.973,15, soit une dépréciation maximum de 30³/₄ %.

Mentionnons ici que la question se posa aussi en France, à l'automne de 1938, de savoir s'il convenait de laisser le franc suivre la tendance de la livre par rapport au dollar. En fait, les autorités monétaires adoptèrent une politique assez souple en maintenant les fluctuations livre-franc dans d'étroites limites, tout en tenant compte de la position par rapport au dollar. Cette politique a été d'ailleurs ratifiée par le marché, puisque pendant toute cette période les rentrées de fonds se sont poursuivies à Paris.

Des décisions importantes ont dû être prises lors de la fixation des rapports entre le reichsmark et les monnaies d'Autriche, des régions sudètes, de Tchéco-Slovaquie et de Memel.

Taux de conversion	Nombre d'unités monétaires par reichsmark			Reichsmark par unité monétaire au nouveau pair
	ancien pair 1929	dernier cours du marché	taux adopté pour la conversion	
Autriche . . Sch.	1,693	2,04	1,50	0,67
Régions sudètes K.	8,04	11,63	8,33	0,12
Tchéco-Slovaquie K.	8,04	11,63	10,00	0,10
Territoire de Memel . . Litas	2,382	2,382	2,50	0,40

Les cours paraissent avoir été, dans chaque cas, fixés sur la base des niveaux relatifs des prix. Si, en mars 1939, on a adopté, pour la couronne, un cours différent de celui qui avait été fixé en octobre 1938, c'est, paraît-il, parce qu'entre ces deux dates les prix des marchandises avaient proportionnellement augmenté en Tchéco-Slovaquie. Dans chaque cas, sauf dans celui de Memel, le cours adopté a été supérieur à la cotation pratiquée sur le marché immédiatement avant qu'eût lieu le changement de régime dans les territoires en question.

Les clearings de l'Allemagne avec les divers pays danubiens et balkaniques sont, en ce qui concerne leurs dispositions monétaires, basés sur les anciens pairs ou sur des cours voisins de ces anciens pairs, bien que, dans ces pays, les devises libres soient cotées à des cours qui impliquent une forte dépréciation

de fait. Partout les clearings et les accords de paiements de l'Allemagne avec les pays qui reconnaissent pleinement la dépréciation de leur monnaie nationale (par exemple, le Royaume-Uni, la France, l'Italie, la Hollande, la Suisse, la Suède) fonctionnent sur la base de la valeur or, au pair, du reichsmark. Durant l'année 1938, les possibilités d'emploi des marks «Aski» pour des transactions résultant d'exportations dites «additionnelles» ont été plus restreintes. Les marks «Aski» sont, toutefois, admis pour les règlements avec certains pays sud-américains avec lesquels il n'a pas été conclu d'accords de paiements ou de clearing et leur cotation varie de temps à autre d'après le caractère du commerce avec chacun des pays en question. La valeur du mark enregistré a subi des fluctuations plus grandes que les années précédentes; à la fin de 1938, le cours en était de 27 reichsmarks pour une livre, alors que le cours officiel était d'environ 11,70 reichsmarks. Le cours de la lire italienne, strictement contrôlé par les autorités monétaires, a été rigidement accroché au dollar pendant l'année.

En Bulgarie, en Hongrie, en Roumanie et en Yougoslavie, on a noté une tendance à élargir le champ des «compensations», c'est-à-dire des accords par lesquels une relation est établie entre les exportations et les importations de certaines marchandises ou effectuées par certaines firmes. On peut dire que, de diverses manières, les cours officiels ont été ajustés à des niveaux plus conformes à la relation existant, sur le marché, entre l'offre et la demande de change. Les pays du sud-est de l'Europe appliquent non seulement le contrôle des changes, mais adoptent souvent, dans leurs accords de clearing, des cours qui impliquent des pourcentages de dépréciation différents suivant leurs partenaires (la question du cours est, en règle générale, un des points les plus importants de ces négociations). Les pourcentages respectifs des devises qui sont échangées au cours officiel et de celles qui sont échangées à un cours de compensation sur des marchés plus ou moins libres varient, en outre, selon les pays et les marchandises, et leur fixation constitue un des moyens d'action de la politique monétaire de ces pays. En conséquence, il est impossible de les rattacher à un groupe monétaire déterminé.

Dans le bloc-sterling, il ne s'est produit aucune défection pendant l'année; les relations existant entre les monnaies des pays scandinaves, du Portugal, de l'Égypte, de l'Inde, etc., et la livre sterling sont restées inchangées.

La relation entre le yen japonais et la livre s'est également maintenue à 1 sh. 2 d. durant toute l'année. En 1937, il avait été prélevé, sur les bénéfices résultant de la réévaluation du stock d'or, une somme de quelque 400 millions de yen, qui avait été affectée à la création d'un fonds spécial de change. En août 1938, 300 millions de yen ont encore été pris sur la réserve de métal jaune de la Banque du Japon en vue de la constitution d'un fonds de change auprès de cette institution; l'or devait être converti graduellement en devises étrangères

destinées à couvrir les importations des matières premières nécessaires pour la fabrication de produits d'exportation. Le fonds devait se renouveler automatiquement, car il était prévu que les sommes avancées aux banques de change spécialement désignées seraient remboursées en devises étrangères dans les quatre mois, ces banques étant tenues d'affecter spécialement à ce remboursement une partie de leurs effets d'exportation. En même temps, le contrôle des changes, mis en vigueur l'année précédente, fut rendu plus sévère; tous les dix jours, les banques de change durent communiquer à la Banque du Japon un état de leurs achats et de leurs ventes d'effets libellés en devises étrangères et, lorsque les achats l'emportaient sur les ventes, la banque centrale avait le droit d'acquérir une certaine partie de l'excédent. En 1938 ont en outre été prises de nouvelles mesures de mobilisation des avoirs en devises et des valeurs étrangères possédés par des Japonais; le gouvernement a acquis d'importants paquets de ces valeurs qui se trouvaient dans les portefeuilles de compagnies d'assurance et d'institutions similaires.

Lorsqu'en 1937 s'ouvrirent les hostilités entre le Japon et la Chine, il existait en Extrême-Orient quatre satellites du yen japonais: le yen de la Banque de Formose, le yen de la Banque de Corée, le yuan de la Banque Centrale du Mandchoukuo et le yuan de la Banque Centrale de la Mongolie intérieure, tous quatre devant être maintenus au pair avec le yen. En mars 1938, ce groupe s'est augmenté d'une nouvelle unité monétaire: le yuan chinois, émis par la Banque de Réserve Fédérale de Peï-Ping, nouvellement créée. Cette nouvelle unité devait également être au pair avec le yen japonais, mais il s'est avéré difficile, à certains moments, de l'empêcher de se déprécier. Des instructions ont été données pour que soient concentrés à la succursale de Tien-Tsin de la nouvelle Banque de Réserve Fédérale les effets d'exportation provenant des districts du nord.

Le dollar de Hong-Kong a gardé intacte sa valeur de change par rapport à la livre sterling, mais le dollar chinois a connu certaines difficultés. Cette unité — créée à la fin de 1935, lorsque la Chine abandonna l'étalon-argent et se déclara prête, pour soutenir sa monnaie, à acheter du dollar chinois contre de la livre à 1sh.2 $\frac{1}{2}$ d. environ — a commencé à se déprécier en février 1938 (elle a fléchi jusqu'à 7 $\frac{7}{8}$ d. au début d'août), mais elle s'est ensuite relevée à 8 $\frac{1}{2}$ d. environ. Depuis l'automne, son cours s'est maintenu relativement stable et, à la fin de l'année, non seulement le mouvement de fuite devant la monnaie avait cessé, mais on notait même quelques rapatriements de capitaux. En décembre 1938, une société commerciale chinoise de New-York a obtenu de la United States Export-Import Bank des crédits s'élevant au total à 25 millions de dollars, pour financer l'exportation en Chine de produits agricoles et manufacturés amé-

ricains et l'importation aux Etats-Unis de baume de copahu chinois. Ces crédits, à échéance de cinq ans, sont garantis par la Banque de Chine. En outre, le Secrétaire de la Trésorerie des Etats-Unis a annoncé, le 20 décembre 1938, la prolongation jusqu'au 31 décembre 1938 de la durée de validité de l'accord du 8 juillet 1938 aux termes duquel la Banque Centrale de Chine a été habilitée à se procurer, sous certaines conditions destinées à sauvegarder les intérêts des deux pays, des dollars en prévision d'une stabilisation de la monnaie chinoise. En mars 1939 a été créé un fonds de change de £ 10 millions, dont la moitié a été fournie par les deux banques gouvernementales chinoises (la Banque de Chine et la Banque des Communications) et l'autre moitié par la Hongkong and Shanghai Banking Corporation et la Chartered Bank of India, Australia and China. Le capital pour lequel les banques britanniques ont participé au fonds et les intérêts qui doivent leur être versés au taux de $2\frac{3}{4}\%$ par an sont garantis par le gouvernement britannique. La gestion du fonds sera confiée à un comité de cinq membres, dont deux nommés par l'ensemble des banques chinoises, un par la Hongkong Bank et un par la Chartered Bank, le cinquième étant un expert anglais qui sera désigné par le gouvernement chinois, d'accord avec le Trésor britannique et avec l'approbation des banques anglaises. Ce comité aura pour tâche de déterminer quelle est la politique courante la plus propre à éliminer les fluctuations excessives de la valeur du dollar chinois et de donner aux banques intéressées des instructions au sujet des opérations du fonds.

Le 5 décembre 1938, le gouvernement de la Nouvelle-Zélande a, par un « ordre en Conseil », dégagé la Banque de Réserve de l'obligation d'échanger la monnaie du pays contre des livres sterling au cours officiellement coté, et instauré un système de contrôle du commerce extérieur et des avoirs à l'étranger des banques commerciales. On a donné comme raison de la prise de ces mesures que l'excédent d'exportations avait sensiblement diminué et que le montant des avoirs à l'étranger s'amenuisait rapidement. Le tableau suivant permet de suivre cette évolution:

Nouvelle Zélande - Balance commerciale et avoirs à Londres

Année	Commerce extérieur			Montant net des avoirs à l'étranger des banques à la fin de l'année		
	Exportations	Importations	Balance	Banque de Réserve	Banques commerciales	Total
(millions de livres néo-zélandaises)						
1934	47,3	31,3	+ 16,0	22,1	18,4	40,5
1935	46,5	36,3	+ 10,2	21,4	14,7	36,1
1936	56,8	44,3	+ 12,5	16,5	11,5	28,1
1937	66,7	56,2	+ 10,5	17,0	6,7	23,7
1938	58,4	55,4	+ 3,0	4,7	2,1	6,8

Si les exportations ont diminué en 1938, c'est seulement par comparaison avec l'année 1937, qui avait été exceptionnellement favorable, et elles se sont maintenues à un chiffre qui n'avait jamais été enregistré auparavant. Mais comme, en 1938, les importations sont presque restées au même niveau qu'en 1937, la balance active a fléchi de 10,5 millions à 3 millions de livres néo-zélandaises (alors qu'il faut à ce pays de 10 à 12 millions de livres néo-zélandaises pour assurer le service de sa dette extérieure). Comme d'habitude, il y a eu un décalage de 6 à 12 mois entre l'accroissement des exportations et celui des importations. D'autre part, le pouvoir d'achat du public néo-zélandais a également été gonflé par la politique de grands travaux du gouvernement et par d'autres mesures tendant à stimuler les affaires, mesures qui ont, sans aucun doute, contribué à accroître le solde passif des postes courants de la balance des comptes. Il y a eu, en outre, quelques sorties de capitaux jusqu'à la mise en vigueur de restrictions de change en décembre 1938. Il est encore trop tôt pour dire si le gouvernement comprimera le pouvoir d'achat national dans la mesure où l'exige la balance des comptes ou s'il tentera simplement de rétablir l'équilibre en réduisant le volume des importations par des prohibitions et par une stricte application du contrôle du commerce extérieur.

La plupart des pays producteurs de matières premières ont, en 1938, vu diminuer rapidement la valeur de leurs exportations en raison de la baisse des prix et de la contraction de la demande, tandis que la valeur de leurs importations a eu tendance à demeurer relativement élevée. On en trouvera, dans le tableau suivant, quelques exemples typiques:

Commerce extérieur de diverses contrées, en 1937 et 1938.

En millions de dollars	Importations			Exportations		
	1937	1938	Variation (en pourcentage)	1937	1938	Variation (en pourcentage)
Europe*	15.037	13.480	- 10	11.484	10.335	- 10
Etats-Unis	3.084	1.960	- 36	3.349	3.094	- 8
Argentine	482	443	- 8	758	438	- 42
Chili	88	103	+ 17	192	139	- 28
Indes	614	550	- 10	740	593	- 20
Indes Néerlandaises .	276	267	- 3	527	383	- 27
Malaisie britannique	398	319	- 20	521	332	- 36
Australie	502	516	+ 3	589	518	- 12

* A l'exclusion de l'U. R. S. S. et de l'Espagne.

Si les Etats-Unis ont réussi à maintenir leurs exportations presque au niveau de 1937, malgré la réduction de leurs importations, l'Europe, considérée dans son ensemble, a enregistré un fléchissement à peu près parallèle de ses

exportations et de ses importations. Pour tous les autres pays qui figurent dans le tableau, on note un recul accentué des exportations, recul d'autant plus frappant que les importations se sont maintenues à un niveau élevé qui, dans certains cas, est pratiquement le même qu'en 1937. D'où un déséquilibre de la balance des comptes qui a forcé les pays en question à avoir recours aux réserves monétaires qu'ils avaient accumulées. L'Australie, bien qu'elle ait remédié partiellement à cette situation grâce à un emprunt de £5 millions sur le marché anglais, n'en a pas moins vu ses avoirs à Londres diminuer. L'Argentine a contracté un emprunt à long terme sur le marché de New-York et placé des bons à deux ans sur certains centres européens, tandis que les autres pays n'ont guère eu accès aux marchés des capitaux étrangers.

En Argentine, à la prospérité de 1936 et du premier semestre de 1937 a succédé une période plus difficile de récoltes déficitaires et de baisse des prix. La façon dont évolue la situation dans ce pays présente un intérêt particulier, car, au temps où l'exportation était florissante et la balance des paiements active, l'afflux des capitaux avait été compensé par un remboursement, de plus de 400 millions de pesos, des dettes extérieures, au moyen d'émissions intérieures, et grâce aussi à la politique prudente de restrictions suivie par la banque centrale. Par la vente aux banques de certificats et de bons du Trésor spécialement émis à cet effet et par d'autres méthodes, cette Institution avait absorbé une partie des disponibilités des banques et réussi ainsi à limiter l'expansion de crédit à des chiffres modérés en comparaison des montants en devises étrangères qui avaient été remis aux banques. Cependant, cette politique avait des limites. Les exportateurs qui vendaient leurs effets sur l'étranger à des banques, conservaient évidemment la disposition des sommes obtenues et n'étaient pas touchés par les opérations effectuées par la banque centrale sur le marché libre. De surcroît, le pouvoir d'achat du public était renforcé par les dépenses croissantes que faisaient maintes municipalités et, en particulier, celle de Buenos-Aires, pour les travaux d'urbanisme et autres, travaux financés en partie par le crédit de banque. Le Banco Central signale que, depuis le milieu de 1937, le volume des prêts bancaires n'a cessé de s'accroître, non pas tant en raison de l'augmentation de la demande normale de crédit engendrée par l'activité économique du pays, que par suite de la mise en vigueur de la loi sur le crédit agricole et du financement des achats du „Cereals Regulation Board“. «Il en résulte», poursuit le rapport, «que la contraction cyclique du volume des moyens de paiement (il s'agit de 1938) a été inférieure à la diminution qui aurait correspondu aux sorties de devises. Cette circonstance a, sans aucun doute, contribué à maintenir l'activité économique intérieure à un niveau qui apparaît relativement élevé en comparaison du fléchissement considérable des exportations». Elle a, tout naturellement, tendu aussi à maintenir le volume des importations à un niveau

élevé — si élevé même que ces importations considérables sont devenues l'un des principaux facteurs du déséquilibre de la balance des comptes.» Devant cette situation, le gouvernement national a décidé que l'obtention d'un permis de change avant l'importation serait également obligatoire pour les marchandises dont le règlement s'effectue par l'intermédiaire du marché libre. (Les importations de marchandises de cette sorte ont atteint 335 millions de pesos en 1938.) En outre, le cours officiel de vente de la livre sterling a été, en novembre 1938, porté de 16 à 17 pesos, tandis que, sur le marché libre, le cours de la livre s'élevait jusqu'à atteindre à un certain moment 20,75, contre 17,00 au début de l'année, et que, seule, l'intervention de la banque centrale l'empêchait de monter encore plus haut.

En ce qui concerne l'Uruguay, les principaux facteurs de l'évolution du change ont été le solde défavorable de la balance des comptes et les répercussions de la situation de l'Argentine. En vue de réduire les importations, les autorités ont, au début de 1939, porté le cours officiel de vente, applicable aux transactions commerciales, de 8,58 à 9,50 pesos pour une livre sterling. Au Chili, le cours officiel pour les exportations est resté inchangé à 25 pesos pour 1 dollar des Etats-Unis, mais le cours du marché s'est, à un certain moment, déprécié jusqu'à 32,50 pesos. Les exportations du Chili ont eu tendance à diminuer et, en septembre 1938, on a même noté un excédent d'importations, ce qui ne s'était jamais vu depuis 1932. Il semble également qu'il se soit produit quelques sorties de capitaux en octobre 1938, au moment de l'élection présidentielle.

Le milreis brésilien est resté rattaché au dollar des Etats-Unis. Mais, bien qu'aucune dépréciation de l'unité monétaire ne se soit produite, le contrôle du change exercé par la Banque du Brésil a été renforcé. Les exportations de café et de coton ont, en 1938, augmenté en quantité de 40 % et de 10 % par rapport à l'année précédente. L'accroissement des expéditions de café a été le résultat de la nouvelle politique d'encouragement des exportations de ce produit, politique dans laquelle les autorités se sont engagées en novembre 1937 en abaissant de 45 à 12 milreis par sac la taxe à l'exportation et en réduisant de 25 % le prix d'exportation du café, afin de reconquérir les débouchés perdus. Grâce à la reprise des ventes, les exportations brésiliennes ont, en 1938, représenté un peu plus de 60 % du commerce mondial du café, après avoir fléchi à 50 % environ les années précédentes. Le total des importations du Brésil est resté pratiquement au même niveau qu'en 1937. On a noté, en particulier, de fortes importations de machines en liaison avec la politique de développement industriel du pays inaugurée par le gouvernement. En novembre 1937 ont été suspendus tous les paiements au titre du service et de l'amortissement de la dette extérieure (paiements dont le montant s'élève, aux termes des conventions de 1934, à environ

£ 8,7 millions par an). Au cours des négociations qui ont été engagées avec le gouvernement des États-Unis au début de 1939, la question de la reprise des paiements au titre de la dette étrangère a été soulevée en liaison avec l'octroi d'un nouvel emprunt. Par une modification importante, qui date d'avril 1939, le monopole de change de la Banque du Brésil a été aboli. Les exportateurs doivent toujours remettre 30% de leurs devises étrangères à la Banque (sur la base d'un cours qui, à la fin d'avril, correspondait à 77,24 milreis pour une livre), mais ils sont autorisés à vendre les 70% restants sur le marché libre où les cours ont monté à 88 milreis (à la fin d'avril), le cours moyen étant approximativement de 83½ milreis alors qu'avant la modification apportée au monopole, le cours officiel d'achat était d'environ 81 milreis. D'autre part, les importateurs doivent désormais acheter leurs moyens de change sur le marché libre (c'est-à-dire à environ 88 milreis pour une livre) et payer en plus une taxe de 5% contre un cours de 83 milreis et une taxe de 3%, auparavant; des cours spéciaux sont appliqués aux touristes, aux transferts de dividendes, etc.

Les deux voisins du Brésil, du côté nord-ouest — la Colombie et le Venezuela — ont maintenu intacte leur position de changes en 1938, grâce, en particulier, dans les deux cas, aux exportations de pétrole. Au Venezuela, la valeur-or de la monnaie est inférieure de moins de 4% au pair de 1929; quant à la Colombie, elle a pu rétablir une certaine liberté sur son marché des changes, sa monnaie ayant eu tendance à s'apprécier. Au Pérou, où le marché des changes jouit d'une liberté presque totale, la monnaie a fléchi d'environ 17% durant l'année en raison de l'amenuisement de l'excédent d'exportations.

Dans les cinq premiers mois de 1938, la monnaie s'est dépréciée de 40% en Bolivie; pourtant, depuis juin, le change a été maintenu à 140 bolivianos pour une livre sterling, cours auquel la valeur de l'unité monétaire n'est plus que de 5,3% de ce qu'elle était en 1929. Durant la première moitié de 1938, le peso mexicain a baissé de 28%; mais, depuis juillet 1938, son cours est demeuré stable aux environs de 20 cents des États-Unis.

Les seules autres monnaies qui, en 1938, se soient dépréciées dans une mesure comparable sont la peseta espagnole et le dollar chinois (de Changhaï), ces deux devises ayant subi, l'une et l'autre, les répercussions des hostilités qui se sont déroulées sur les territoires où elles circulent. En Espagne, le gouvernement nationaliste exerce un contrôle des changes très strict; le clearing avec le Royaume-Uni fonctionne sur la base de 42,45 pesetas pour une livre sterling. Comme, d'autre part, un fonds de change a été créé en Chine en mars 1938, ainsi qu'il en est fait mention plus haut dans le présent chapitre, il se trouve que, même dans les deux pays où a sévi la guerre, des mesures ont été prises pour empêcher des fluctuations exagérées des changes. Au total,

malgré la nervosité qui a régné en 1938 et malgré toutes les difficultés qui ont eu leurs répercussions sur les marchés des changes, le commerce mondial a augmenté dans le second semestre de l'année.

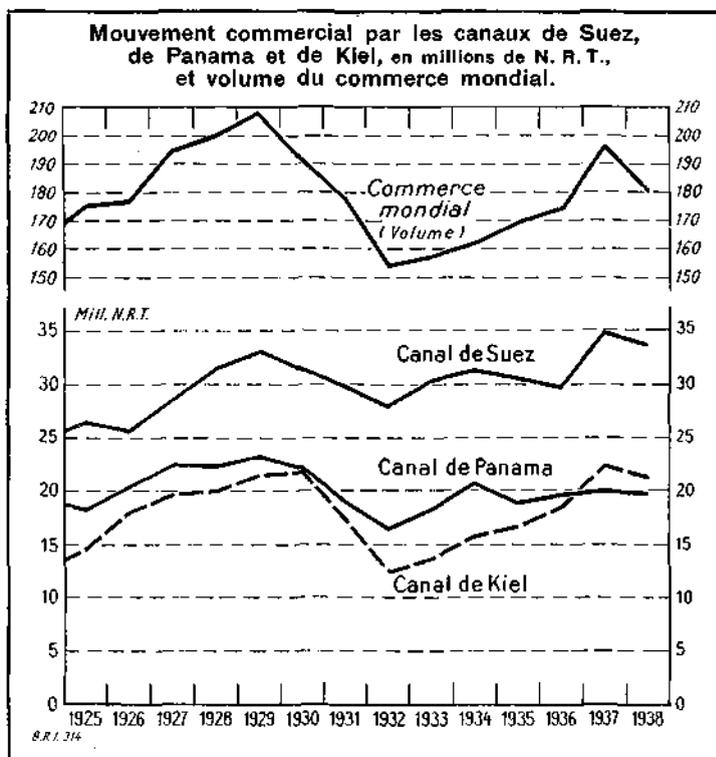
2. COMMERCE EXTÉRIEUR.

Après cinq années d'une reprise graduelle qui avait suivi la grande crise de 1932, le volume du commerce mondial s'était, en 1937, rapproché du niveau de 1929, mais cette tendance s'est renversée en 1938: pour le premier semestre de l'année, le volume du commerce mondial a, en effet, subi une contraction supérieure de 10% à la diminution saisonnière habituelle. Cette contraction s'est produite en liaison avec le fléchissement de la production industrielle mondiale qui a commencé de se faire sentir en automne de 1937 et elle a pris approximativement les mêmes proportions. Cependant, contrairement à ce qui s'était passé en 1930 — première année complète de la crise précédente — on a pu noter, dès le second semestre de 1938, aussi bien dans le domaine de la production industrielle que dans celui du commerce mondial, une reprise accentuée qui prouve que, cette fois, les facteurs de dépression rencontrent une résistance plus grande que durant les années difficiles qui suivirent le krach de l'automne de 1929.

Il semble que l'amélioration enregistrée durant le second semestre de 1938 se soit à peine maintenue pendant les premiers mois de 1939, car les chiffres

d'importations sont, cette année, inférieurs pour plusieurs pays à ceux de la période correspondante de 1938. Mais la différence s'explique en partie par le fait que les prix ont baissé, et le volume du commerce paraît avoir, en général, tendance à rester stationnaire pour le moment.

Pour calculer l'indice du volume du commerce mondial, on a appliqué aux chiffres de valeur donnés par les statistiques des divers pays un correctif

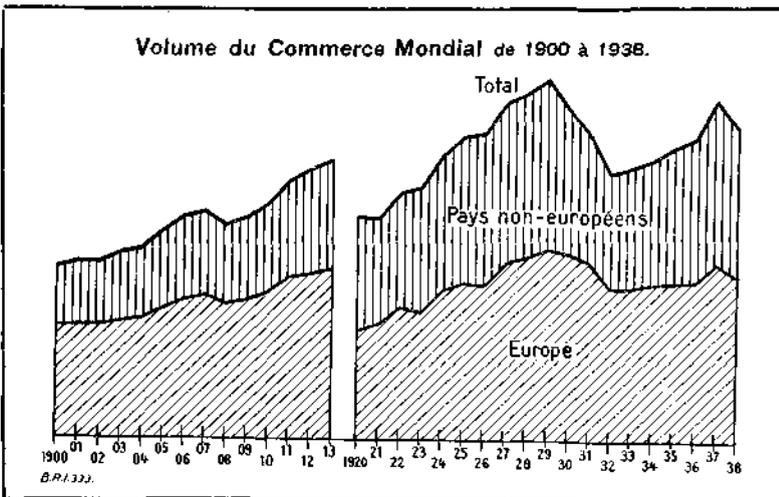


destiné à éliminer l'effet des fluctuations des prix des marchandises. Les résultats obtenus présentent nécessairement une certaine marge d'erreur. Aussi est-il intéressant de constater que les principales tendances révélées par cet indice sont également accusées par les statistiques du trafic-marchandises du canal de Suez, du canal de Panama et du canal Kaiser Wilhelm (canal de Kiel), et cette correspondance vient confirmer qu'en substance la méthode de calcul du volume du commerce mondial est juste.

Le graphique de la page précédente fait bien apparaître les diverses orientations prises par la tendance générale des affaires depuis 1925: amélioration jusqu'en 1929, violente rechute en 1932, reprise graduelle les années suivantes jusqu'en 1937, suivie d'un certain recul en 1938. Alors qu'en 1937 le trafic du canal de Suez et du canal de Kiel a dépassé le niveau de 1929, c'est le contraire qui s'est produit pour le canal de Panama. Le fait que la production industrielle des Etats-Unis n'est pas remontée au niveau de 1929 se trouverait ainsi enregistré par le graphique.

Des marchandises de toutes sortes traversent ces trois canaux à destination de toutes les parties du monde; l'accroissement ou la contraction du trafic de ces grandes voies maritimes traduit donc de façon frappante la tendance mondiale des affaires. Si le tonnage global des navires qui ont utilisé le canal de Suez en 1938 a été inférieur de 5,7% au chiffre-record de 1937, il n'en a pas moins été encore supérieur de 70% au chiffre de 1912, maximum d'avant-guerre. En 1938, le volume du commerce mondial a, bien qu'il ne se soit pas maintenu au niveau de l'année précédente, été encore supérieur de 15% au niveau d'avant-guerre; mais cette augmentation a été due à l'expansion du commerce des pays non-européens, car, l'année dernière, le commerce extérieur de l'Europe a tout juste atteint le niveau de 1913.

Le pourcentage pour lequel l'Europe entre dans le commerce mondial s'est abaissé de 66% en 1900 à 61% en 1913, puis à 52% environ en 1938. Ce



mouvement doit être regardé en grande partie comme la conséquence inévitable des modifications destructures qui se produisent dans l'économie mondiale du fait de l'accroissement de la population et de

la production des pays d'outre-mer. Plus les pays relativement peu développés s'industrialisent, moins ils ont besoin d'échanger certaines marchandises contre les produits des vieux pays industriels d'Europe. Cette prépondérance de la production nationale se traduit par la diminution du rapport du volume du commerce mondial au volume de la production industrielle mondiale.

Indices sur la base des données de 1913	Production industrielle mondiale	Volume du commerce mondial	Rapport du volume du commerce mondial au volume de la production industrielle mondiale
1913	100	100	100 %
1929	139	130	94 %
1937	152	123	81 %
1938	144	113	78 %

Les progrès techniques et, en particulier, le perfectionnement des installations automatiques, dont l'utilisation est possible dans presque tous les domaines, a permis de créer des industries dans des pays neufs, qui sont maintenant en mesure, dans de nombreuses branches, de produire à des prix de revient peu supérieurs à ceux des pays possédant une longue expérience industrielle. En outre, les pays neufs se montrent très désireux de donner plus de diversité à leur structure économique, et cette tendance est encore renforcée par la modicité des bénéfices qu'ils retirent actuellement de la vente des produits agricoles et autres matières premières en raison de la baisse des prix de ces produits. Enfin, le redressement qui s'est manifesté après 1932 s'est, pour maintes raisons, fait avant tout sentir dans l'économie intérieure d'un certain nombre de pays; en conséquence, le volume du commerce intérieur s'est développé relativement plus que celui du commerce extérieur. Mais il n'en reste pas moins que le volume du commerce mondial a dépassé très sensiblement le niveau de 1913.

D'importants changements de structure sont, certes, continuellement en cours, mais tous ne jouent pas dans le sens d'une contraction du commerce mondial. Lorsque s'accroît la production dans les pays depuis longtemps industrialisés, les importations de matières premières augmentent nécessairement; lorsque s'élève le niveau de vie — que ce soit, ou non, dans les pays neufs — la demande de maints produits étrangers s'amplifie habituellement, ne serait-ce que parce que la population éprouve un désir plus prononcé de diversité. En outre, des possibilités d'expansion réelle du volume du commerce mondial s'ouvrent lorsque des populations nombreuses, habitant des pays où le niveau de vie est peu élevé, peuvent brusquement se procurer à bas prix certains biens de consommation (tels que: montres, bicyclettes, etc.) qui leur étaient inconnus auparavant. A cet égard, on peut dire que, dans une certaine mesure, le Japon

n'a pas détourné à son profit une partie du commerce d'exportation d'autres pays, mais qu'il a véritablement accru le volume du commerce mondial.

Les progrès techniques ont généralement pour conséquence une augmentation de la demande d'articles très spécialisés (tels que machines, outils, instruments, etc.) qui, pour la plupart, sont fabriqués par un nombre assez limité de pays. S'il se produit une réduction de la demande mondiale de marchandises plus ordinaires (tissus, chaussures, ameublement, etc.), l'activité du commerce d'exportation pourra donc s'exercer encore dans un vaste domaine. Le développement des pays d'outre-mer ouvre des possibilités d'exportation de biens durables, possibilités qui seraient encore plus vastes si les opérations de financement international reprenaient. Les placements de cette sorte qui ont été effectués ces dernières années ont, pour la plupart, revêtu la forme d'investissements directs dans des entreprises commerciales et industrielles et provoqué l'exportation de machines et d'outillage par les sociétés mères.

Ces tendances apparaissent dans les statistiques du commerce extérieur de la plupart des pays. Durant la période de boom du premier semestre de 1937, les Etats-Unis ne réussirent pas à regagner le terrain perdu en matière d'exportation de biens de consommation, tels que tissus, articles en cuir ou en caoutchouc, mais l'ensemble de leurs exportations ne comprit jamais une aussi grande proportion de produits industriels semi-ouvrés et finis qu'à ce moment: ceux-ci entrèrent, en effet, dans le premier semestre de 1937, pour 73 % (\$ 1.093 millions, contre \$ 766 millions pour la période correspondante de 1936) dans le total des exportations des Etats-Unis, alors que leur pourcentage n'avait été que de 60 environ de 1926 à 1930 et de 46 environ de 1910 à 1914. En ce qui concerne l'Allemagne, l'«Institut für Konjunkturforschung» a calculé que le pourcentage pour lequel étaient entrés les biens d'investissement dans le total des exportations allemandes avait passé de 32 1/2, en 1929, à 42 1/2 en 1937, alors que le pourcentage de produits fabriqués ordinaires avait fléchi durant le même temps de 32 1/2 à 22 1/2. Le total des exportations britanniques s'est abaissé de £ 521 millions en 1937 à £ 471 millions en 1938; mais, dans la même période, les exportations de machines et d'appareillage électrique, qui avaient déjà enregistré une expansion continue les années précédentes, ont poursuivi leur progression, passant de £ 62 à 71 millions. Naturellement, la composition des importations des autres pays s'est modifiée de façon correspondante; en particulier, les importations de machines se sont accrues (par exemple, en Argentine, en Nouvelle-Zélande, en Finlande, en Pologne, en Roumanie et en U.R.S.S.).

Le ralentissement de la production et la contraction du commerce mondial qui ont commencé de se manifester pendant le second semestre de 1937 ont tendu à stimuler la concurrence sur les marchés étrangers. Le pouvoir d'achat des pays d'outre-mer s'est réduit; les restrictions de change et d'importation sont

devenues plus sévères; d'autre part, les pays fortement industrialisés, éprouvant plus de difficulté à utiliser à plein leur capacité de production, se sont disputé avec plus d'âpreté les débouchés extérieurs. Les gouvernements ont accordé plus d'attention au commerce extérieur. A cet égard, il s'est produit un changement marqué par rapport à la période 1931—1933, pendant laquelle on s'était surtout attaché, dans la plupart des pays, à déclencher une reprise intérieure au moyen de grands travaux, de mesures protectionnistes, etc. On commence à comprendre qu'en s'efforçant de développer la production nationale principalement en vue du marché intérieur, sans guère se soucier de l'exportation, on peut créer une situation telle que le pays n'est plus en mesure de payer les importations qui lui sont nécessaires, que sa position mondiale s'affaiblit et que, dans certains cas, le problème du chômage se pose à lui avec plus d'acuité. En dernière analyse, on se rend compte que l'amélioration du niveau de vie présuppose, comme tel a été le cas au cours des cent dernières années, une expansion du commerce extérieur. Le nœud du problème consiste, dans une grande mesure, à trouver des systèmes qui permettent ce développement souhaité des échanges de marchandises.

Dans maints pays, on a eu recours, pour favoriser l'exportation, à l'octroi de crédits jouissant de la garantie du gouvernement (par exemple dans le Royaume-Uni, en Suisse et aux Etats-Unis). En outre, certaines banques centrales, la Reichsbank par exemple, ont décidé d'appliquer des taux d'escompte particulièrement favorables aux effets d'exportation. Dans les pays où le marché des changes à terme n'existe pas, ou n'existe que pour certaines monnaies, les banques centrales ont, en bien des cas, pris des dispositions pour que les exportateurs puissent se couvrir contre certains risques de change. On peut dire que, dans l'ensemble, ces diverses mesures ont tendu à rétablir partiellement les facilités de crédit et de change qui étaient ordinairement fournies par le système bancaire avant que celui-ci n'eût été ébranlé par la crise monétaire de 1931.

La politique de développement de l'exportation a pris également la forme d'accords passés entre certains gouvernements. Les pays producteurs de matières premières, dont les ventes aux grands pays industriels diminuaient fortement en raison du ralentissement des affaires, ont fait des efforts plus grands encore que d'habitude pour trouver des débouchés. Ils ont continué à trouver en l'Allemagne — dont les besoins de matières premières ont tendu à s'accroître — un client prêt à absorber leurs produits et à les payer dans la mesure où ils achèteraient eux-mêmes des marchandises allemandes. Les accords bilatéraux qui ont été conclus ont donné lieu fréquemment à des négociations ardues à propos des cours du change et du règlement des sommes dues; toutefois, ces accords ont contribué à accroître les achats de l'Allemagne dans les pays qui y sont parties. En conséquence, le commerce de

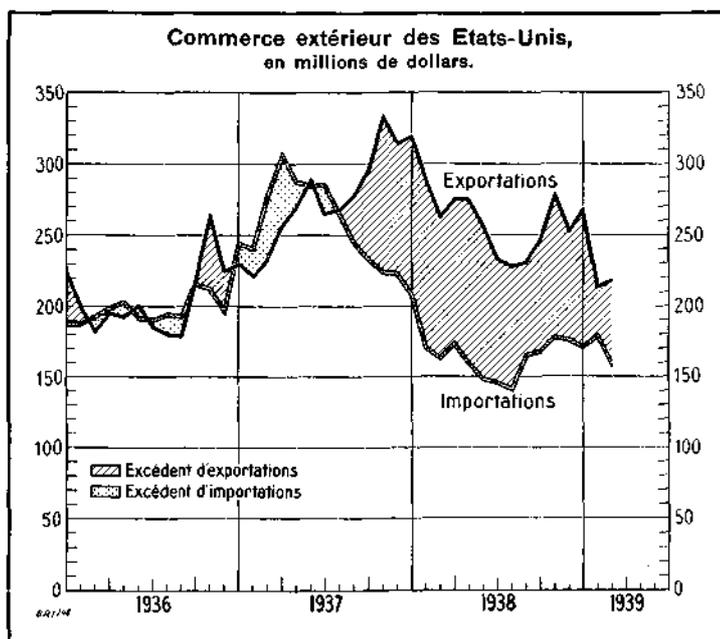
l'Allemagne s'est détournée de plus en plus des grands pays industriels pour s'orienter vers certains groupes de pays producteurs de matières premières. Il ne faut d'ailleurs pas se faire une idée exagérée de l'ampleur de ce mouvement. Lorsque le pourcentage pour lequel les pays du sud-est de l'Europe ont participé au commerce d'importation de l'Allemagne a plus que doublé de 1929 à 1938, il convient de faire remarquer qu'en 1938, ce pourcentage n'a, malgré cela, été que de 10. Pour les pays de l'Amérique latine, le pourcentage a passé de 11 1/2 en 1929 à 15 1/2 en 1938. D'autre part, les pays industriels continentaux de l'Europe centrale, méridionale et occidentale, la Grande-Bretagne, les pays de l'Empire britannique et les Etats-Unis ont encore fourni, au total, 40% environ des marchandises importées par l'Allemagne en 1938.

La politique des accords bilatéraux en matière de commerce extérieur est généralement dictée par l'existence du contrôle des changes dans les pays intéressés; mais on trouve aussi des exemples d'accords purement bilatéraux conclus par des pays à change libre (c'est le cas des accords passés, pour les ventes de charbon, entre le Royaume-Uni et certains pays baltes et scandinaves). Ces accords, qui ne s'appliquent qu'à certaines marchandises, sont d'habitude établis de façon à gêner le moins possible les pratiques commerciales normales. Ce qu'on doit craindre, naturellement, c'est que ces tentatives faites pour équilibrer le commerce entre deux pays n'aboutissent à mieux l'équilibrer, certes, mais à un niveau inférieur.

Ces dernières années, les Etats-Unis ont également donné à leurs accords commerciaux la forme d'accords bilatéraux; mais, ce faisant, leur but a été d'abaisser leurs droits de douane et d'étendre le bénéfice de ces réductions aux autres pays par l'application de la clause de la nation la plus favorisée. En fait, ils n'étendent pas ces concessions aux pays tiers qu'ils considèrent comme opérant une discrimination au désavantage du commerce américain, mais comme cette réserve ne figure pas dans les accords, les autres parties ne sont pas tenues d'adopter une politique semblable. Les accords tiennent compte de l'existence des restrictions existant en matière de change et d'importations et posent comme principe que, dans l'application de ces restrictions, chacun des gouvernements contractants doit faire en sorte que les nationaux et le commerce de l'autre ne soient pas lésés dans l'attribution des autorisations de change et d'importation. Il est également stipulé que, pendant leur durée, les accords pourront être révisés si la valeur des monnaies des parties contractantes vient à varier de façon appréciable ou, en général, si les conditions dans lesquelles s'opère leur commerce mutuel viennent à se modifier. Au début de 1939, les Etats-Unis avaient déjà conclu des accords de ce genre avec vingt pays; l'accord anglo-américain, signé en novembre 1938, a attiré une attention toute spéciale.

Exprimer par des chiffres les résultats des accords commerciaux conclus par les Etats-Unis est assez malaisé, car il faut tenir compte d'un certain nombre de facteurs, tels que: la reprise générale du commerce mondial depuis que la crise est en régression, les fluctuations du rendement des récoltes etc. Le service d'informations de la Société des Nations a, toutefois, calculé que la part, dans le commerce d'importation américain, des principaux pays producteurs de matières premières ayant conclu des accords commerciaux avec les Etats-Unis avait passé de 28 % en 1929 à une moyenne de plus de 32 % en 1936/37 et à 35 1/2 % pendant les neuf premiers mois de 1938. Certaines autres comparaisons sont moins concluantes. Cependant, on peut mentionner que les exportations des Etats-Unis vers les pays du «groupe industriel des accords» se sont élevées de 11 1/2 % en 1929 à 12 1/2 % en 1937 et à 13 1/2 % pendant les dix premiers mois de 1938 (le Royaume-Uni n'était pas encore compris dans ce groupe, l'accord anglo-américain n'entrant en vigueur que le 1^{er} janvier 1939).

Les Etats-Unis ont, ces dernières années, fourni un exemple typique de la relation qui existe entre la tendance de l'activité des affaires sur le marché intérieur et le commerce extérieur. Durant la période de boom du premier semestre de 1937, les Etats-Unis ont eu un excédent d'importations; à l'automne de cette même année, le ralentissement des affaires a provoqué une contraction des besoins de matières premières (en même temps que diminuaient les besoins de denrées alimentaires, les récoltes américaines ayant été bonnes) et on a noté un excédent d'exportations qui a subsisté jusqu'à la fin de 1938,



atteignant près de \$100 millions par mois. Jamais, depuis 1921, les Etats-Unis n'avaient enregistré un excédent de sorties de marchandises d'une pareille ampleur. On ne peut guère mettre en doute le fait qu'en 1938, le maintien de la demande de produits américains de la part des pays étrangers a tendu à stabiliser la situation des affaires sur le marché des Etats-Unis.

L'augmentation de l'excédent d'exportations des Etats-Unis et le fléchissement de plus de 40% en valeur-or des excédents d'importations de deux autres pays créanciers — la France et la Suisse — ont sérieusement réduit le solde net d'importations des huit principaux pays créanciers du monde de 1937 à 1938.

Balance commerciale des principaux pays créanciers.

En millions de dollars	1936	1937	1938
Belgique	— 60	— 77	— 41
Irlande	— 86	— 104	— 83
France	— 594	— 744	— 450
Pays-Bas	— 175	— 221	— 207
Suède	— 30	— 31	— 58
Suisse	— 108	— 119	— 63
Royaume-Uni . .	— 1.720	— 2.136	— 1.897
Etats-Unis . . .	+ 33	+ 265	+ 1.134
	— 2.740	— 3.167	— 1.665

L'excédent d'importations de la France s'est établi à 15.400 millions de francs en 1938, contre 18.450 millions de francs en 1937. Cette diminution du solde passif de la balance commerciale provient de ce que l'industrie française s'est trouvée en meilleure posture pour soutenir la concurrence sur les marchés étrangers, non seulement en raison de la dévaluation de la monnaie nationale, mais aussi à cause de la stabilité montrée, depuis le mois de mai, par le cours du franc (stabilité qui a favorisé le rapatriement des fonds de roulement et réduit les variations des prix de revient) et, enfin, de l'assouplissement du régime du travail auquel il a été procédé vers la fin de l'année. On doit noter particulièrement que le volume des exportations d'articles manufacturés a augmenté de 22%, du début de 1938 au début de 1939.

En 1938, les exportations de la Suisse ont été légèrement plus élevées qu'en 1937, mais il s'est produit une diminution des importations, en particulier de celles provenant de pays avec lesquels ont été conclus des accords de clearing. La Banque Nationale Suisse mentionne, dans son rapport annuel, que la contraction du volume des entrées de marchandises allemandes a rendu plus difficile de continuer à effectuer intégralement les paiements dus aux diverses catégories de créanciers suisses. Bien que la Suisse ait une monnaie libre, les clearings ont, dans son commerce extérieur, une importance extrême: près de 40% de son commerce d'importation et 60% environ de son commerce d'exportation se font avec des pays avec lesquels elle est liée par des accords de clearing et de compensation.

De 1937 à 1938, le solde passif de la balance du commerce extérieur du Royaume-Uni s'est réduit de £ 43 ½ millions (abstraction faite des achats et des ventes d'argent). Cette réduction a été due, avant tout, au fait que les prix des produits importés et ceux des produits exportés ont évolué dans des sens divergents, la valeur moyenne des produits importés (et non réexportés) ayant fléchi de 6 %, alors que celle des produits exportés augmentait de 2 %. En volume, les importations (de produits non réexportés) ont été inférieures de 4 ½ % et les exportations de 11 % aux chiffres de 1937. La diminution de l'excédent d'importations de l'Irlande est, en particulier, résultée de la conclusion, en avril 1938, entre ce pays et le Royaume-Uni, d'un traité qui a mis fin au conflit d'ordre économique et financier qui les divisait depuis 1932.

La diminution du solde passif net de la balance commerciale des huit pays créanciers, solde qui a fléchi de \$ 3.167 millions en 1937 à \$ 1.665 millions en 1938, a, naturellement, été génératrice de grandes difficultés pour les pays débiteurs. Et, pour maintenir le volume de leurs importations à un niveau élevé, en 1938, ceux-ci ont dû faire appel aux ressources qu'ils avaient accumulées à l'étranger. Il est encore trop tôt pour qu'on puisse dire si la reprise notée dans les pays industriels sera suffisamment accentuée pour accroître sensiblement leurs importations de matières premières et relever, dans une certaine mesure, le pouvoir d'achat courant des pays qui leur fournissent ces produits.

Le changement intervenu, de 1937 à 1938, dans la valeur relative des matières premières et des denrées alimentaires, d'une part, et celle des produits finis, d'autre part, a exercé une influence marquée sur le commerce extérieur de l'Allemagne, pays dont les exportations sont constituées pour 80 %, mais les importations, pour 7 % seulement, par des produits finis autres que des denrées alimentaires. De 1937 à 1938, le montant des exportations allemandes de produits finis s'est contracté de 9,2 %; mais les prix à l'exportation ayant accusé une hausse de 2,2 %, la contraction du volume a été de 11,1 %. Le montant des importations s'est accru de 1,4 %; mais comme, les prix ont fléchi de 8,4 %, il y a eu augmentation de 10,6 % du volume. Ces chiffres se rapportent à l'ancien territoire du Reich. Pour l'année, ils font apparaître un excédent net d'importations de RM. 192 millions, contre un excédent d'exportations de RM. 413 millions en 1937 (abstraction faite, pour les deux années, de tout le commerce avec l'Autriche). Au total, le changement net intervenu dans la balance commerciale a donc été de l'ordre de 605 millions. Le Secrétaire d'Etat chargé de l'exécution du Plan de quatre ans a expliqué, au début de 1939, qu'il avait été décidé de recourir aux réserves de devises étrangères puisque le développement de la production allemande des matières premières et de leurs succédanés — prévu par le Plan de quatre ans — doit permettre un jour à

l'Allemagne de reconstituer ces réserves, si ce n'est même contribuer à l'acquisition d'avoires-devises supplémentaires. Le fait que seul l'emploi de ces réserves permettait de procéder rapidement au renforcement des travaux de défense n'est d'ailleurs pas étranger à cette décision. Les mesures prises en vue du récolement des réserves de devises, notamment des soldes étrangers provenant des exportations, des créances extérieures, des valeurs étrangères du portefeuille privé allemand, de l'or, monnaie ou non, encore détenu par des particuliers, ont produit plus d'un milliard de reichsmarks, ce qui représente à peu près 20% du total des importations allemandes en 1937. Ces devises ont été utilisées: d'abord à l'augmentation de l'approvisionnement en produits alimentaires, grâce à des importations nouvelles de céréales et de produits de base pour la fabrication de la margarine; puis, à combler, autant que possible, les insuffisances de matières premières pour les industries affectées à des fabrications d'armements par le Plan de quatre ans; enfin, à des achats de matières premières nécessaires aux industries exportatrices.

Les exportations italiennes se sont, en 1938, maintenues au même niveau que l'année précédente. Comme, d'autre part, les importations n'ont pas diminué de moins de 20%, l'excédent d'importations a fléchi de 5.700 à 2.900 millions de liras. Cette amélioration a permis de ramener de 330 millions de liras, à la fin de 1937, à 260 millions de liras, à la fin de 1938, le déficit net des comptes de clearing entre l'Italie et d'autres pays; à la fin de mars 1939, ce déficit a complètement disparu (voir graphique, page 105). La diminution du déficit commercial a été due aux récoltes exceptionnellement bonnes de 1937 et 1938 — et au strict contrôle des importations. Le fait que, dans un monde contracté, les exportations italiennes se soient intégralement maintenues, doit être attribué aux efforts faits pour améliorer la qualité des produits exportés et, de façon générale, pour augmenter le rendement de l'organisation nationale des ventes à l'étranger. En même temps que la transformation de la structure économique du pays doit permettre d'accroître la production nationale, la politique officielle cherche à développer le commerce extérieur.

L'évolution du commerce extérieur des pays du sud-est de l'Europe fait apparaître des tendances très diverses. Tandis que les exportations de la Roumanie ont, de 1937 à 1938, diminué d'environ 32%, et celles de la Yougoslavie de 19%, celles de la Grèce ont augmenté de 6% et celles de la Bulgarie de 11%. En Pologne, elles se sont maintenues pratiquement au même niveau qu'en 1937, mais les importations ont accusé un accroissement de 3,7%, résultant en majeure partie du développement des achats de machines, d'outillage industriel et d'automobiles. Pour la première fois depuis de longues années, les échanges commerciaux de la Pologne avec les pays d'outre-mer ont enregistré un recul sensible. Au contraire, les échanges avec l'Allemagne ont pris une ampleur accrue; depuis le rattachement de l'Autriche au Reich, non seulement l'Allemagne

a tenu la première place dans le commerce d'importation polonais, mais elle a absorbé également la majeure partie des exportations de ce pays.

Dans le nord de l'Europe, les exportations du Danemark ont enregistré un recul moins accentué que celles de la Norvège, de la Suède et de la Finlande, résultat remarquable attendu que les exportations danoises sont constituées dans la mesure de 70 %, par des produits agricoles. L'explication réside dans le fait que les prix des œufs, du beurre et de la viande — principaux articles de l'agriculture danoise — se sont relativement bien mieux maintenues que les prix des céréales, que le Danemark produit pour sa seule consommation intérieure. En Finlande, le recul des exportations a été plus accentué que celui des importations et, pour la première fois depuis huit ans, ce pays a connu un excédent d'importations; toutefois, sa balance des comptes est demeurée active. En Suède, l'excédent d'importations s'est accru, mais la balance des comptes a également été active. En Norvège, au contraire, si l'excédent d'importations s'est contracté, les recettes tirées du trafic maritime ont diminué.

Grâce à un contrôle strict du commerce extérieur, le Japon a réussi à réduire de près de 30 % ses importations, alors que ses exportations ne fléchissaient que de 14,7 %. Le Mandchoukouo, au contraire, a vu ses exportations et ses importations s'accroître de 43,9 % et de 14,7 % respectivement. Les hostilités qui se déroulent en Chine et les fluctuations monétaires qui s'y produisent font qu'il est difficile d'interpréter les statistiques du commerce extérieur. Il semble, toutefois, que la Chine ait encore montré sa force de résistance bien connue aux calamités en maintenant le volume réel de ses échanges commerciaux à un niveau plus élevé qu'on n'aurait pu s'y attendre, puisque la diminution annoncée de son commerce extérieur n'a été, en dollars chinois, que d'environ 9 %.

Le tableau de la page suivante montre que c'est aux États-Unis et au Japon que les importations ont diminué dans la plus grande mesure (36,4 % et 29,2 % respectivement), ce fléchissement étant dû, dans le premier cas, à la crise des affaires qui a débuté durant le second semestre de 1937, et, dans le second cas, aux restrictions imposées à l'occasion des hostilités engagées en Chine.

Quant aux exportations, c'est en Argentine et en Malaisie britannique, c'est-à-dire dans deux pays producteurs de matières premières, qu'elles ont enregistré le plus fort recul (39,4 % et 36,5 % respectivement).

De tous ces faits, il se dégage manifestement la conclusion que le degré d'activité des pays industriels agit directement sur la prospérité des pays producteurs de matières premières. Les mesures particulières qui ont été prises pour stimuler le commerce d'exportation sont sans aucun doute justifiées; mais, du point de vue international, il faut, pour que la circulation des marchandises s'effectue sans grandes perturbations, que la tendance des affaires dans les divers pays présente, de son côté, une certaine stabilité. L'intérêt qu'on s'est remis à porter

aux exportations et qui a été l'une des caractéristiques de l'année dernière devrait inciter à rechercher quelles sont les conditions générales propices à l'établissement d'un sain équilibre entre l'activité intérieure et l'activité extérieure des divers pays. L'opinion pessimiste suivant laquelle le développement pris par la politique d'autarcie ne peut que réduire sérieusement le champ et l'importance du commerce extérieur, s'est, en somme, révélée erronée puisque, dans les conditions défavorables d'une période extrêmement troublée au point de vue politique, le commerce mondial a fait preuve d'une force de résistance remarquable.

**Changements dans le commerce extérieur de différents pays
de 1937 à 1938***

Importations				Exportations			
en millions d'unités des monnaies nationales							
Pays	1937	1938	Change- ments %	Pays	1937	1938	Change- ments %
Mandchoukouo	848	1.220	+ 43,9	Maroc	1.144	1.502	+ 31,3
Syrie	5.360	7.081	+ 32,1	Algérie	4.334	5.650	+ 30,4
Turquie	114	150	+ 31,6	France	23.939	30.586	+ 27,8
Indochine	1.562	1.917	+ 22,7	Tunisie	1.141	1.353	+ 18,6
Philippines	216	262	+ 21,3	Mandchoukouo	532	610	+ 14,7
Maroc	1.766	2.127	+ 20,4	Syrie	2.571	2.928	+ 13,9
Iran	1.259	1.509	+ 19,9	Lithuanie	208	233	+ 12,0
Tunisie	1.324	1.560	+ 17,8	Bulgarie	5.019	5.578 ²⁾	+ 11,1
Chili	429	502	+ 17,0	Indochine	2.594	2.847	+ 9,8
Algérie	4.083	4.667	+ 14,3	Irlande	22	24	+ 7,4
Pérou	235	260	+ 10,6	Grèce	9.555	10.149	+ 6,2
France	42.391	45.981	+ 8,5	Turquie	138	145	+ 5,1
Australie	126	133	+ 5,6	Suisse	1.286	1.317	+ 2,4
Lithuanie	212	223	+ 5,2	Siam	168	170	+ 1,2
Pologne-Dantzig	1.254	1.300	+ 3,7	Bésil	5.092	5.099	+ 0,1
U. R. S. S.	1.341	1.387	+ 3,4	Italie	10.434	10.379	- 0,5
Siam	110	113	+ 2,7	Pologne-Dantzig	1.195	1.185	- 0,9
Allemagne	5.455	5.443 ¹⁾	- 0,2	Esthonie	106	104	- 1,9
Bulgarie	4.986	4.934 ²⁾	- 1,0	Danemark	1.569	1.527	- 2,7
Nouvelle-Zélande	56	55	- 1,5	Norvège	811	774	- 4,6
Lettonie	231	227	- 1,7	Iran	2.582	2.460	- 4,7
Bésil	5.315	5.177	- 2,8	Portugal	1.202	1.141	- 5,1
Suède	2.123	2.068	- 2,6	Mexique	692	838	+ 6,1
Indes Néerlandaises	499	486	- 2,6	Uruguay	99	93	- 6,1
Grèce	15.204	14.761	- 2,9	Pérou	365	341	- 6,6
Portugal	2.353	2.284	- 2,9	Etats-Unis d'Amérique	3.349	3.084	- 7,6
Egypte	37	36	- 3,0	Suède	2.000	1.839	- 8,0
Danemark	1.674	1.624	- 3,0	Chine	838	763	- 8,9
Ceylan	221	214	- 3,2	Pays-Bas	1.148	1.039	- 9,5
Esthonie	111	107	- 3,6	Grande-Bretagne	521	471	- 9,6
Yougoslavie	5.148	4.949	- 3,9	Australie	148	133	- 10,1
Uruguay	80	76	- 5,0	Finlande	9.379	8.431	- 10,1
Irlande	43	41	- 5,6	Colombie	184	165	- 10,3
Argentine	1.558	1.461	- 6,2	Allemagne	5.901	5.249 ¹⁾	- 11,0
Chine	953	886	- 7,0	Hongrie	588	522	- 11,2
Colombie	170	158	- 7,1	Philippines	331	291	- 12,1
Finlande	9.151	8.482	- 7,3	Nouvelle-Zélande	67	58	- 12,5
Union Sud-Africaine	101	93	- 7,9	Lettonie	261	227	- 13,0
Norvège	1.280	1.176	- 8,1	Palestina	6	5	- 13,5
Inde	1.644	1.501	- 8,7	Tchéco-Slovaquie	11.954	10.240	- 14,3
Pays-Bas	1.550	1.415	- 8,7	Japon	3.125	2.667	- 14,7
Roumanie	20.285	18.520	- 8,7	Belgique	25.206	21.493	- 14,7
Grande-Bretagne	953	859	- 9,9	Ceylan	310	264	- 14,8
Palestine	15	14	- 10,6	Canada	1.004	846	- 15,7
Suisse	1.807	1.607	- 11,1	Inde	1.983	1.623	- 18,2
Hongrie	484	418	- 13,6	Yougoslavie	6.272	5.047	- 19,5
Canada	809	677	- 16,3	Union Sud-Africaine	123	98	- 20,3
Belgique	27.487	22.694	- 17,4	Haïti	42	33	- 21,4
Mexique	614	493	- 19,7	U. R. S. S.	1.729	1.329	- 23,1
Malaisie Britannique	686	551	- 19,7	Egypte	39	29	- 26,1
Italie	13.942	11.124	- 20,2	Chili	933	674	- 27,8
Haïti	47	36	- 23,4	Indes Néerlandaises	988	694	- 29,8
Tchéco-Slovaquie	10.980	8.368	- 23,6	Roumanie	31.568	21.529	- 31,8
Japon	3.732	2.641	- 29,2	Malaisie Britannique	899	571	- 36,5
Etats-Unis d'Amérique	3.084	1.960	- 36,4	Argentine	2.311	1.400	- 39,4

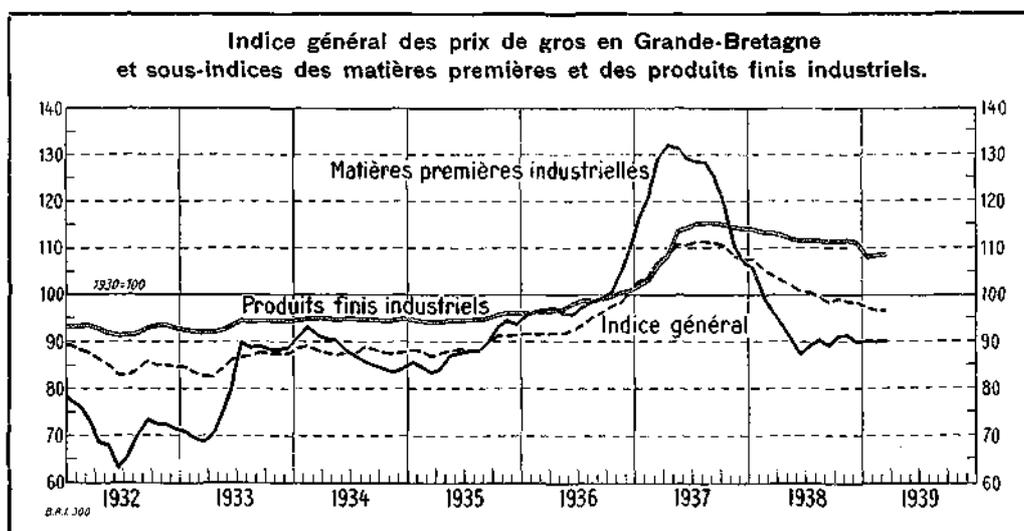
* Chiffres en partie provisoires.

1) Non compris le commerce entre l'Allemagne et l'Autriche.

2) Y compris les primes de change.

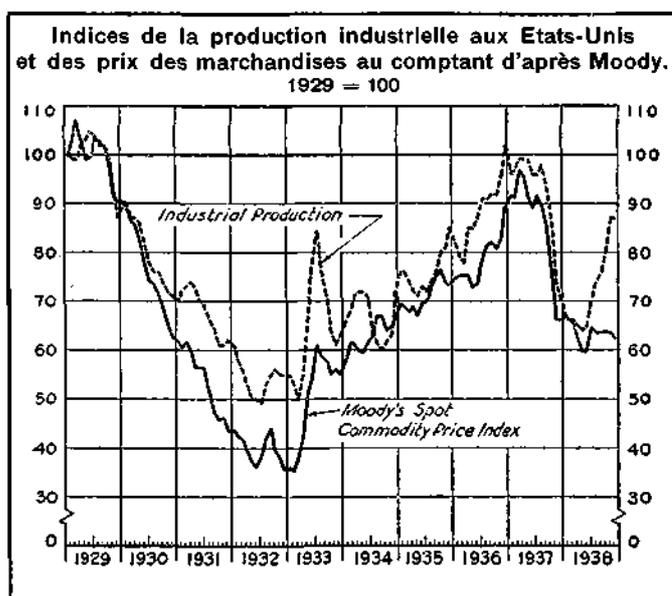
3. MOUVEMENTS DES PRIX.

L'évolution des prix des marchandises en 1938 peut se résumer comme suit dans ses grands traits: la chute rapide des prix des matières premières industrielles, qui avait débuté en 1937, s'est arrêtée au milieu de 1938 et a fait place à une certaine reprise, d'ampleur assez limitée d'ailleurs, tandis que les prix des céréales ont poursuivi leur baisse en raison de l'abondance des récoltes. Le fléchissement des prix des denrées alimentaires a quelque peu tendu à réduire le coût de la vie, mais il semble que, tout en ayant légèrement baissé, les prix des produits industriels finis aient été, en 1938, un peu supérieurs à la moyenne de l'année précédente. Les prix moyens des produits importés et des produits exportés accusent les mêmes tendances en Allemagne et dans le Royaume-Uni: de 1937 à 1938, les prix moyens des produits importés (qui, dans les deux cas, consistent en majeure partie en matières premières et en denrées alimentaires) se sont abaissés d'environ 7%, alors que les prix des produits exportés (qui consistent principalement en articles finis) ont enregistré une hausse d'environ 2%. Particulièrement intéressantes sont les variations qu'a subies, au cours des deux dernières années, le rapport entre les prix des produits finis et ceux des produits de base, variations qui apparaissent sur le graphique suivant des indices des prix de gros dans le Royaume-Uni:



Du milieu de 1933 à l'automne de 1936, les prix des produits finis et des matières premières industrielles avaient fait preuve d'un degré élevé de stabilité, et il n'y avait pas eu plus de 10 % d'écart entre eux. Mais, à la fin de 1936 et au début de 1937, les prix des matières premières enregistrèrent une hausse beaucoup trop rapide, en raison de l'accélération de la reprise industrielle

mondiale, du mouvement général de reconstitution des stocks des fabricants, et, enfin, d'un fort courant de spéculation que contribua dans une certaine mesure à déclencher l'idée exagérée qu'on se faisait des besoins qu'entraînait le réarmement. Non seulement cette hausse fut disproportionnée, car le montant de l'offre sur les divers marchés s'avéra suffisant, mais elle engendra un grave déséquilibre de la structure des coûts de production et des prix. Au début de 1937, il y eut également une avance des prix des articles finis, mais elle n'eut pas la même ampleur. Aux nouveaux prix cotés, il devint en effet difficile de maintenir le volume des ventes aux consommateurs. Les stocks s'accumulèrent. Lorsque la réaction se produisit, elle fut particulièrement violente du fait de la contraction rapide du volume de la production industrielle aux Etats-Unis et dans certains autres pays et, d'autre part, de l'augmentation de l'approvisionnement en matières premières engendrée par la hausse antérieure des prix. Durant les quatorze mois qui se sont écoulés d'avril 1937 à juin 1938, l'indice des prix des matières premières industrielles est tombé en Grande-Bretagne de 132 à 87, et, depuis, il n'a guère regagné de terrain, en dépit de l'accroissement rapide de l'activité industrielle noté durant le second semestre de 1938. Le graphique ci-dessous, emprunté à la Revue mensuelle du Département du Commerce des Etats-Unis, établit, pour ce pays, une comparaison entre le volume de la pro-

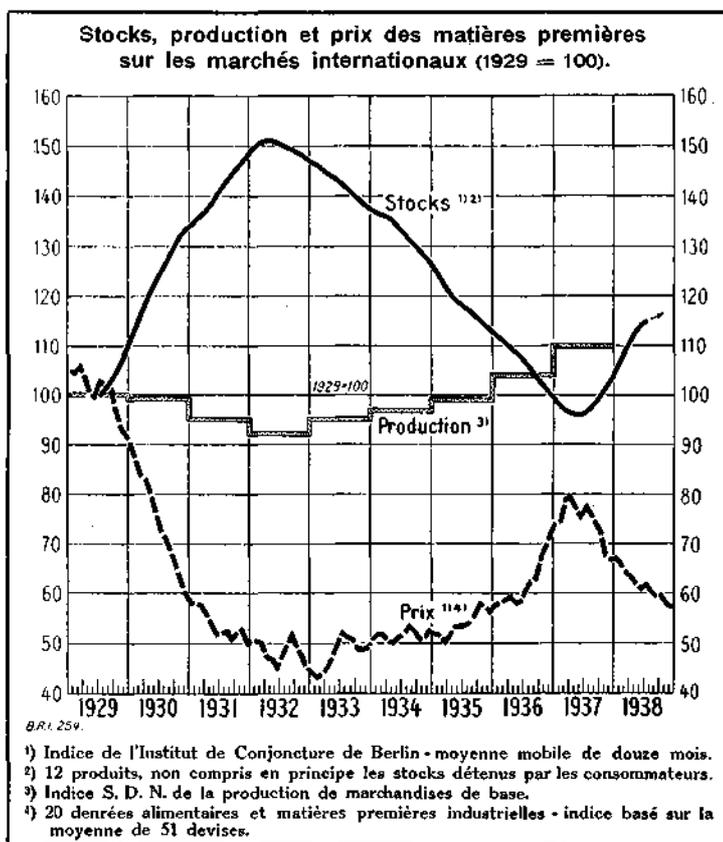


duction industrielle (d'après l'indice de la Réserve Fédérale) et l'indice Moody des prix de quinze marchandises principales américaines (comprenant également des matières premières industrielles et des denrées alimentaires). Ce dernier indice, qui est plus sensible que les indices plus complets de matières premières et de produits semi-finis, a généralement suivi une évolution assez conforme à celle de l'activité

industrielle ; mais cette relation a été rompue dans la seconde moitié de 1938. Car, si les prix du caoutchouc, des métaux non ferreux, des débris d'acier, des peaux et de la soie ont accusé une avance depuis juin dernier il n'y a pas eu de reprise générale des prix des marchandises principales. Les raisons essentielles qui ont fait que les prix n'ont pas adopté la même orien-

tation que l'activité industrielle ont été l'existence de stocks importants qui ont contribué à permettre de satisfaire la demande accrue, l'abondance des récoltes de céréales, et, en général, l'influence déprimante exercée par l'incertitude politique.

Les prix des marchandises principales sont retombés au niveau où ils se tenaient au début de 1934 et sont inférieurs de près de 40 % au niveau de 1929. En fait, il n'y a encore eu aucune réaction contre le mouvement brutal de baisse du dernier semestre de 1937. Une hausse qui porterait les prix des grands produits à un niveau quelque peu supérieur à celui où ils se tiennent actuellement, serait donc, en général, la bienvenue. Mais — et cette réserve est importante — il faudrait que cette reprise ne soit pas trop rapide. Il est indubitable que l'avance extrêmement vive qu'avaient accusée les prix des matières premières, du milieu de 1936 au début du printemps de 1937, fut l'une des causes du recul des affaires qui se produisit par la suite. Les stocks de matières premières atteignirent, à la fin de 1936, un minimum qui n'avait pas été noté



depuis de nombreuses années, circonstance qui permit une hausse accentuée des prix. Des recherches récentes semblent indiquer qu'en général, les stocks en excédent s'épuisent et que les prix se mettent à s'élever rapidement juste avant que soit atteint le point culminant du cycle des affaires, c'est-à-dire immédiatement avant la régression. Au contraire, lorsque les stocks de matières premières sont plus abondants, ils freinent la hausse des prix et contribuent ainsi à donner

un caractère plus durable à la prospérité. Une hausse graduelle des prix des matières premières est certainement compatible avec une reprise soutenue, tandis que l'exemple de 1936/37 prouve qu'une avance trop brusque porte en elle-même son propre châtement. Ceci semblerait indiquer que ce n'est

pas la production de matières premières qui domine le cycle commercial, mais la consommation de matières premières, par les manufactures de biens d'investissement et de produits de consommation. Comme la production des marchandises de consommation présente une stabilité relativement grande, dans le cycle commercial, la principale cause des changements survenus dans l'absorption des matières premières doit tenir aux variations de la production des biens d'investissement. Les modifications de structure des prix de revient et des prix de vente, qui exercent une si grande influence sur ces changements, subissent elles-mêmes le contre-coup de l'accroissement ou de la diminution des stocks de matières premières dans la mesure où cet accroissement et cette diminution entraînent une hausse ou une baisse des prix de revient; ce contre-coup est, semble-t-il, très important et fait passer au second plan l'influence que peuvent avoir les fluctuations des stocks sur le rythme de la production. Les stocks visibles de matières premières jouent, semble-t-il, le rôle d'un réservoir absorbant les excédents ou suppléant aux insuffisances courantes de la production, suivant les cas. L'organisation de la production des matières premières par le moyen de plans de restrictions peut sans doute empêcher de se poursuivre des productions non rentables, mais elle ne possède pas elle-même aucune faculté stimulatrice. Au surplus, ces plans doivent être appliqués de façon à ce que les stocks visibles puissent continuer de jouer leur rôle normal, qui est de freiner les hausses trop rapides des prix de revient industriels, quand se produit la reprise.

Lorsqu'en automne de 1938, la demande de matières premières s'est accentuée, il y a eu une certaine tendance à relever les contingents de production et d'exportation des marchandises qui font l'objet d'accords internationaux, mais, durant l'hiver, on en est revenu à une politique plus rigoureuse lorsqu'il est apparu que tout indiquait que les prix allaient rester au niveau relativement peu élevé où ils se tenaient.

Les stocks visibles de matières premières se sont, en général, quelque peu accrus durant 1938, mais, dans la plupart des cas, ils ne dépassent pas le niveau de la fin de 1935, époque à laquelle une reprise générale était en bonne voie. Bien que l'on ne connaisse pas exactement le montant des réserves de guerre constituées par certains gouvernements, on sait que ces réserves sont plus importantes que jamais; mais il est probable que les stocks des fabricants (c'est-à-dire les stocks autres que les stocks visibles) sont moindres qu'auparavant, puisqu'il semble qu'on ait eu, en général, tendance à acheter surtout pour les besoins plus ou moins immédiats.

En ce qui concerne les produits agricoles, les stocks de blé et de coton étaient plus grands à la fin de 1938 qu'à la fin de l'année précédente. En 1938, le rendement de la récolte mondiale de blé a, en effet, dépassé tous les records:

Stocks visibles de certaines marchandises.

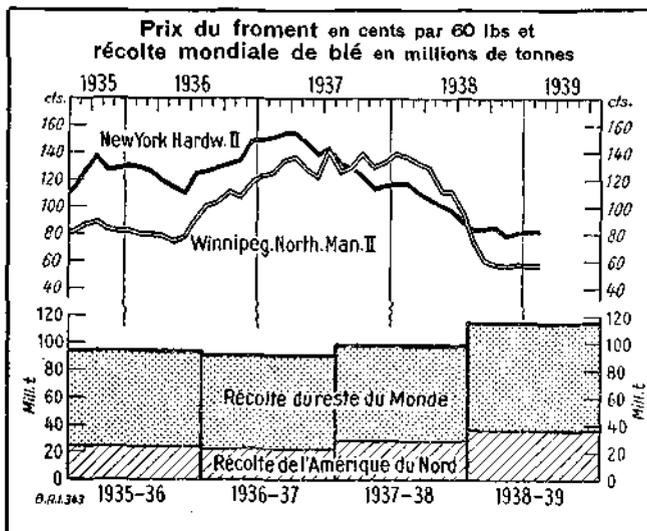
Fin de l'année	Blé	Sucre	Thé	Café	Cuivre	Plomb
	millions de bushels	milliers de tonnes	millions de lbs	millions de sacs	milliers de tonnes	
1935	484	6.102	265	7,8	294	287
1936	312	5.351	236	7,8	190	227
1937	333	6.097	217	7,0	264	193
1938	484	6.064	243	7,8	288	199

Fin de l'année	Zinc	Etain	Coton	Laine	Pétrole	Caoutchouc
	milliers de tonnes		milliers de balles	millions de lbs	millions de barrels	milliers de tonnes
1935	83	19,3	7.768	457	460	595
1936	57	29,9	8.002	481	441	434
1937	78	35,8	9.066	567	483	502
1938	138	37,2	9.652	559*	471	441

* Chiffre de fin novembre.

la production de l'Europe et la production des Etats-Unis ont été respectivement supérieures de 5% et de 11% aux anciens maxima enregistrés pour la première en 1933 et pour les seconds en 1928.

Le prix du blé canadien a, sur les marchés mondiaux libres, fléchi de plus de 50% durant l'année dernière, qui a d'ailleurs été mauvaise pour les céréa-



les en général. Les prix des produits d'origine animale (beurre, viande, œufs, etc.) se sont bien mieux comportés, puisque le recul net moyen pour l'année a été pour eux de moins de 5%. Naturellement, les pays exportateurs de blé ont été durement touchés par la chute du prix de ce produit; mais, dans l'ensemble, les agriculteurs ne tirent qu'une partie modeste de leurs revenus de la culture du blé.

Aux Etats-Unis, par exemple, la récolte de blé a, en 1938, été d'environ un milliard de bushels, ce qui, sur la base d'un prix approximatif de 50 cents à la ferme, représenterait un revenu en espèces de \$500 millions, c'est-à-dire moins de 7% du revenu global en espèces des agriculteurs américains, estimé

en gros à \$7.500 millions. Toutefois, la récolte de blé constitue, dans plusieurs grandes régions des Etats-Unis et des autres pays du globe, celle des récoltes qui est la grosse source de revenus en espèces, et son importance est généralement grande du point de vue politique.

L'une des raisons pour lesquelles les prix des produits d'origine animale ont mieux résisté que ceux des céréales est que, dans les pays où le niveau de vie est élevé, la consommation de denrées plus chères (de viande et d'œufs, par exemple) augmente, tandis que celle du pain diminue. Aux Etats-Unis, la valeur globale annuelle des produits de la basse-cour (œufs, poulets, etc.) dépasse celle de la production annuelle de blé. La plus grande résistance offerte par les prix des produits d'origine animale n'est d'ailleurs pas un phénomène tout récent: elle est l'un des traits caractéristiques des mouvements des prix depuis le milieu du dix-neuvième siècle et s'est manifestée d'une façon particulièrement remarquable lors de la grande crise agricole de 1896, où il y eut un effondrement du prix du blé. Certes, les changements qui interviennent dans la demande des consommateurs doivent entraîner des modifications dans la production, mais les ajustements nécessaires peuvent présenter des difficultés. Les agriculteurs danois sont connus pour la rapidité avec laquelle ils s'adaptent

aux modifications qui se produisent sur les grands marchés d'exportation, rapidité qui leur donne un avantage sur leurs concurrents. Quand, à partir de 1870, la production européenne de céréales est devenue l'objet de la concurrence très vive des pays d'outre-mer, le Danemark a décidé de ne pas accorder à son agriculture de protection spéciale, mais de l'amener à s'adapter de façon à pouvoir répondre

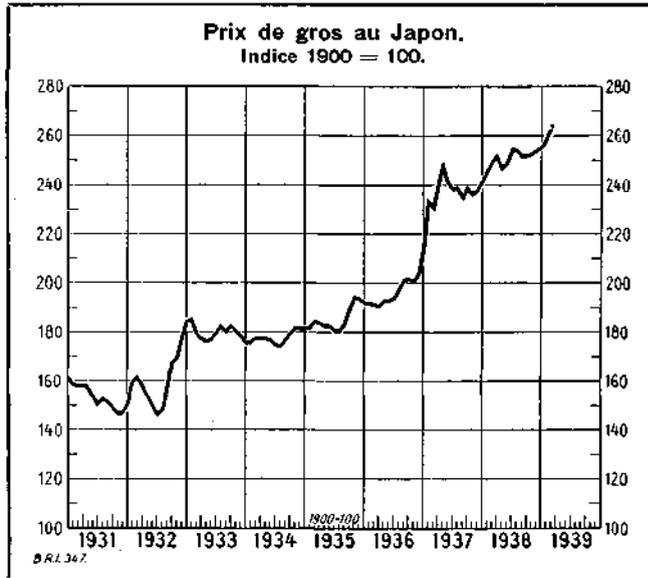
Indice des prix de gros.

1929 = 100	1937		1938		1939			Pourcentage de variations de Déc. 1937 à Déc. 1938
	Déc.	Juin	Déc.	Janv.	Fév.	Mars		
Canada	87	84	77	77	77	.	- 11,3	
Royaume-Uni	94	88	86	85	85	85	- 8,6	
Danemark	111	103	102	102	102	101	- 8,3	
Belgique	77	74	71	71	71	71	- 7,9	
Pays-Bas	76	72	71	70	70	70	- 6,6	
Suède	97	93	91	91	91	91	- 6,6	
Albanie	67	62	63	63	62	.	- 6,0	
Portugal	103	98	97	.	.	57	- 6,0	
Etats-Unis	86	82	81	81	81	.	- 5,7	
Norvège	107	103	101	99	99	99	- 5,6	
Pologne	60	59	57	57	57	.	- 5,3	
Grèce	126	123	120	120	120	.	- 4,9	
Finlande	104	99	100	100	100	.	- 3,9	
Suisse	78	76	75	75	75	75	- 3,2	
Yougoslavie	79	79	77	77	76	76	- 3,0	
Lettonie	96	94	93	95	96	.	- 2,6	
Dantzig	102	98	100	.	.	.	- 2,0	
Hongrie	79	81	78	78	78	.	- 1,0	
Estonie	86	86	86	87	87	.	- 0,9	
Italie	101	101	101	102	102	102	0	
Allemagne	77	77	78	78	78	78	+ 0,8	
Roumanie	79	80	81	83	.	.	+ 2,3	
Bulgarie	65	63	67	67	66	.	+ 3,2	
Tchéco-Slovaquie	80	80	85	86	.	.	+ 5,4	
Japon	110	116	116	118	120	121	+ 5,8	
France	101	105	109	110	109	109	+ 8,4	

à la demande accrue de produits comme le beurre, le bacon, les œufs, etc.; et cette politique a été suivie avec continuité jusqu'à nos jours.

Les influences opposées qui se sont exercées sur le niveau général des prix depuis le milieu de 1938 — à savoir la reprise partielle des prix des matières industrielles et la baisse continue des prix des céréales — ont eu pour conséquence que le niveau général des prix de gros a fait preuve, dans la

plupart des pays, d'une stabilité remarquable.



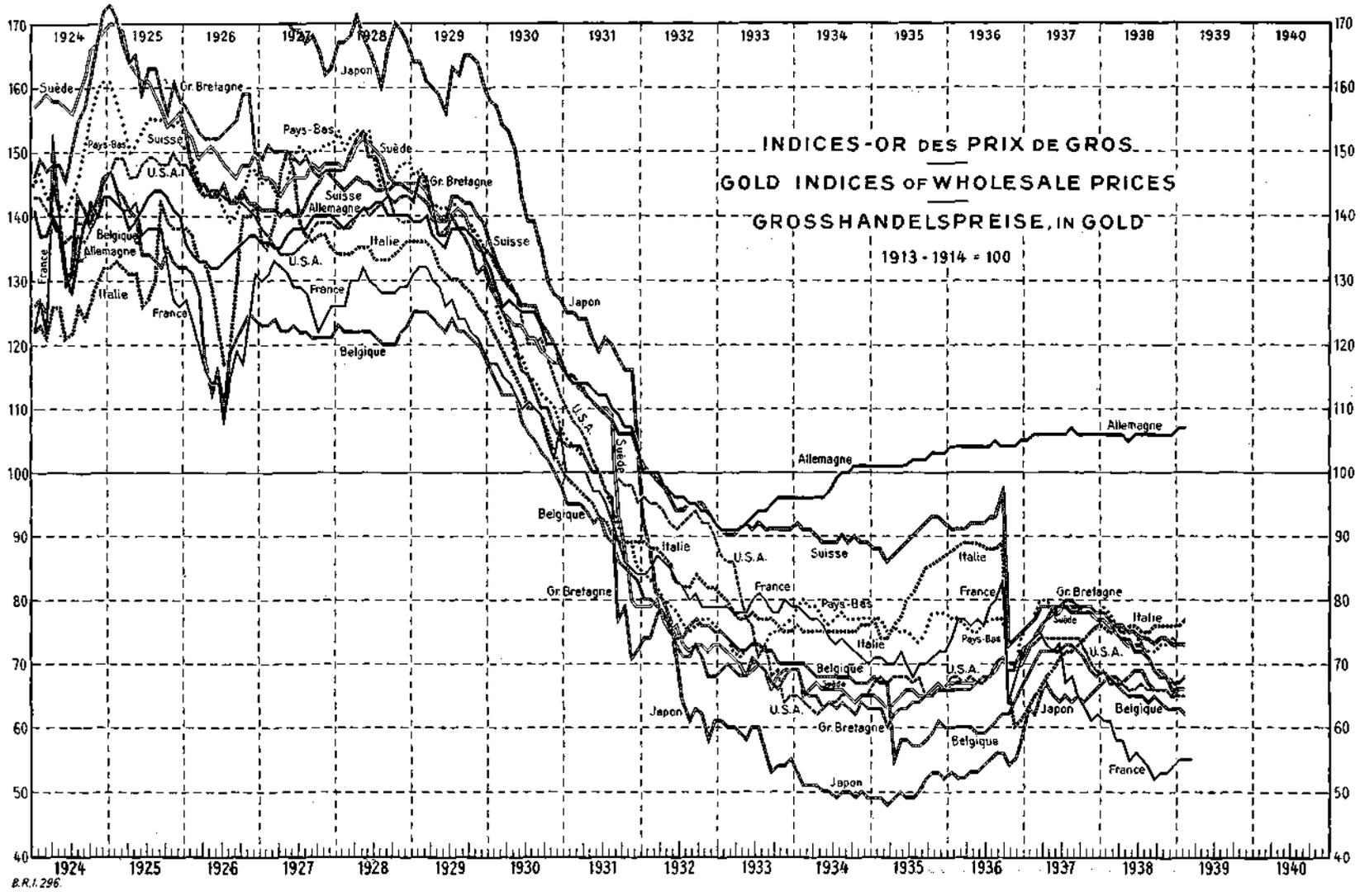
Au Japon, toutefois, les prix, qui avaient enregistré une hausse verticale en 1937, ont continué de s'élever en 1938, et il semble que l'avantage résultant de la dépréciation d'environ 70 % du yen ait été entièrement annulé par cette hausse.

En Italie, les prix de gros ont, dans l'ensemble, haussé de quelque 25 %,

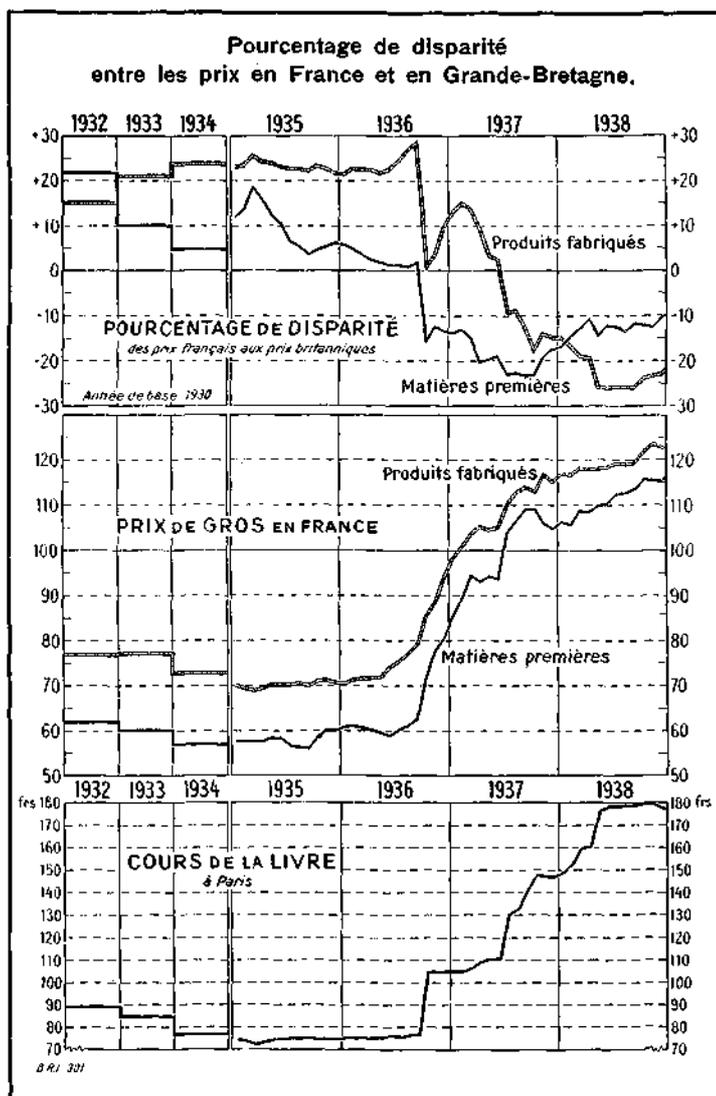
depuis la dévaluation de la lire au cours de l'automne 1936, jusqu'à la fin de 1937; mais ils sont, depuis, restés stables au niveau qu'ils avaient atteint en 1929. Quelques divergences se sont produites, cependant, dans les mouvements de prix de divers groupes de marchandises; tandis que les produits finis, en particulier les denrées alimentaires et les textiles, renchérisaient, les prix des articles semi-finis restaient inchangés et ceux des matières premières baissaient.

En France, après avoir considérablement augmenté du milieu de 1936 à la fin de 1937, les prix se sont montrés beaucoup plus stables l'année dernière. Les fluctuations enregistrées par les prix français au cours de ces dernières années sont un exemple intéressant de la relation qui, dans la structure des prix d'un pays, existe entre l'équilibre interne et l'équilibre externe. La comparaison des divergences des prix des matières premières et des produits finis en France et dans le Royaume-Uni, de 1932 à 1938, permet de faire ressortir quelques-unes des principales tendances (voir graphique, page 64).

En 1935, lorsque le cours du franc était encore de 75 francs pour une livre, les prix français, bien qu'ils eussent baissé aux cours des deux années précédentes, demeuraient supérieurs aux prix anglais (l'écart atteignait jusqu'à 23% pour les produits finis par rapport à 1930), ce qui prouvait qu'à ce moment



B.R.I. 286



le franc était surévalué. L'année suivante, l'écart s'accrut pour les produits finis, les prix de revient ayant été grossis par les mesures sociales et autres prises durant l'été de 1936. Au même moment, ainsi que le montre le graphique, se manifesta une divergence croissante entre les mouvements des prix des produits finis et ceux des matières premières. Avec la dévaluation de septembre 1936, qui eut pour effet d'abaisser le cours du franc à 105 francs environ pour une livre, l'écart entre les prix français et anglais se contracta brusquement. Mais disparité externe et disparité interne réapparurent dans une certaine

mesure à la fin de l'année et s'accrurent considérablement au début de 1937. Au début de 1937, la loi de 40 heures fut mise en vigueur et l'on procéda à d'importantes majorations de salaires. Durant 1937, le franc fléchit de 105 à 112, et, dans l'été, à 135, puis à 150 francs pour une livre à la fin de l'année. Mais la hausse des prix français commença de se ralentir et, bientôt, l'on put constater, en faveur de ces derniers, un écart qui fut encore accentué par la chute du franc au-dessous de 150 francs pour une livre, au début de 1938, suivie de la stabilisation de fait au cours de 178 environ. La disparité devint même plus prononcée pour les produits finis que pour les matières premières, si bien que la situation existant durant l'été de 1936 se trouvait exactement renversée.

Les violentes fluctuations enregistrées par les changes, les prix et les coûts de production au cours des dix dernières années montrent combien il importe

d'étudier les perturbations qui se produisent dans la structure interne des prix et des coûts de production et dans le rapport entre les diverses catégories de prix sur le marché national et à l'étranger. Cette étude permet d'avoir une connaissance plus approfondie de l'influence que les divers facteurs en jeu exercent non seulement sur l'équilibre externe, mais aussi sur l'équilibre interne des différents systèmes économiques nationaux et de comprendre toute l'importance de ce double équilibre.

En période de baisse des prix, les niveaux des prix de gros des pays dont le change est stable et relativement exempt de restrictions s'adaptent, de ce fait, dans une certaine mesure, aux mouvements d'ordre général; mais comme les prix de revient s'ajustent moins facilement, il peut se produire un déséquilibre dans la production intérieure. La chute des prix qui se produit durant le second semestre de 1937 et qui s'est poursuivie en 1938 a posé de graves problèmes d'ajustement dans maints pays, et l'on a pu constater que les prix des produits finis n'ont participé que dans une faible mesure au mouvement de recul. Les prix des produits qui font l'objet d'accords nationaux sont habituellement les derniers à bouger. Mais ils n'échappent pas, eux non plus, à la pression: la réduction de 5 à 8 % des prix de l'acier anglais, décidée en décembre 1938, en est la preuve.

Pour les consommateurs et les producteurs, ce qui a une importance immédiate, ce sont les prix cotés dans la monnaie nationale. Mais, pour voir dans quelle mesure les niveaux des prix des divers pays ont convergé, ou divergé, on est amené à rechercher un dénominateur commun convenable, que l'on peut trouver dans l'or. La méthode consistant à ramener les divers indices de prix à une base-or a également le mérite de faire apparaître dans quelle mesure les prix-or ont diminué depuis 1929. Le graphique de la page 63 donne, pour un certain nombre de pays, les prix de gros sur la base-or par rapport à la période d'avant-guerre (1913/14 = 100).

Si l'on fait abstraction de l'Allemagne où, depuis 1933, les mouvements des prix (calculés en or sur la base du cours officiel du mark) sont dissociés de la tendance mondiale, et de la France, où, en raison des récentes dévaluations, les prix sont, sur la base-or, plus bas que partout ailleurs, on constate qu'en général les prix-or ont tendu à converger vers un niveau qui se tient entre 65 et 75 % des prix d'avant-guerre. Comme le montre le graphique, les indices des prix des divers pays avaient également tendu à converger en 1929, mais, à ce moment, la convergence s'était faite vers un niveau supérieur de 40 % à celui d'avant-guerre. Sur la base-or, les prix de gros mondiaux ne sont plus maintenant que la moitié de ce qu'ils étaient il y a dix ans, et cette situation se maintient plus ou moins depuis cinq ans, en dépit de l'augmentation considérable de la production courante de métal jaune et des dépenses d'armement

III. OR: PRODUCTION ET MOUVEMENTS.

La production d'or, en 1938, a crû proportionnellement davantage qu'en 1937, en valeur absolue et en valeur relative. Elle a atteint 37 millions d'onces, d'une valeur de 1.290 millions de dollars, ce qui représente une augmentation de 5,6 % par rapport à l'an dernier. La majeure partie en a été absorbée par les Etats-Unis dont les stocks ont progressé de 1.750 millions de dollars, soit d'au moins 35 % de plus que le total de la production courante de métal. L'or qui fut expédié en quantités considérables à New-York, à l'automne de 1938, a servi de véhicule à de violents mouvements de fonds bancaires dont le caractère spectaculaire serait de nature à faire perdre de vue le rôle plus important joué par les modifications de courants commerciaux et financiers. En fait, plus de la moitié des acquisitions d'or des Etats-Unis en 1938 peuvent être considérées comme représentant le large excédent de la balance du commerce, le reste correspondant à des importations de capitaux. Les migrations de fonds, notamment des « fonds flottants », ont toutefois pris plus d'importance dans les quatre premiers mois de 1939, sous l'influence des craintes de guerre croissantes qui ont conduit institutions et particuliers à accroître leur liquidité et spécialement leurs avoirs en dollars. L'augmentation des avoirs en or conservés à l'étranger traduit une préoccupation identique — et l'or conservé sous dossier près du Système de Réserve Fédérale s'est accru de 333 millions de dollars en 1938.

Le métal perdu en 1938 par le Fonds britannique d'égalisation des changes (environ 200 millions de livres vraisemblablement) a fait principalement l'objet d'envois aux Etats-Unis, mais une partie en a été réexpédiée en France, surtout dans les derniers mois de l'année. La pression exercée sur le marché de Londres a porté le prix de l'or au niveau record de 150 shillings le 26 novembre 1938, et le total des transactions enregistrées au « fixing » officiel pendant l'année s'est élevé à 208 millions de livres sterling contre 123 millions en 1937. La thésaurisation d'or a obéi à des tendances contradictoires au cours des différentes phases de l'an passé mais, dans l'ensemble, le total de l'or thésaurisé doit avoir augmenté de 100 à 200 millions de dollars. Dans les premiers mois de 1939, toutefois, on a enregistré la déthésaurisation de quantités substantielles de métal, le plus souvent converties en dollars.

Il a été procédé à de nouvelles réévaluations d'encaisse-or de banques centrales sur la base de taux mieux en rapport avec le prix courant de l'or; tel a été le cas, notamment, à la Banque d'Angleterre. A la fin de mars 1939,

les neuf dixièmes environ du stock d'or monétaire du monde avaient ainsi fait l'objet de réévaluations.

1. L'APPROVISIONNEMENT D'OR.

La production annuelle d'or a continué de croître, ainsi qu'il ressort du tableau ci-dessous:

Année	Afrique du Sud	U. R. S. S. 1)	Etats-Unis d'Amérique 2)	Canada	Autres pays producteurs	Production mondiale 3)	
						en milliers d'onces d'or fin	
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	2.449	3.044	5.264	24.254	849
1933	11.014	2.700	2.537	2.949	6.326	25.526	893
1934	10.480	3.858	2.916	2.972	6.950	27.176	951
1935	10.774	4.500	3.619	3.285	7.376	29.554	1.034
1936	11.336	5.280	4.296	3.748	8.338	32.998	1.155
1937	11.735	5.000	4.753	4.096	9.304	34.888	1.221
1938	12.161	5.000	5.008	4.716	9.969	36.854	1.290

1) Estimations. L'U. R. S. S. ne publie pas de statistiques officielles, mais seulement, à intervalles irréguliers, l'importance en pourcentage des modifications survenues.

2) Y compris les Philippines.

3) Chiffres en partie révisés.

4) Montants exprimés en dollars actuels (35 dollars l'once d'or fin).

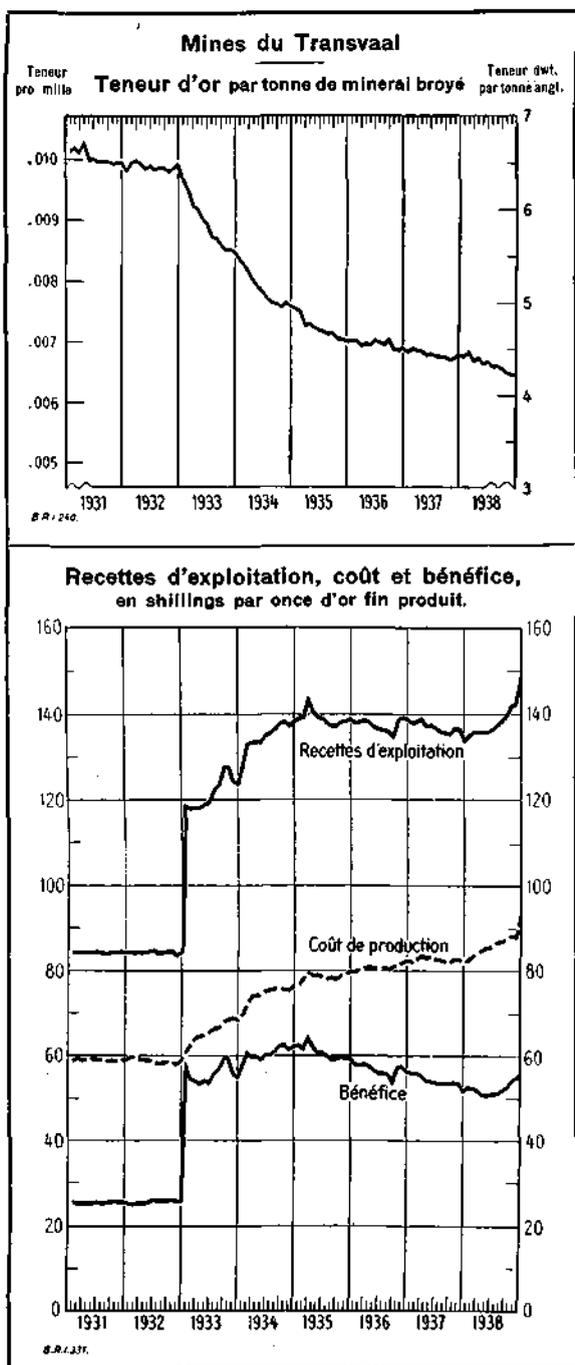
La production d'or de l'U. R. S. S. en 1938 est estimée au même montant (5 millions d'onces, soit 175 millions de dollars) qu'en 1937, en l'absence de nouveaux renseignements sur la quantité effectivement produite. Les exportations d'or d'U. R. S. S., pour autant qu'elles sont connues, se sont élevées, l'an dernier, à 115,5 millions de dollars, contre 200 millions en 1937, et ont fait l'objet de ventes par l'intermédiaire de Londres. Le gouvernement soviétique a décidé, au cours de l'automne 1938, qu'à l'avenir il ne serait plus accordé d'autorisation d'exportations d'or russe en faveur d'autres pays que la France, la Grande-Bretagne et les Etats-Unis. Les exportations d'or vers les pays soumis à des régimes de contrôle des changes sont expressément prohibées. De temps à autre, des achats de matériel moderne d'extraction ont été effectués par les Soviets aux Etats-Unis, ce qui laisse penser que la production d'or continue de se développer en U. R. S. S.

En Afrique du Sud, la production d'or s'est élevée, en 1938, de 3,6 %, c'est-à-dire dans la même proportion qu'au cours de l'année antérieure, malgré une nouvelle réduction de la teneur moyenne de l'or broyé. Les tableau et graphique ci-après font ressortir quelques-unes des modifications les plus importantes qui ont affecté, de 1932 à 1938, la production de l'or en Afrique du Sud:

Chambre des Mines du Transvaal.
 Comparaison de la situation des mines importantes.

	1932	1938	Augmentation (+) ou diminution (-) (en pourcentage)
Prix de l'or (moyenne annuelle)	85 sh.	141 sh. 9 d	+ 66,8
Teneur du minerai, par tonne broyée en dwt	6,48	4,35	- 32,9
Quantité de minerai broyé: millions de tonnes	35.210	54.275	+ 54,1
Recettes brutes, par tonne broyée	27 sh. 7 d	31 sh. 1 d	+ 12,4
Coût de production, par tonne broyée	19 sh. 2 d	19 sh. 3 d	+ 0,4
Recettes nettes, par tonne broyée	8 sh. 5 d	11 sh. 10 d	+ 40,6
Total des bénéfices nets . .	£ 14,7 millions	£ 31,9 millions	+ 117,6
Production d'or totale: en livres sterling au cours du jour	£ 49,1 millions	£ 83,6 millions	+ 70,3
en onces	11.554	12.157	+ 5,2

La hausse du prix de l'or, combinée avec la stabilité des prix de revient par tonne broyée, a permis d'exploiter avec profit des minerais de plus faible teneur, si bien que, même dans l'hypothèse d'une augmentation de la quantité de minerai broyée chaque année, la durée d'existence des mines ne se trouverait pas moins prolongée. Les sociétés minières se sont moins préoccupées de réaliser sans délai les plus larges bénéfices possibles — comme elles eussent pu le faire en continuant d'exploiter des minerais de teneur aussi élevée que par le passé — que de préserver l'avenir. Mais le broyage d'une plus grande quantité de minerai reste subordonné à un accroissement de l'effectif de main-d'œuvre. (L'adoption de cette politique par les compagnies contribue donc à grossir l'offre de travail dans l'Union.) En fait, les contingents nouveaux de travailleurs qui étaient nécessaires n'allaient pas faire défaut. Le nombre des Européens employés dans le Rand est en effet monté, en moyenne, de 23.051 en 1932 à 39.408 en 1938, et celui des indigènes de 214.781 à 309.286, pendant la même période. L'Afrique tropicale a fourni, depuis quelques années, plus de travailleurs que jadis, encore que, au total, ceux-ci ne soient guère qu'une dizaine de mille environ. On signale que, grâce à l'amélioration des services médicaux et autres, de meilleures conditions de travail et d'existence ont été assurées au personnel, ainsi qu'en témoigne, notamment, l'abaissement des taux de maladie et de mortalité. Les demandes d'emploi, émanant d'Européens ou d'indigènes, subissent naturellement l'influ-



ence des modifications qui affectent le marché de la main-d'œuvre; à cet égard, la dépression de 1929, en réduisant les offres d'emploi dans les autres professions, a favorisé les sociétés minières. Il est intéressant de noter que la brève reprise économique de 1936/37, caractérisée en particulier par l'accroissement des commandes de diamants, de produits agricoles et de matières premières, a suffi pour exercer, dans une certaine mesure, une influence déprimante sur les demandes d'emplois présentées par les indigènes aux mines, tandis que la baisse des prix en 1937 en a provoqué la recrudescence sur les territoires de l'Union. En 1938, le Syndicat des employés européens a présenté certaines revendications relatives à des améliorations de situation; des pourparlers furent engagés et aboutirent à la création d'une caisse de réserve qui bénéficie d'une contribution annuelle de 500.000 livres sterling de la part des sociétés minières.

La répartition des sommes provenant des ventes d'or peut être donnée, de façon approximative, pour les grandes sociétés du Witwatersrand qui, mem-

bres de la Chambre des Mines du Transvaal, fournissent à elles seules la presque totalité de l'or produit.

De 1932 à 1938, le nombre d'employés et d'ouvriers s'est accru d'environ 50%, mais la production d'or n'a augmenté que de 5,2%. En 1932, 32 mines étaient en exploitation; en 1937, on en a compté 37 (dont 6 entrées en exploi-

Répartition des sommes provenant des ventes d'or	en millions de £	en pourcentage
Versé à la communauté: prix de revient . . .	51,7	61,8
— au Gouvernement (impôts et participation aux bénéfices)	13,4	16,1
— aux actionnaires (dividendes)	17,2	20,6
Divers (y compris les dépenses de capital assurées sur les revenus courants)	1,3	1,5
Total	83,6	100,0

tation depuis 1932) auxquelles il faut ajouter 22 nouvelles mines qui n'étaient pas encore en état de produire, mais dont plusieurs ont un avenir des plus prometteurs. Il y a donc lieu de penser que la production de l'Afrique du Sud continuera de se développer à un rythme accéléré.

Cependant que la production de l'Afrique du Sud ne s'élevait que de 5,2% de 1932 à 1938, la production de l'or dans le reste du monde doublait presque. La brusque poussée de l'offre d'or dans le monde, au cours de ces dernières années, a donc été due presque entièrement à l'extension de la production dans les pays autres que l'Afrique du Sud; mais cette tendance peut fort bien se renverser ultérieurement, soit que la production des mines sud-africaines s'accroisse, soit que certains autres pays voient se tarir rapidement leurs provisions de minerai par suite des méthodes d'exploitation intensive qu'ils ont adoptées.

Production d'or des principaux pays

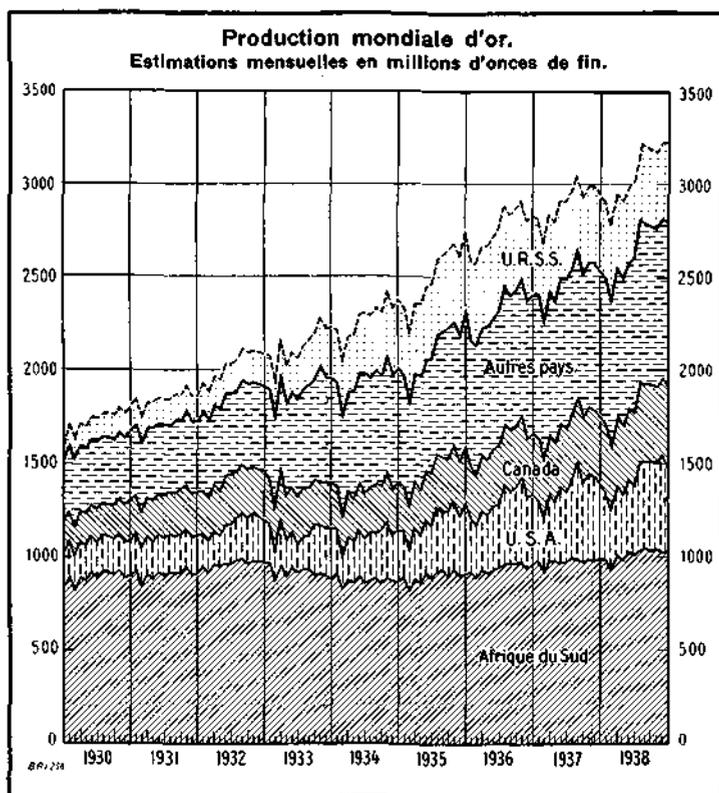
Pays	1932	1938	Pourcentage d'augmentation	
	en milliers d'onces de fin	en milliers d'onces de fin	de 1932 à 1938	de 1937 à 1938
Afrique du Sud	11.559	12.161	+ 5,2	+ 3,6
Reste du monde	12.695	24.693	+ 94,5	+ 6,7
U. R. S. S. ¹⁾	1.938	5.000	+ 158,0	—
Etats-Unis d'Amérique ²⁾	2.449	5.008	+ 104,5	+ 5,4
Canada	3.044	4.716	+ 54,9	+ 15,1
Australie	714	1.570	+ 119,9	+ 13,7
Mexique	584	916	+ 56,8	+ 8,3
Rhodésie	581	816	+ 40,4	+ 1,0
Japon ¹⁾	402	755	+ 87,8	+ 4,4
Autres pays	2.983	5.912	+ 98,2	+ 6,6
Total de la production d'or	24.254	36.854	+ 520	+ 56

¹⁾ Estimations.

²⁾ Y compris les Philippines.

Mais, en ce qui concerne le très proche avenir, c'est encore à l'accroissement de la production des pays autres que l'Afrique du Sud qu'il faut s'attendre. Aux Etats-Unis, la production d'or a augmenté de 3%, tandis

qu'aux Philippines elle s'élevait de 25% (de 692.000 onces en 1937 à 862.000 onces en 1938.) Dans cet archipel, 6 nouvelles mines ont été ouvertes pendant le premier semestre de 1938 et d'autres étaient en cours d'établissement.



Au Canada, la production a également progressé à une cadence rapide, avec une hausse de 15% de 1937 à 1938. Les mines anciennes ont, en effet, développé leur production, cependant que de nouvelles mines entraient en exploitation. Il semble qu'on se soit plutôt appliqué à améliorer le rendement des mines anciennes qu'à rechercher de nouveaux gisements. Toutefois une voie ferrée, d'une longueur de 160 km., a été établie par

la Canadian National Railway Co. pour desservir les nouveaux territoires miniers. Les envois d'or par avions continuent d'être utilisés comme un excellent procédé de transport en ce qui concerne les districts éloignés. L'importance de l'industrie minière de l'or apparaît nettement si l'on observe qu'elle contribue, à concurrence de 50% en valeur, à la production métallurgique totale du pays.

Immédiatement après les quatre principaux centres producteurs — Afrique du Sud, États-Unis, Russie et Canada — vient l'Australie dont la production d'or a progressé de 120%, de 1932 à 1938, avec une augmentation de près de 14% l'an dernier. Dans l'ensemble, les gouvernements ont continué de s'attacher à stimuler la production de métal jaune: au Japon, le prix payé aux producteurs a été relevé une fois de plus; en Roumanie, où la production s'est élevée à 175.000 onces en 1938, les producteurs reçoivent, suivant la catégorie dans laquelle ils ont été classés, des primes fixes; en France, un crédit de 100 millions de francs français a été ouvert au Ministère des Colonies, en vue de développer la production d'or en Guyane, en Guinée et à Madagascar. En Yougoslavie, les mines domaniales ont fourni 17.500 onces, en 1938, sur une

production de 78.000 onces pour l'ensemble du pays. Des procédés modernes de localisation et d'extraction sont partout en usage; l'avenir montrera dans quelle mesure ils ne provoqueront pas l'épuisement relativement rapide des réserves de minerai disponibles, étant donné notamment le petit nombre de pays ralliés à la prudente politique d'exploitation suivie en Afrique du Sud. Indépendamment même de l'aide dont elle bénéficie de la part des gouvernements, l'industrie minière de l'or se présente actuellement sous des dehors très séduisants. A 148 shillings l'once de fin, le prix de l'or enregistre une hausse de 74% par rapport à 1929, tandis que, exprimé en livres sterling, le niveau des prix des autres marchandises, tel qu'il ressort par exemple de l'indice des prix de gros, reste encore inférieur à celui de 1929; au surplus, les divers éléments du prix de revient n'ont pas, en général, renchéri davantage dans l'industrie minière de l'or que dans les autres branches de la production.

Les expéditions d'or en provenance de l'Orient, si importantes pendant tant d'années, sont tombées à 68 millions de dollars en 1937 et à 57 millions de dollars en 1938, alors qu'elles avaient atteint, en 1932, un maximum de 378 millions de dollars.

Or provenant de l'Orient	Inde *	Chine	Hong-Kong	Total
	en millions de dollars (à \$35 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	109	12	10	131
1937	50	17	1	68
1938	43	0 **	14	57
Total	1.302	142	130	1.574

* Stocks privés seulement.

** La Chine ayant importé, net, \$ 4 millions d'or.

Il est plus malaisé que jamais d'apprécier les montants de métal jaune absorbés par les arts et l'industrie. On avait observé en 1937, parallèlement à la reprise économique, une tendance plus accentuée à l'achat d'or pour la joaillerie, mais les quantités d'or récupérées sous forme de pièces, débris divers, etc., n'ont pas diminué, si bien qu'en définitive le montant net des commandes d'or à destination industrielle est resté peu élevé et n'a probablement pas atteint, dans l'ensemble du monde, le montant de l'or déthésaurisé par l'Orient.

Dans ces conditions, la valeur de l'or disponible pour usage monétaire en 1938 peut être évaluée à 1.300 millions de dollars environ,

c'est-à-dire un peu plus que les 1.290 millions de dollars qui représentent la valeur de la production d'or pour toute l'année.

**2. LES MOUVEMENTS D'OR ENTRE AUTORITÉS MONÉTAIRES
ET LA THÉSAURISATION PRIVÉE.**

On découvre facilement la destination des \$1.300 millions d'or disponible pour des fins monétaires, si l'on note que, d'après les chiffres officiels, les encaisses-or des instituts d'émission ont augmenté de 1.750 millions de dollars en 1938. Dans ce chiffre sont inclus les stocks d'or désignés comme tels dans les bilans des banques centrales et pratiquement tout l'or du Fonds de stabilisation des changes américain, à l'exclusion pourtant, en règle générale, du métal comptabilisé sous d'autres rubriques et des réserves d'or détenues par l'U.R.S.S. et l'Espagne pour lesquelles il n'a pas été possible d'obtenir des précisions suffisantes.

Il faut ranger, notamment, au nombre des réserves non déclarées d'or celles du Fonds britannique d'égalisation des changes (qui ont fait l'objet de communiqués semestriels en 1937 et en 1938), et des Fonds français, hollandais et suisse, dont les stocks d'or n'ont pas été publiés.

La différence de 450 millions de dollars entre le montant de l'or produit en 1938 et l'augmentation pendant la même période des réserves déclarées des instituts d'émission s'explique par une diminution de l'or non déclaré, c'est-à-dire de l'or détenu par les Fonds de changes et par la thésaurisation privée dans le monde occidental. Le tableau ci-dessous résume les indications publiées par le Fonds britannique d'égalisation des changes :

Fonds britannique d'égalisation des changes	En millions d'onces d'or fin	En millions de livres sur la base de 140 shillings l'once d'or fin
1937, 31 mars	26,7	186,7
30 septembre	39,9	279,0
1938, 31 mars	42,5	297,8
30 septembre	21,7	151,8
Diminution du 31 mars 1938 au 30 septembre 1938 . .	20,9	146

Au moment de la hausse du prix de l'or, de mars à septembre 1938, le Fonds d'égalisation a perdu à peu près 150 millions de livres en six mois. De nouvelles pertes ont été enregistrées dans le dernier trimestre de l'année (elles devaient, au début de 1939, provoquer un transfert d'or de la Banque d'Angleterre au Fonds); d'après des évaluations privées, la diminution nette des réserves d'or

britanniques, en 1938, se serait élevée à 200 millions de livres, sur la base du prix courant de l'or, soit à 900 millions de dollars. Les pertes d'or britanniques auraient donc atteint le double environ des 450 millions de dollars dont se sont enflés les stocks d'or déclaré, par virement des stocks non déclarés; il reste donc à déterminer la destination des 450 millions de dollars supplémentaires qui ne sont pas allés grossir les réserves déclarées.

Il y a des raisons de penser qu'au total, les stocks de métal jaune détenus par les Fonds français, hollandais et suisse ont augmenté en 1938. Le rapatriement de capitaux en France pendant les deux derniers mois de l'an passé a provoqué le relèvement du chiffre des réserves métalliques du Fonds des changes au-dessus du niveau atteint à la fin de 1937. Le Fonds suisse, dont le montant nominal reste le même à 538,6 millions de francs suisses, possédait, semble-t-il bien, à la fin de 1938, une plus grande quantité d'or et moins de devises qu'un an auparavant. Le Fonds hollandais aurait, selon certaines informations, augmenté ses réserves d'or à différentes époques de l'année, au moyen d'avances que lui aurait consenties la Nederlandsche Bank, mais il aurait revendu du métal, notamment depuis la fin de février 1939. Toutefois, si l'on ne considère que l'année 1938, il n'est guère douteux qu'au total son stock d'or a augmenté. On est ainsi amené à penser que la plus grande partie des 450 millions de dollars en cause est allée grossir les réserves non déclarées de divers Fonds de change. Même compte tenu de la réduction d'autres réserves d'or non déclarées des autorités monétaires, la quantité d'or thésaurisée par les particuliers ne peut guère avoir augmenté que de cent ou deux cent millions de dollars pendant l'année.

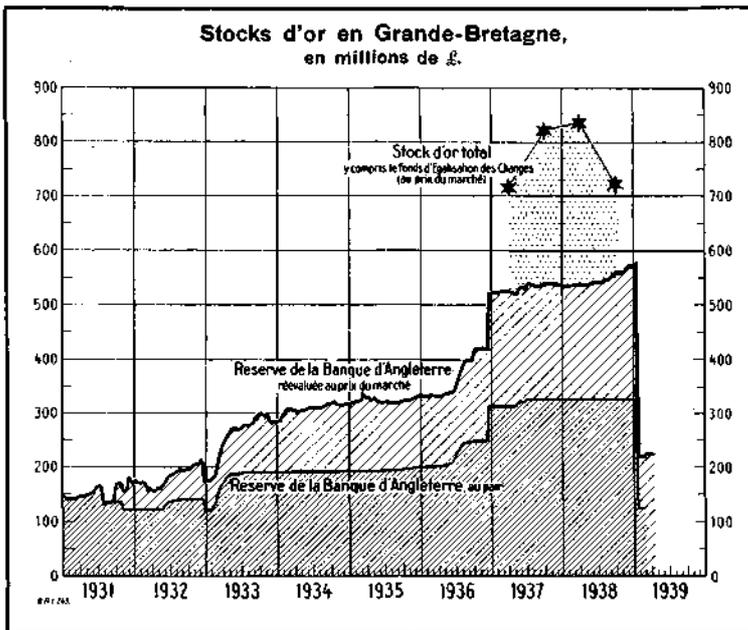
Il est assez malaisé de déterminer quelle a été l'évolution de la thésaurisation pendant l'année 1938, des tendances contradictoires ayant été observées à plusieurs époques de l'année. Pendant les premiers mois de l'année, alors que le fléchissement de l'activité économique s'accroissait aux Etats-Unis, le public a éprouvé certaines craintes sur la stabilité de la valeur-or du dollar; des retraits considérables de capitaux se sont fait sentir sur le marché des changes à New-York, tandis que sur le marché de l'or à Londres apparaissait un nouveau courant de demandes d'or pour la thésaurisation.

A la fin de février 1938, le Président Roosevelt, en déclarant que la question d'une dévaluation du dollar ne se posait pas, a utilement contribué à mettre un terme à l'exode de capitaux observé sur le marché américain et à la thésaurisation. Peu après, sous l'effet des inquiétudes soulevées par les événements politiques en Europe, les achats des thésauriseurs ont repris. En juillet 1938, la prime sur les pièces d'or a atteint, certains jours, 9%, ce qui donne la mesure de la recrudescence des demandes; en fait, il est probable que le

montant d'or thésaurisé s'est élevé, vers le milieu de 1938, à un niveau qui n'avait encore jamais été touché.

Mais un changement n'allait pas tarder à se produire. Au début du mois d'août, la question de la surévaluation du sterling par rapport au dollar revenait à l'ordre du jour; en France, la pression sur la monnaie reparaisait et le Fonds des changes perdait d'importantes quantités d'or. En même temps, la menace de complications politiques en Europe se précisait à l'horizon. Sur le Continent, les possesseurs de sterling, soucieux de mettre leurs disponibilités plus sûrement à l'abri des répercussions d'un conflit européen, ont commencé à échanger leurs livres contre des dollars. Une certaine nervosité s'est emparée également des détenteurs d'or qui, dans la crainte de voir leurs réserves immobilisées par des embargos ou toute autre mesure, se sont mis à vendre leur or et à procéder eux aussi à des achats de dollars. Il en est résulté, en définitive, un mouvement de déthésaurisation de l'or (et des livres sterling), qui, semble-t-il, a continué pendant l'automne et l'hiver, avec à peine quelques interruptions passagères, et a pris en mars 1939 une particulière intensité. On a pu observer des achats de dollars et même d'autres devises, notamment de francs français, au moment des rapatriements de capitaux effectués en France après les réformes financières décidées par M. Reynaud à la fin de l'automne.

Quelques indications sur l'évolution récente de la thésaurisation peuvent être déduites des modifications survenues dans les montants d'or conservés



en Grande-Bretagne en dehors de la Banque d'Angleterre et du Fonds d'égalisation des changes. Sur le tableau ci-après, les chiffres sont donnés en livres sterling, sur la base d'un prix de 140 shillings l'once (afin d'éliminer les fluctuations du prix de l'or).

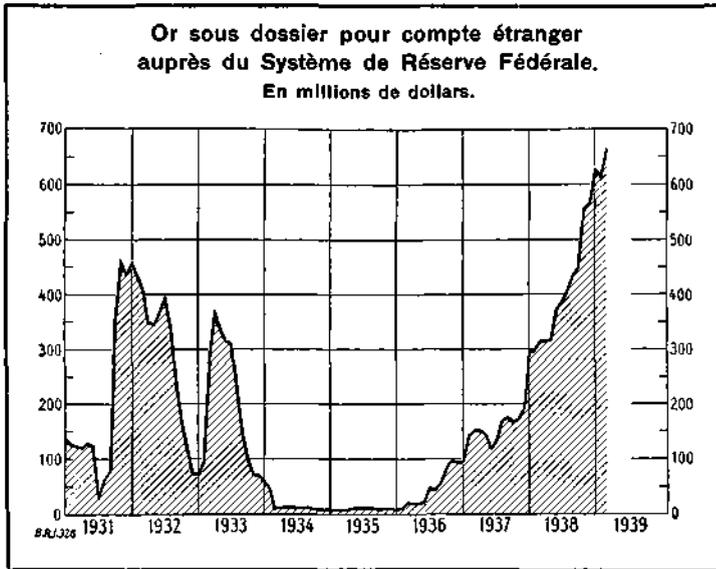
Dans son commentaire sur la

balance des comptes de 1938, le «Board of Trade Journal» note que «l'excédent considérable des importations d'or par rapport à l'accroissement des

En millions de livres sterling à 140 sh. l'once de fin	1937		1938	
	31 Mars	30 Sept.	31 Mars	30 Sept.
Fonds d'égalisation des changes	187	279	298	152
Banque d'Angleterre	517	538	538	538
Encaisse-or totale	704	817	836	690
A déduire: réserves d'or de la Banque d'Angleterre au 1 ^{er} janvier 1932	200	200	200	200
Augmentation des réserves depuis le 1 ^{er} janvier 1932	504	617	636	490
Excédent net des importations d'or en Grande-Bretagne de- puis le 1 ^{er} janvier 1932 . .	744	786	825	811
Or détenu en dehors des réserves de la Banque et du Fonds .	240	169	189	321

stocks métalliques du Fonds d'égalisation des changes et de la Banque d'Angleterre, ces dernières années, provient de l'or transféré à Londres pour y être conservé, ou acheté et maintenu à Londres pour le compte de particuliers ou de banques d'outre-mer.»

Le problème est d'autant plus complexe, que les autorités monétaires britanniques ont la faculté de conserver sous dossier auprès de banques centrales étrangères une partie de leurs réserves propres. Il n'en est pas moins intéressant de constater que, de mars à septembre 1938, le stock d'or non compris dans les réserves de la Banque et du Fonds s'est accru de plus de 130 millions de livres: on en peut conclure, en effet, que, pendant cette période, et notamment en septembre, les particuliers et les banques étrangères, mais surtout les banques centrales, ont converti en or leurs avoirs en sterling, et qu'une certaine quantité de métal a été également envoyée à Londres pour y être conservée. Les dépôts d'or constitués à l'étranger par diverses autorités monétaires sont en bonne partie destinés au règlement de paiements extérieurs; dans l'éventualité d'une guerre, les expéditions d'or ne seraient pas seulement hasardeuses; elles pourraient être extrêmement malaisées à assurer dans des délais suffisamment brefs. Il convient, à cet égard, de noter le développement des opérations de dépôts d'or sous dossier auprès du Système de Réserve Fédérale, opérations dont les montants, publiés tous les mois, sont indiqués au graphique de la page suivante.



On peut dans plusieurs cas obtenir des précisions sur les quantités d'or possédées à l'étranger par certaines banques centrales. Jusqu'à la fin de novembre 1938, la Nederlandsche Bank a fait figurer dans son bilan, sous une rubrique séparée, le montant d'or détenu par elle à l'étranger (à l'époque, 24 % environ

du total de ses réserves). La Banque Nationale Suisse indiquait de même, dans son bilan, qu'au milieu de 1938 un tiers de son stock de métal jaune était à l'étranger. A la fin de 1938, la Sveriges Riksbank avait près de 30 % de ses réserves à l'étranger; et l'on sait également que la Banque Nationale de Belgique a envoyé dans d'autres pays une grande partie de son stock métallique. Les autorités monétaires britanniques ont, elles aussi, la faculté de déposer de l'or à l'étranger, notamment au Canada et en Afrique du Sud. A l'automne de 1938, alors que les primes d'assurance contre les risques de guerre étaient élevées, la Banque de Réserve de ce dernier pays s'est mise à conserver sous dossier l'or acheté pour compte étranger, au lieu de l'envoyer en Europe ou ailleurs et, en novembre, elle a offert la même facilité aux particuliers. Par suite, les exportations d'or de l'Afrique du Sud se sont presque totalement arrêtées à partir de septembre 1938, mais elles ont repris au printemps de 1939, quand l'or ainsi conservé sous dossier a atteint £40 millions (fin mars).

En Grande-Bretagne, l'accumulation de métal jaune, qui durait depuis 1932, a pris fin dans l'été de 1938. Les importations nettes d'or, de lingots et d'espèces, qui se sont élevées à £85 millions pendant les sept premiers mois de l'an passé, ont fait place pendant les cinq derniers mois à des exportations nettes de £147,5 millions; on a donc enregistré pour l'ensemble de l'année un excédent net d'exportations de £62,5 millions. Le renversement de tendance des migrations de métal jaune a eu pour cause initiale les opérations effectuées par les détenteurs étrangers de sterling et d'or à Londres. Le déficit de la balance courante des paiements, estimé à £55 millions pour 1938 (soit à peu près le même montant qu'en 1937), ne semble pas avoir entraîné d'exportation d'or appréciable; il a sans doute, en effet, été largement couvert, comme ces dernières

années, par l'excédent, sur les nouvelles émissions qui n'ont pas dépassé £28 millions en 1938, des amortissements et remboursements opérés sur les créances étrangères du portefeuille britannique. Pendant les trois premiers mois de 1939, l'excédent net des exportations d'or de Grande-Bretagne a été de £ 95 millions, dont £ 56 millions en mars. On constate sur le marché de Londres une recrudescence des ventes d'or déthésaurisé, dont le produit est le plus souvent converti en dollars.

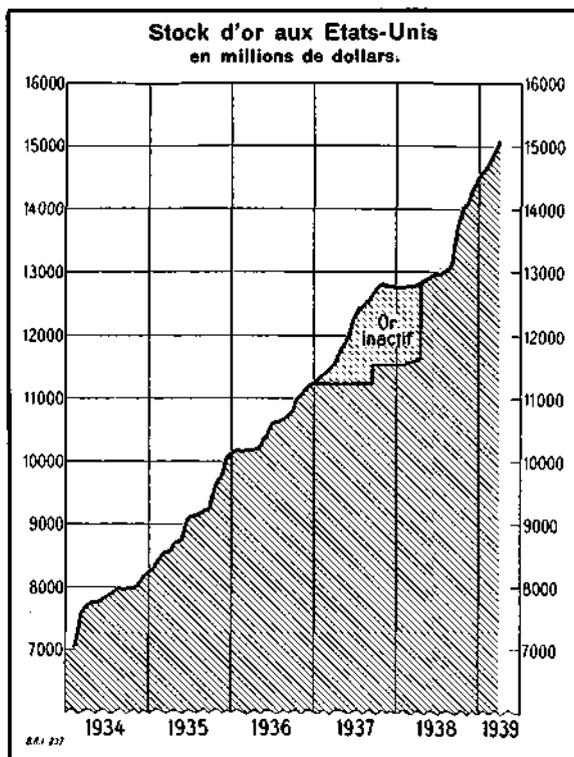
Les mouvements d'or enregistrés aux États-Unis sont généralement, aux différentes époques de l'année, analogues, mais de sens contraire, à ceux observés en Grande-Bretagne. Pendant les sept premiers mois de 1938, l'excédent net mensuel des importations d'or a été de \$44 millions seulement, tandis que, pendant les cinq derniers mois, il s'est élevé à \$335 millions. Pour l'année, l'excédent des importations de métal jaune sur les exportations a atteint le montant record de \$1.974 millions.

Le tableau ci-dessous fait ressortir les effets qu'ont eus sur les stocks d'or des États-Unis ces excédents d'importations, combinés avec la production des mines américaines :

Stock et mouvements d'or aux États-Unis en 1938, en millions de dollars			
Excédent net des importations sur les exportations . . .	1.974	Augmentation du stock d'or monétaire	1.752
Production des mines . . .	148	Augmentation nette de l'or sous dossier pour compte étranger	333
Total	2.122	Total	2.085

Les raisons pour lesquelles les chiffres de l'or sous dossier sont aussi élevés ont été déjà indiquées plus haut. En tenant compte des \$ 1.752 millions dont se sont accrues les réserves des États-Unis en 1938 ainsi que des achats des quatre premiers mois de 1939, on constate que ce pays détient plus de \$ 15 milliards d'or, soit environ 55% de l'or monétaire du monde. Il est certes aisé d'apercevoir que ces considérables importations d'or, ainsi groupées sur un petit nombre de mois, ont eu pour cause essentielle les exportations de capitaux vers les États-Unis (notamment des capitaux qui fuyaient l'Europe). Mais d'autres facteurs encore ont joué dans le même sens, et en particulier l'énorme solde créditeur de la balance commerciale américaine (environ \$100 millions par mois) qui, apparu pendant le second semestre de 1937, est resté très élevé pendant toute l'année 1938. En fait, d'après des estimations préliminaires, la balance des paiements des États-Unis se solderait par un excédent courant de \$ 965 millions. Ainsi, l'augmentation des réserves d'or aux États-Unis en 1938 est due, à concurrence de plus de la moitié, au paiement de l'excédent des exportations américaines. Le parallélisme entre les mouvements d'or et le règlement des

paiements commerciaux, pendant les différentes périodes de l'année, a été néanmoins profondément bouleversé, si bien que les migrations de « capitaux flottants » semblent revêtir une importance qu'ils sont loin d'avoir eue en réalité :



pendant le premier semestre de 1938, les étrangers qui avaient déposé des fonds dans les banques de New-York en ont retiré — en grande partie par crainte d'une dévaluation du dollar — près de \$ 400 millions dont la vente a compensé les achats de changes effectués pour le règlement des dettes commerciales contractées au dehors, à l'égard du marché américain. D'autre part, les \$ 1.730 millions qui sont entrés aux Etats-Unis pendant la seconde moitié de l'année, ne correspondent pas seulement à des placements de capitaux, mais aussi à des paiements commerciaux courants (c'est-à-dire, en fait, à une somme supérieure au montant du solde cré-

diteur de la balance du commerce, en raison de la réduction des crédits commerciaux américains). L'or sous dossier pour le compte des banques centrales a augmenté de \$ 240 millions, et le montant des dépôts bancaires, de \$ 665 millions ; on peut considérer que ces dépôts bancaires correspondent à des « capitaux flottants » et il est intéressant de noter que, pour plus de la moitié, leur augmentation pendant le second semestre de 1938 a simplement compensé les retraits du premier semestre et que, pour l'année entière, l'augmentation nette des engagements bancaires américains vis-à-vis de l'étranger n'a pas dépassé \$ 265 millions environ. Si les « capitaux flottants » se voient attribuer un tel rôle sur les marchés des changes, ils le doivent moins à leur importance en valeur absolue qu'à leur caractère d'extrême instabilité qui retient trop exclusivement l'attention, au détriment de certains éléments essentiels d'appréciation, comme l'évolution des crédits commerciaux et des balances commerciales.

Mais il est certain que l'importance relative des mouvements de capitaux a crû depuis le début de 1939. Les importations d'or aux Etats-Unis ont dépassé, du 1er janvier au 18 avril 1939, \$ 1 milliard, dont on peut estimer que le quart a servi au règlement d'achats de marchandises, tandis que le solde

représentait en majeure partie d'incessants transferts, vers le marché de New-York, de capitaux privés à court terme. Les envois d'or ont été très fréquemment effectués par des autorités monétaires désireuses de se procurer ainsi les dollars demandés sur leurs marchés des changes. Il semble que la déthésaurisation de l'or se soit poursuivie à Londres à un rythme assez accéléré, mais ce mouvement a vraisemblablement été freiné du fait qu'il est interdit aux Etats-Unis de conserver de l'or pour le compte de particuliers ou d'entreprises privées.

L'augmentation des réserves d'or des Etats-Unis en 1938 — \$ 1.750 millions au total — se trouve égale celle des réserves d'or visibles des banques

Réserves d'or visibles des Banques d'Emission et des Gouvernements	Fin de 1936	Fin de 1937	Diminution (-) Augmentation (+) pendant 1937	Fin de 1938 ¹⁾	Diminution (-) Augmentation (+) pendant 1938
en millions de dollars (à 35 dollars l'once de fin)					
Groupe 1:					
Etats-Unis d'Amérique	11.258	12.760	+ 1.502	14.512	+ 1.752
Suède	240	244	+ 4	321	+ 77
Pays-Bas	490	930	+ 440	995	+ 65
Suisse	655	648	- 7	699	+ 51
Afrique du Sud	203	189	- 14	220	+ 31
Roumanie	114	120	+ 6	133	+ 13
Hongrie	25	25	0	37	+ 12
Norvège	98	82	- 16	94	+ 12
Canada	188	184	- 4	192	+ 8
Colombie	19	16	- 3	24	+ 8
Yougoslavie	48	51	+ 3	57	+ 6
Mexique	46	24	- 22	29	+ 3
Grèce	26	24	- 2	27	+ 3
Chine	8	16	+ 8	18	+ 2
Lettonie	15	15	0	17	+ 2
Pologne	75	83	+ 8	85	+ 2
Java	60	79	+ 19	80	+ 1
Maroc	8	5	- 3	6	+ 1
Royaume-Uni	2.584	2.689 ²⁾	+ 105	2.690 ²⁾	+ 1
Total	16.160	18.184	+ 2.024	20.236	+ 2.052
Groupe 2:					
Algérie	14	14	0	14	0
Indes Britanniques	275	274	- 1	274	0
Bésil	25	32	+ 7	32	0
Bulgarie	20	24	+ 4	24	0
Chili	29	30	+ 1	30	0
Dantzig	6	5	- 1	5	0
Danemark	54	53	- 1	53	0
Egypte	55	55	0	55	0
Estonie	15	15	0	15	0
Nouvelle-Zélande	23	23	0	23	0
Portugal	68	69	+ 1	69	0
Turquie	26	29	+ 3	29	0
Total	610	623	+ 13	623	0
Groupe 3:					
Pérou	20	20	0	19	- 1
Lithuanie	12	13	+ 1	11	- 2
Finlande	35	27	- 8	25	- 2
Allemagne	46	48	+ 2	45	- 3
Uruguay	77	74	- 3	69	- 8
Tchéco-Slovaquie	91	92	+ 1	83	- 8
Belgique	632	597	- 35	581	- 16
Italie	208	210	+ 2	193	- 17
Argentine	501	469	- 32	431	- 38
Japon	463	261	- 202	184	- 279
France	2.995	2.564	- 431	2.435	- 529
Total	5.080	4.375	- 705	4.056	- 319
Total général²⁾	21.900	23.250	+ 1.350	25.000	+ 1.750

¹⁾ Evaluation partielle.

²⁾ Evaluation partielle et comprenant également d'autres pays (mais ni l'U. R. S. S., ni l'Espagne).

³⁾ Non compris le Fonds d'égalisation des changes: 30 septembre 1937 = \$ 1.395 millions et 30 septembre 1938 = \$ 759 millions.

d'émission et des gouvernements dans l'ensemble du monde. Le tableau précédent donne le montant de ces stocks par pays à la fin des années 1936, 1937 et 1938; les pays sont classés en trois groupes: ceux dont les réserves déclarées ont augmenté en 1938 (groupe 1), ceux dont les réserves n'ont pratiquement pas changé (groupe 2) et ceux dont les réserves ont diminué (groupe 3).

Abstraction faite des Etats-Unis, c'est en Suède, aux Pays-Bas, en Suisse et en Afrique du Sud que les réserves d'or accusent la plus forte augmentation en 1938; encore cette augmentation ne représente-t-elle, pour ces quatre pays réunis, que moins de 13% de celle des réserves américaines. Le stock de métal jaune de la Sveriges Riksbank s'est accru de \$ 77 millions ou 317 millions de couronnes suédoises (sur la base du prix de l'or en fin d'année). En même temps, le stock de devises étrangères de la Riksbank a diminué de 226 millions de couronnes suédoises (au cours du change), de sorte que la partie de beaucoup la plus importante des acquisitions d'or de la Banque provient de la conversion de ses devises étrangères. En 1938, les postes courants de la balance des paiements suédoise se sont soldés par un excédent d'environ 40 millions de couronnes, contre 180 millions l'année précédente. Il est malaisé d'évaluer avec exactitude les mouvements de capitaux, car les statistiques publiées ne font que partiellement état de très importantes transactions spéciales, d'ordre financier, conclues en vue de couvrir des risques de change liés au recouvrement de créances commerciales sur l'étranger.

Les réserves d'or de la Nederlandsche Bank se sont accrues de 115 millions de florins; cette augmentation date du premier trimestre de 1938: le stock métallique n'a, en effet, accusé aucun changement d'avril à novembre et a même fléchi de 20 millions de florins en décembre (première diminution enregistrée depuis l'automne de 1936). Il semble, en outre, que le Fonds des changes ait procédé à des achats d'or jusque vers le milieu d'avril 1938 et qu'il en ait perdu une certaine quantité pendant les derniers mois de l'année. L'augmentation de 210 millions de francs suisses des réserves d'or de la Banque Nationale Suisse trouve sa contre-partie presque intégrale dans la réduction des postes d'avoirs en devises. On peut distinguer différentes phases dans les mouvements de capitaux, l'an dernier, entre la Suisse et l'étranger, mais ces mouvements n'ont jamais pris beaucoup d'amplitude; de surcroît, les postes courants de la balance des paiements suisse semblent s'être sensiblement équilibrés. L'augmentation de £ 6 millions, accusée par le stock d'or de la Banque de Réserve de l'Afrique du Sud, reflète la prospérité continue de ce pays, dont la production d'or a été écoulée à des prix en hausse par rapport à l'année précédente.

Dans les autres pays, l'accroissement des stocks d'or a été dû, soit à l'achat de la production indigène d'or (Roumanie, par exemple), soit plus spécialement à la situation bénéficiaire de la balance des paiements, comme en Norvège, soit encore à des virements d'or opérés de diverses rubriques d'actifs au poste des réserves métalliques déclarées (tel a été, dans une large mesure, le cas en Hongrie).

Parmi les pays qui ont subi des pertes nettes d'or pendant l'année 1938, la diminution de 646 millions de francs belges accusée par l'encaisse-or de la Banque Nationale de Belgique doit être rapprochée du transfert, par le Ministère des Finances à la Banque, de 2.480 millions d'or, cependant que les avoirs en devises de la Banque se réduisaient de 176 millions de francs belges. Comme la balance courante des paiements a, semble-t-il bien, été équilibrée, la réduction des stocks d'or et de devises s'explique par des mouvements divers de capitaux: retraits de fonds par les étrangers, dans une certaine mesure exportations de capitaux belges, remboursements d'emprunts extérieurs, opérations de crédit des sociétés belges sur des marchés étrangers, etc. En Argentine, le déficit considérable de la balance commerciale s'est traduit par la diminution des avoirs en or et en devises, diminution supérieure, du reste, à celle qui ressort des bilans de la Banque Centrale (126 millions de pesos argentins), car le Fonds des changes a vendu du métal au cours de l'année. Les réserves d'or de la Banque du Japon, qui atteignaient 801 millions de yen au début de 1938, ont fléchi de 300 millions de yen en juillet, au moment de la création d'un fonds de roulement (revolving fund) destiné à faciliter les importations des matières premières nécessaires au maintien des exportations. Les exportations d'or du Japon aux Etats-Unis se sont élevées à \$ 169 millions en 1938; elles comprennent l'or nouvellement extrait des mines, dont le montant annuel est estimé à \$50 millions environ pour le Japon et la Corée, ainsi que l'or apporté à l'Etat par la population.

La réduction du stock d'or de la Banque de France provient d'une cession d'environ 4 milliards de francs français (au prix alors pratiqué sur le marché) que la Banque a faite le 3 février 1938 au Fonds de stabilisation pour en relever les ressources. Il n'a pas été procédé à un transfert analogue lors de la réévaluation ultérieure du stock d'or de la Banque de France, en novembre, mais la plus-value de réévaluation a été affectée à l'atténuation de la dette de l'Etat envers la Banque. La comparaison des stocks d'or combinés de la Banque et du Fonds de stabilisation au début et à la fin de 1938 fait ressortir, semble-t-il, un gain net de métal jaune. En fait, la balance des paiements et les mouvements de capitaux paraissent bien avoir été équilibrés en France pendant l'année écoulée.

3. RÉÉVALUATION DES RÉSERVES D'OR ET MODIFICATIONS DES CIRCULATIONS MONÉTAIRES.

Le problème des réévaluations d'encaisses-or soulève d'abord évidemment la question préjudicielle de savoir si une telle mesure est opportune; dans l'affirmative, il reste à déterminer le taux de la réévaluation et l'affectation de la plus-value comptable que l'opération aura permis de dégager.

Quand ils ont réévalué, en janvier 1934 sur la base de \$ 35 par once d'or fin, leur stock d'or monétaire, les Etats-Unis ont rompu avec les errements jusque-là suivis. Les réévaluations antérieures n'avaient été effectuées qu'après que la monnaie eut été stabilisée légalement et que le prix de l'or en unités de valeurs nationales eut été définitivement fixé. Le Gold Reserve Act américain, au contraire, a prévu la variation, entre certaines limites, de la teneur-or du dollar. La plus-value de réévaluation s'est élevée à \$ 2.812 millions dont deux milliards de dollars ont été affectés à la dotation d'un fonds de stabilisation des changes; des \$ 812 millions restants, qui étaient mentionnés sous une rubrique spéciale dans les situations de caisse publiées par le Trésor, \$ 642 millions ont été utilisés, dans les années ultérieures, à retirer du marché des obligations du type admis par la loi pour garantir les émissions de billets des «banques nationales», tandis que, sur le solde, \$ 142 millions figurent encore au Fonds Général du Trésor. Par contre, en Belgique, la réévaluation de 1935/36 a coïncidé avec le retour au régime de l'étalon-or sur la base d'un taux déterminé du belga. Le précédent américain a, pourtant, été suivi par un nombre croissant de pays.

A l'automne de 1936, au moment de la disparition du bloc-or, l'Italie — qui avait fixé la valeur de sa monnaie en fonction du dollar des Etats-Unis — de même que la France et la Suisse, qui s'étaient réservé la possibilité de faire varier, dans certaines limites, la teneur-or de leurs devises respectives — ont réévalué leurs stocks métalliques. La plus-value comptable de la réévaluation des avoirs en or de la Banque d'Italie a été portée à concurrence de 1.380 millions de liras au crédit du Ministère des Finances. En Suisse, les 538,6 millions de francs suisses auxquels s'est monté le bénéfice de réévaluation, ont été affectés à un Fonds de stabilisation des changes dont l'actif est composé d'or, de devises étrangères, ou de francs suisses.

De temps à autre, on suggère «l'utilisation» du bénéfice de réévaluation ainsi alloué au Fonds des changes; la Banque Nationale Suisse a fait remarquer que, si ce bénéfice était mis à la disposition des autorités centrales ou locales, il serait employé à des dépenses qui auraient de fâcheuses conséquences monétaires; la Banque a toutefois déclaré, en 1938, qu'elle était prête à consentir à la Confédération et aux Cantons des facilités d'escompte à des conditions

avantageuses. A la suite de diverses délibérations, il a été envisagé que la Banque ouvrirait à la Confédération un crédit de 75 millions de francs suisses et un autre de même montant aux Cantons, à un taux inférieur au taux d'escompte officiel, et amortis ultérieurement sur la part des emprunteurs dans les bénéfices de réévaluation.

La loi monétaire du 1^{er} octobre 1936 a prescrit la réévaluation de l'encaisse-or de la Banque de France sur la base d'un prix correspondant à la plus élevée des deux limites entre lesquelles il était prévu, à l'époque, que devaient se maintenir les variations des cours du franc, c'est-à-dire à 43 milligrammes d'or à neuf dixièmes de fin pour un franc. Sur le montant de la plus-value comptable, 10 milliards de francs français ont fait l'objet d'un transfert, sous forme d'or, au Fonds de stabilisation des changes et 7 milliards environ vinrent relever le plafond des avances de la Banque à l'Etat. Il a été prévu, en outre, qu'à la liquidation du Fonds de stabilisation les bénéfices résultant de la stabilisation du franc seraient affectés à l'amortissement de la dette publique (non pas nécessairement à l'amortissement des avances de la Banque à l'Etat). Une deuxième réévaluation a été effectuée en 1937; la plus-value comptable (près de 7 milliards) a été allouée à un Fonds de soutien des rentes. La Banque recevait en même temps l'assurance qu'un montant égal lui serait réservé par priorité, sur les sommes disponibles des Fonds de soutien des rentes et de stabilisation des changes, pour l'amortissement de ses avances à l'Etat.

Cette garantie a été complétée par une loi d'avril 1938 aux termes de laquelle le total des ressources nettes des deux fonds doit, à leur liquidation, être affecté par priorité au remboursement des avances de la Banque.

En liaison avec le plan de réformes de M. Paul Reynaud, une troisième réévaluation fut opérée en novembre 1938; la plus-value qu'elle a dégagée a atteint environ 31,5 milliards de francs français. A cette époque, les avances provisoires de la Banque à l'Etat étaient de l'ordre de 52 milliards de francs français; en vue de les liquider, 31,5 milliards ont été prélevés sur le bénéfice de réévaluation et immédiatement affectés à leur atténuation, pendant que l'Etat garantissait que l'actif net, laissé par la liquidation des Fonds d'égalisation des changes et de soutien des rentes, serait définitivement consacré au remboursement des 21 milliards restants. Concurrément, les avances « permanentes » de la Banque à l'Etat ont été portées de 3,2 milliards de francs français (montant fixé en 1928) à 10 milliards, afin d'être mieux adaptées à la nouvelle valeur du franc et à l'augmentation des masses budgétaires.

Le prix de l'or (27,5 milligrammes d'or à $\frac{9}{10}$ de fin pour un franc), sur lequel est basée cette dernière réévaluation, correspond à un cours du dollar américain de 35,8; pour un « cross rate » dollar-livre de \$ 4,68, la valeur du sterling s'établit par suite à 167,5 francs français. Ce taux peut être considéré dans une

certaine mesure comme la limite supérieure de la valeur du franc, la limite inférieure étant constituée par le cours de 179 pour une livre, conformément aux déclarations du gouvernement en mai 1938.

La dotation primitive du Fonds de stabilisation des changes en octobre 1936 était de 10 milliards de francs en or, au taux de réévaluation adopté à l'époque. Les variations de la monnaie l'ont portée à environ 14 milliards de francs actuels. Quand les achats d'or effectués par le Fonds ont presque complètement tari ses avoirs en francs, en mai 1938, on a annoncé que, de temps à autre, des avances pourraient lui être consenties par le Ministère des Finances, ainsi que par le Fonds de soutien des rentes. De telles avances ont, en effet, été faites d'abord en mai, puis à partir de novembre 1938.

En avril 1939, le Fonds a transféré à la Banque de France Fr. fr. 5 milliards d'or, dont la contre-valeur en francs est venue reconstituer ses ressources en vue de nouveaux achats de métal.

Pendant l'été 1938, la Banque Nationale de Hongrie s'est vu imposer, par un amendement à ses statuts, la réévaluation trimestrielle de ses avoirs en or et en devises, d'après les cours moyens pratiqués, pendant les deux dernières semaines du trimestre précédent, sur le marché de Budapest. On trouve là un premier exemple de l'application de taux variables à l'évaluation de stocks d'or sur la base des cotations du marché national, (en 1934, au Canada, il a été prescrit que cette évaluation serait effectuée au prix courant de l'or sur le marché de New-York, c'est-à-dire sur un marché étranger.) Le premier bilan établi sur ce nouveau mode a été publié le 15 janvier 1939; l'or y est décompté à 5.700 pengös le kilo de fin, contre 3.800 pengös précédemment (il est déduit 6 pengös pour les frais de monnayage). La plus-value de réévaluation n'a pas été comptabilisée au poste «réserves métalliques», elle est allée grossir le montant des avoirs en or et en devises compris sous la rubrique «autres actifs» dont le total s'est élevé de 69 millions de pengös. Aucun bénéfice de réévaluation n'est apparu au bilan de la Banque par suite des compensations effectuées avec les plus-values comptables dégagées par la réévaluation de certains engagements extérieurs libellés en or.

La réévaluation de décembre 1938, en Finlande, a été opérée sur la base d'un taux fixe. Conformément aux dispositions nouvelles de ses statuts, la Banque de Finlande a dû réévaluer son stock d'or au prix maximum de Fmk 50.000 le kilo d'or fin, c'est-à-dire à un taux maximum, inférieur de 8% environ au prix courant du marché. A son nouveau bilan, les réserves d'or ont accusé une plus-value de Fmk 508 millions, cependant que les avoirs en devises étrangères (également réévalués) progressaient de Fmk 180 millions. Mais ces augmentations ont été partiellement compensées par une réduction de Fmk 250 millions des «actifs divers», poste où avait été comptabilisée, depuis

la dévaluation de 1931, la différence entre le prix légal et le prix effectif de l'or et des devises achetés. Le bénéfice net de réévaluation a été utilisé à l'augmentation, de Fmk 1.000 à 1.250 millions, du capital de la Banque et, pour le reste, viré à un «compte d'ajustement d'évaluation» compris aux «comptes divers» du passif sur le bilan de la Banque. La principale raison de la réévaluation finnoise était d'accroître les pouvoirs de la Banque en matière d'émission de billets. Ces dernières années, la «réserve de billets» de la Banque, expression qui sert à désigner la marge d'émission disponible, était tombée à moins de Fmk 500 millions. La réévaluation du stock d'or et l'augmentation de l'émission fiduciaire, de Fmk 1.200 à 1.800 millions (sanctionnée par un amendement aux statuts) ont permis de reporter à plus de Fmk 1.500 millions la «réserve de billets».

L'encaisse-or de l'Eesti Pank a été réévaluée en mars 1939, sur la base du prix de l'or à Londres le 28 juin 1933 (date de la dévaluation de la couronne esthonienne). La différence entre ce prix (122 sh. 4 d. l'once de fin) et le prix courant du marché doit servir à la constitution d'une réserve spéciale, dans l'éventualité d'une stabilisation. La plus-value comptable de réévaluation a atteint Ekr. 6,6 millions, dont 2,5 millions ont été virés au Ministère des Finances, le reste — Ekr. 4,1 millions — étant porté à un fonds de réserve spéciale en vue de renforcer la situation générale de l'Eesti Pank.

La réévaluation de l'or du département d'émission de la Banque d'Angleterre, décidée au début de 1939, est liée au transfert de £ 350 millions en or (au prix courant de 148 $\frac{1}{2}$ sh. environ l'once de fin) effectué par la Banque au Fonds d'égalisation des changes. De 1932 à 1938, la Banque avait acheté au Fonds quelque £ 200 millions d'or, au prix de 85 sh. l'once de fin (soit environ £ 350 millions au prix courant). Quand, à la fin de 1938, les avoirs en or du Fonds se sont trouvés considérablement amoindris, la Banque rétrocéda au Fonds, pour servir, comme il avait été prévu à l'origine, au soutien du sterling, l'or qu'elle lui avait jadis acheté. Comme l'or du département d'émission était toujours estimé à 85 sh. l'once, l'encaisse-or s'est trouvée réduite de £ 200 millions, dont la Banque a reçu la contre-valeur en titres. Ces opérations ont eu naturellement des répercussions sur l'émission fiduciaire, c'est-à-dire sur cette partie des billets émis qui n'est pas couverte par de l'or.

Le Currency and Bank Notes Act de 1934 avait fixé à £ 260 millions le montant normal de l'émission fiduciaire, qu'une décision de la Trésorerie avait ultérieurement ramené à £ 200 millions. C'est aussi une décision de la Trésorerie qui a relevé, au début de 1939, ce chiffre à £ 400 millions, pour tenir compte de la rétrocession d'or effectuée. Une modification aussi importante a paru devoir être soumise au Parlement, et elle a été ratifiée par une loi qui prescrit, en même temps, la réévaluation des actifs du département d'émission de la Banque. L'or resté en la possession du département d'émission a donc été

réévalué, et son montant porté de £ 126 millions (au prix ancien) à £ 221 millions (à 148 sh. 5 d.); £ 5 millions d'or ont été rachetés au Fonds, afin de pouvoir relever le total à £ 226 millions. Cette augmentation de £ 100 millions a permis de limiter à £ 300 millions le montant de l'émission fiduciaire, dont la Trésorerie conserve d'ailleurs la faculté d'autoriser l'accroissement temporaire. D'après la nouvelle réglementation, l'or et les autres actifs du département d'émission doivent être réévalués chaque semaine au prix courant, tel qu'il est certifié par la Banque d'Angleterre. Le tableau ci-dessous fait ressortir les modifications effectuées:

Banque d'Angleterre — Département de l'émission.

En millions de livres sterling	Encaisse-or du département d'émission 1	Emission fiduciaire 2	Billets émis par le département d'émission 3 (1+2)	Billets détenus par le département bancaire 4	Circulation de billets effective 5 (3-4)
1939, 4 janvier	326	230*	556	68	488
11 janvier	126	400	526	51	475
1 ^{er} mars	226	300	526	48	478

* L'émission fiduciaire a été temporairement portée de £ 200 à £ 230 millions pour la période de Noël; elle aurait été de £ 200 millions le 11 janvier 1939 si son relèvement à £ 400 millions n'avait pas été autorisé et si le transfert d'or n'avait pas eu lieu.

Les réévaluations faites chaque semaine, aux prix courants, de l'or et des autres actifs du département d'émission peuvent nécessiter des ajustements entre la Banque et le Fonds pour compenser les variations de l'émission de billets. Le Chancelier de l'Echiquier a fait valoir, à la Chambre des Communes, que la réévaluation hebdomadaire constituait une modification d'ordre technique et n'avait rien à voir avec une stabilisation ultérieure de l'or ou tout autre problème de haute politique.

La réévaluation a rendu disponibles £ 95 millions de titres, que le département d'émission de la Banque d'Angleterre a cédés au Fonds pour la constitution d'une réserve. Cette cession de titres, jointe au transfert d'or de janvier 1939, a donné au Fonds, en augmentant ses avoirs en or et en livres, des possibilités accrues d'intervention pour neutraliser les importations ou les exportations de capitaux.

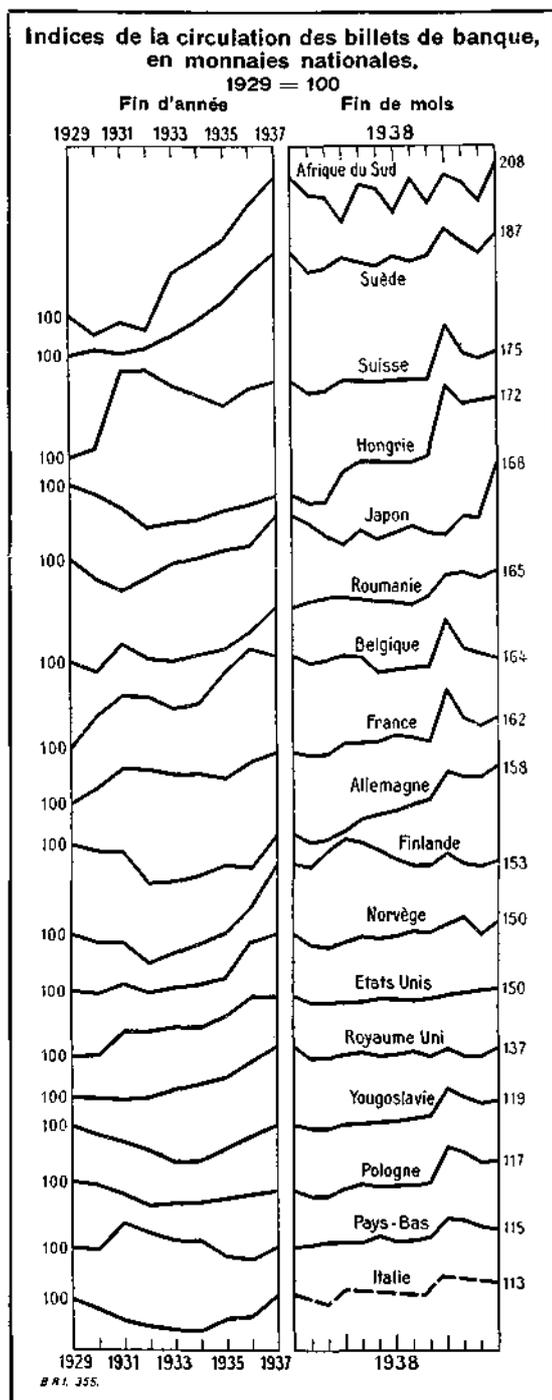
La réévaluation de l'or n'a soulevé aucun problème de répartition de bénéfices, car la Trésorerie reçoit déjà — aux termes du Currency and Bank Notes Act de 1928 — tous les profits réalisés par le département d'émission de la Banque d'Angleterre et se trouve naturellement propriétaire des actifs du Fonds d'égalisation des changes. Le Chancelier de l'Echiquier ne pourrait d'ailleurs considérer les £ 95 millions de la plus-value de réévaluation comme un bénéfice, au sens habituel de ce terme. Il s'agit plutôt en l'occurrence, a-t-il

déclaré, d'une sorte de plus-value sur un capital non réalisé, qui ne pouvait être utilisée comme s'il s'agissait de revenus.

Aux pays cités ci-dessus (Etats-Unis, Belgique, Italie, Suisse, France, Finlande, Esthonie, Hongrie, Grande-Bretagne), il faut en ajouter beaucoup d'autres

(et par exemple le Canada, l'Argentine, la Roumanie, le Japon, la Lettonie) qui ont réévalué leurs stocks de métal jaune au cours de ces dernières années. En mars 1939, 90% des réserves d'or monétaires du monde avaient été ainsi réévalués (à l'exclusion des réserves métalliques de l'U. R. S. S., dont aucune information récente ne donne la quantité et les méthodes d'évaluation suivies). Parmi les nations qui n'ont pas réévalué leur encaisse-or, on compte les Pays-Bas, qui possèdent le stock métallique le plus important, puis les trois pays scandinaves — Danemark, Norvège et Suède — enfin plusieurs territoires de l'Empire Britannique — Afrique du Sud, Indes, etc. La plupart possèdent des réserves monétaires substantielles, même sur la base des anciens prix de l'or et n'ont, par suite, aucune raison immédiate de procéder à une réévaluation. On doit spécialement noter la décision prise ces derniers mois par les autorités finlandaises et britanniques de réévaluer leur or pour améliorer, sur la base des cours actuels, la couverture de leur circulation de billets.

Le graphique ci-contre donne, pour un assez grand nombre de pays, les variations annuelles (1929 à 1937) ou mensuelles (1938) de la circulation des billets, d'après un indice basé sur l'année 1929.



La plupart des pays ont vu s'enfler temporairement leur circulation de billets à l'automne 1938, sous l'effet combiné de la hausse saisonnière habituelle à la fin du troisième trimestre, de l'augmentation des prélèvements de fonds opérés par les administrations et des demandes de billets de la part des sociétés ou des particuliers soucieux de ne pas être démunis d'argent comptant dans l'éventualité de moratoire ou d'autres gênes apportées aux paiements. Les mois suivants, les billets émis en septembre ont réintégré les caisses des banques centrales dans le plus grand nombre des pays, mais leur résorption n'a pas été totale, en général.

La tendance continue à l'augmentation des circulations de billets au cours des années récentes peut, dans quelques cas, être attribuée sans aucun doute à la progression du revenu national, encore que l'augmentation de la circulation apparaisse parfois singulièrement forte si l'on observe que les prix de détail sont généralement restés inférieurs à ceux de 1929. Les enquêtes faites par plusieurs banques centrales ont permis de se rendre compte qu'il était tout spécialement malaisé de déterminer les raisons des variations de volume de la circulation des billets ou la répartition des coupures parmi les différentes catégories de porteurs.

Une étude parue dans le Bulletin de Réserve Fédérale de décembre 1938 a principalement attribué, pour les Etats-Unis, la tendance fondamentale de la circulation à s'accroître, à l'augmentation de l'épargne monétaire et à un recours plus fréquent aux billets qu'aux dépôts bancaires pour les paiements quotidiens. Le développement de l'épargne monétaire se traduit par la multiplication des grosses coupures (\$ 50 et au-dessus) et s'explique, dans une large mesure, comme un contre-coup des difficultés bancaires des premières années de cette décade et comme une réaction naturelle devant la réduction des taux d'intérêts servis aux titulaires de dépôts d'épargne et de comptes en banque.

Le développement de l'usage de numéraire pour les paiements quotidiens a été aussi dû, à l'origine, à des avatars bancaires et en particulier à l'absence de facilités bancaires dans certaines localités; la multiplication des commissions sur les comptes de chèques a joué dans le même sens. Le paiement d'indemnités ou de secours divers à un grand nombre de gens dépourvus de comptes en banque peut également avoir contribué à accroître la demande de billets. Enfin, il faut noter que les banques commerciales ont augmenté leurs encaisses en numéraire de \$ 300 millions environ depuis 1933; quand les banques disposent de larges excédents de « réserves », elles ne se hâtent plus autant de reverser aux instituts d'émission la portion de leur encaisse qui excède leurs besoins courants.

Il n'est pas douteux que bon nombre de ces raisons soient valables pour d'autres pays que les Etats-Unis, mais, dans certains cas, des facteurs particuliers doivent être pris en considération.

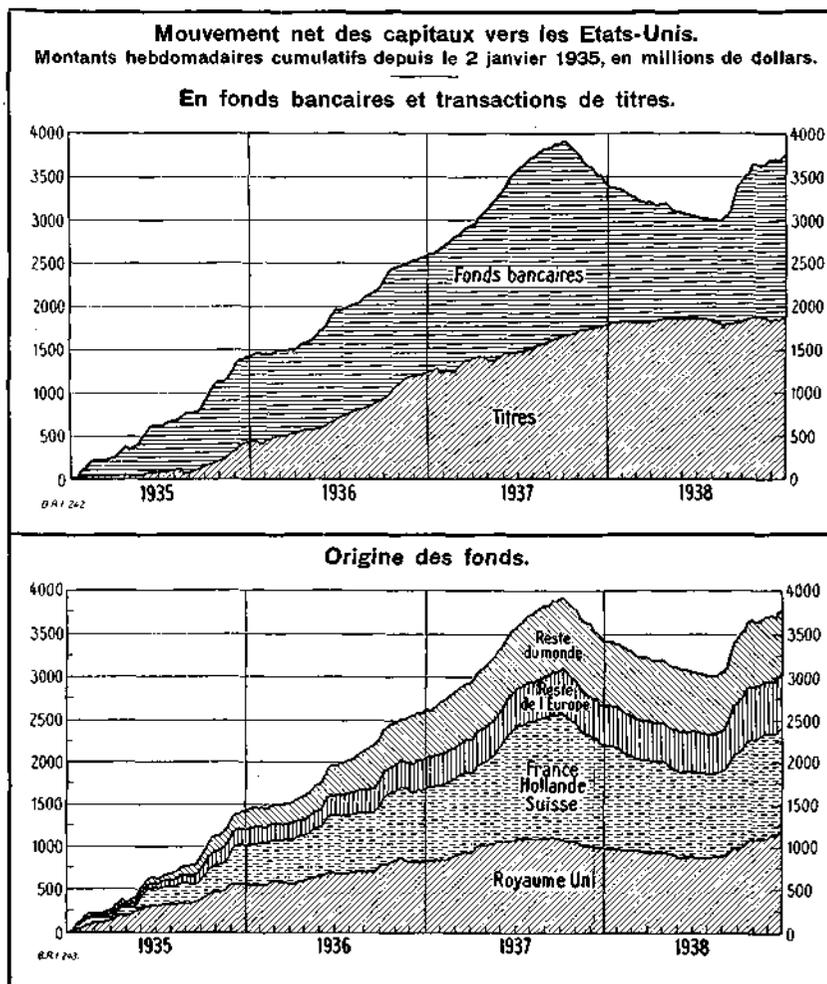
En Allemagne, la masse de billets en circulation a augmenté en 1938 de RM. 2.700 millions, dont 1.125 millions sont dus à l'absorption de l'Autriche et des territoires des Sudètes. Pour la Suisse et quelques autres pays, il faut tenir spécialement compte des quantités, malaisément appréciables, de billets conservés par les étrangers. En ce qui concerne la Roumanie, l'augmentation vient surtout du développement, pris l'an passé par les opérations de crédit à l'industrie et autres, de la Banque Nationale; au Japon, la continuation des hostilités avec la Chine et la hausse des prix ont provoqué, de la part de l'Etat et du public, une augmentation des demandes de numéraire. En Italie, d'autre part, le montant de billets émis a été strictement limité.

L'abandon de l'étalon-or n'a aucunement signifié la renonciation à l'or comme instrument de règlement des soldes internationaux ou comme couverture de la circulation des signes monétaires, telle qu'elle est prévue par les statuts des diverses banques centrales. On a davantage égard, il est bien certain, à la Résolution de la Conférence de Londres de 1933, aux termes de laquelle «dans les conditions actuelles, l'or monétaire sert bien moins de couverture à la circulation intérieure de billets que de réserve pour le règlement des engagements des banques centrales vis-à-vis de l'étranger, et surtout de provision au cas où le déséquilibre des balances de paiements viendrait à provoquer des demandes exceptionnelles de moyens de change».

On peut juger de la mesure dans laquelle le métal jaune reste l'instrument des règlements internationaux d'après l'amplitude, plus grande que jamais, des mouvements d'or entre les divers pays; les modifications récentes apportées à certaines législations ont, d'autre part, fourni la preuve intéressante qu'une solidarité étroite était toujours maintenue entre le volume des émissions de billets et le montant de leur couverture en or.

IV. MOUVEMENTS DES CAPITAUX ET ENDETTEMENT INTERNATIONAL.

L'année 1938 a été caractérisée par de brusques modifications dans les courants de capitaux entre principaux pays créanciers. Les sorties de fonds qui avaient commencé à se produire aux Etats-Unis, à l'automne de 1937, ont persisté dans la première moitié de 1938 et se sont élevées, pour la période de dix mois s'achevant en juillet de l'an dernier, à près de un milliard de dollars. Les craintes de perturbations monétaires aux Etats-Unis, engendrées par la gravité de la dépression économique, sont à la base de ces migrations qui ont porté essentiellement sur des «capitaux flottants». Puis, pendant l'été de 1938, les cours des valeurs se sont améliorés à la Bourse de New-York, des appréhensions de plus en plus sérieuses se sont fait jour à l'égard de la valeur de la livre et, un peu plus tard, la tension politique s'est accentuée en Europe. La crise aiguë de septembre a provoqué en Europe des exportations considé-



rables de capitaux qui amenèrent en deux mois 600 millions de dollars aux Etats-Unis.

Jamais il n'avait été enregistré de renversement de tendance aussi brutal.

Les sorties de capitaux se sont poursuivies à une cadence, ralentie en novembre et décembre, et accélérée au début de 1939. En plus de ces massives

Mouvements nets de capitaux vers les Etats-Unis.
(En millions de dollars.)

Epoque	Total général	Fonds bancaires			Avances aux « brokers »	Titres		
		Total	étrangers	américains		Total	américains	étrangers
1935, Janvier-Mars Avril-Juin Juillet-Sept. Oct.-Déc.	259	212	58	154	21	26	6	32
	357	314	156	158	9	34	22	12
	283	212	137	76	0	71	75	4
	514	226	253	26	24	311	226	85
1936, Janvier-Mars Avril-Juin Juillet-Sept. Oct.-Déc.	98	3	25	28	6	100	111	11
	438	259	201	59	16	163	97	66
	334	126	120	7	7	201	109	92
	327	9	32	23	10	328	284	44
1937, Janvier-Mars Avril-Juin Juillet-Sept. Oct.-Déc.	323	171	191	21	9	161	158	3
	631	546	491	55	14	70	6	76
	350	183	131	52	14	154	56	98
	502	644	575	69	16	127	37	90
1938, Janvier-Mars Avril-Juin Juillet-Sept. Oct.-Déc.	203	234	219	15	7	24	12	35
	161	195	164	31	4	30	5	25
	407	449	375	74	6	48	30	18
	326	272	272	1	17	71	86	15
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
1938, Janvier-Déc.	369	293	264	29	0	76	49	27
Total 1935 à 1937	3.779	1.911	1.433	478	48	1.821	1.211	610

Epoque	Origine des Fonds							
	Royaume-Unis	France	Hollande	Suisse	Reste de l'Europe	Canada	Amérique latine	Extrême-Orient
1935, Janvier-Mars Avril-Juin Juillet-Sept. Oct.-Déc.	141	25	9	8	37	10	27	19
	167	89	39	20	30	10	11	11
	72	14	34	42	58	2	27	61
	175	110	32	61	66	22	7	38
1936, Janvier-Mars Avril-Juin Juillet-Sept. Oct.-Déc.	6	12	10	43	6	2	32	2
	122	18	73	75	33	28	40	43
	98	38	3	50	71	113	17	27
	49	98	35	38	57	12	42	11
1937, Janvier-Mars Avril-Juin Juillet-Sept. Oct.-Déc.	98	9	37	28	41	9	135	14
	152	35	90	256	34	11	45	24
	27	5	34	118	78	45	26	27
	112	56	79	130	52	70	3	3
1938, Janvier-Mars Avril-Juin Juillet-Sept. Oct.-Déc.	56	15	52	63	1	28	10	37
	49	29	6	60	16	11	12	47
	94	71	32	20	112	1	31	27
	203	31	26	50	53	32	53	10
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
1938, Janvier-Déc.	192	58	13	54	179	51	21	68
Total 1935 à 1938	1.186	340	325	554	638	157	390	157

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

migrations internationales, les perspectives de guerre ont provoqué des déplacements de fonds à l'intérieur même de quelques pays, dont certaines régions particulièrement exposées en cas de guerre, et notamment les régions frontières, souffrent d'un ralentissement des investissements financiers.

Il ne faut toutefois pas que le volume impressionnant des transferts de « capitaux flottants », d'un marché à l'autre, empêche de discerner le jeu des forces économiques. Provoquées par la transformation des situations économique et monétaire dans tous les pays du monde, les modifications survenues dans les courants commerciaux, les rapports des prix, les placements pour compte étranger et la répartition de

l'or nouvellement extrait des mines exercent leur influence sur les transferts de fonds, dont ils constituent des éléments importants.

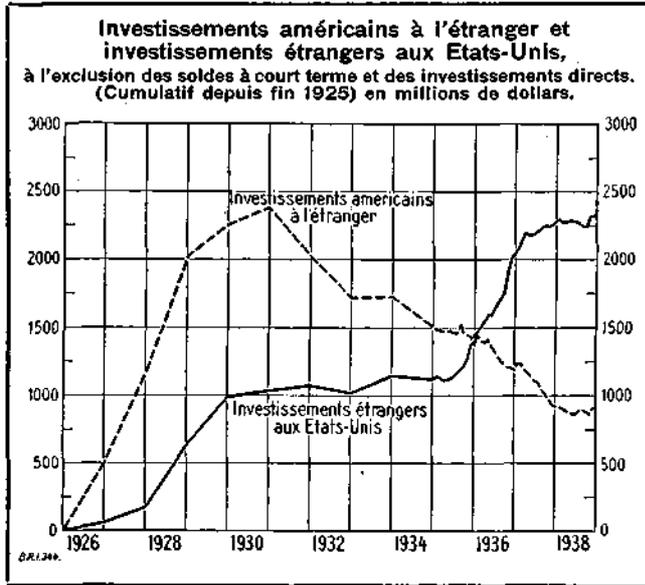
Pour se faire une idée exacte du caractère véritable des exportations de capitaux vers les Etats-Unis, il est nécessaire d'embrasser dans son ensemble l'évolution des événements au cours de ces dernières années. En 1935 et 1936, les capitaux ont continué d'affluer vers les Etats-Unis à un rythme assez régulier — sous réserve de recrudescences passagères — d'un peu plus de \$100 millions par mois; le mouvement s'est accéléré pendant les neuf premiers mois de 1937, et la moyenne mensuelle s'est élevée à près de \$150 millions.

A cette époque, pour la première fois en trois ans, ce mouvement à sens unique a subi un temps d'arrêt et s'est renversé sous l'action de rapatriements de fonds pendant la période de dix mois qui s'est achevée en juillet 1938. Les sorties mensuelles, qui étaient de l'ordre de \$170 millions au cours du dernier trimestre de 1937, sont toutefois revenues à \$60 millions durant les sept premiers mois de 1938.

La tendance s'est alors brusquement retournée et les capitaux ont repris le chemin des Etats-Unis; de \$70 millions, en août 1938, les entrées de fonds se sont élevées rapidement à \$390 millions en septembre, pour redescendre à \$220 millions en octobre et, par une chute rapide, à \$110 millions au total pour les deux mois de novembre et décembre. Les migrations de septembre et d'octobre 1938 ont surtout porté sur des dépôts bancaires; elles sont évidemment en rapports étroits avec l'évolution de la situation politique en Europe. Pendant ces deux mois, les importations d'or aux Etats-Unis ont atteint le montant sans précédent de plus de \$500 millions par mois, soit deux fois plus qu'au moment le plus critique de la « fuite » devant l'or, au printemps de 1937. Le tableau et les graphiques précédents donnent les éléments essentiels des statistiques détaillées des mouvements de capitaux, établies depuis le début de 1935 et publiées par le Trésor des Etats-Unis.

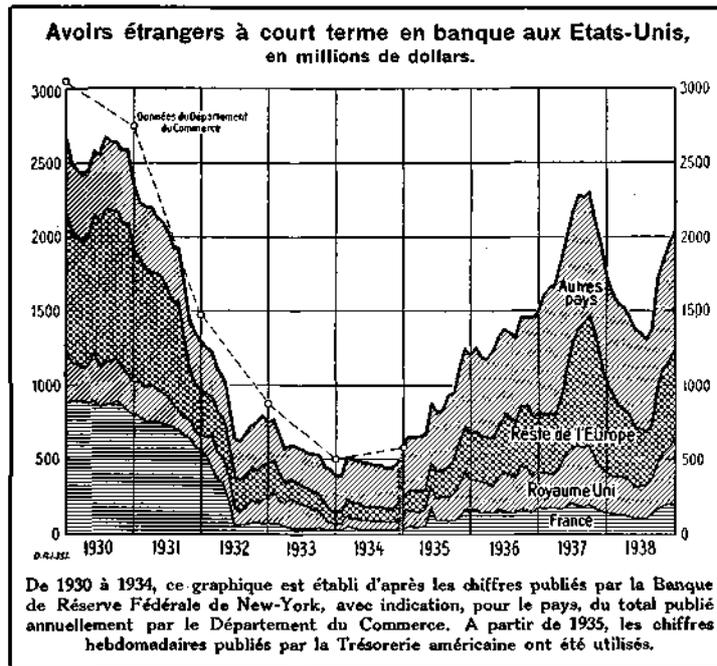
Du début de 1934, époque à laquelle le dollar fut dévalué, à la fin de 1938, l'afflux des capitaux aux Etats-Unis a atteint au total \$4.200 millions se répartissant en trois catégories principales de fonds:

1. Des capitaux américains rapatriés de l'étranger, à concurrence de plus d'un tiers, c'est-à-dire environ \$1.500 millions, dont près de \$900 millions étaient à long terme et correspondent à des opérations de fonds d'amortissement, à des remboursements et des rachats effectués par des étrangers; le reste, soit plus de \$600 millions, à court terme, était constitué, entre autres, par des soldes créditeurs accumulés en Angleterre en 1933, au moment de la dépréciation du dollar, et par le produit de la liquidation de comptes en Allemagne.



sur plus de \$ 1 milliard du milieu de 1935 au début de 1937. L'expérience a prouvé, après les dépressions boursières de septembre 1929 et mars 1937, que si, dans leur ensemble, les étrangers ont acheté des valeurs américaines pendant la période de hausse, ils n'en ont, par contre, pas vendu durant la baisse ultérieure des prix. D'autre part, les placements américains à l'étranger ont atteint leur maximum en 1930 et ont, depuis lors, constamment fléchi.

Les investissements étrangers en valeurs américaines et les rapatriements



2. Des achats de valeurs américaines pour compte étranger (près de \$ 1.200 millions, soit un peu moins d'un tiers). Deux grandes vagues d'achats de titres américains pour compte étranger ont été observées, pendant les dix dernières années: la première a porté sur environ \$ 1 milliard au cours des deux années 1928 et 1929, et la seconde

de capitaux aux Etats-Unis constituent donc, dans une certaine mesure, des éléments relativement stables; ils s'élèvent ensemble à \$ 2.700 millions, c'est-à-dire approximativement aux deux tiers du montant total des capitaux importés aux Etats-Unis depuis 1934.

3. Dernier élément des mouvements de capitaux observés depuis 1934, les soldes créditeurs constitués par les étrangers aux Etats-Unis représentent \$ 1.500 millions, soit un peu plus d'un tiers du total. La plupart consistent en dépôts à vue dans les banques américaines dont les dépôts pour compte étranger se sont élevés à \$ 2 milliards à la fin de 1938. Ces dépôts, qui atteignaient \$ 3 milliards à la fin de 1929, avaient rapidement diminué, les années suivantes, par suite de l'abandon de l'étalon-or, pour tomber en 1933/34 au montant très faible de \$ 500 millions. A l'époque de la dépréciation du dollar, les soldes étrangers avaient été ainsi ramenés au minimum compatible avec les besoins des affaires courantes au «creux» de la dépression.

Il est impossible de déterminer avec précision la part des «capitaux flottants» dans les \$ 1.500 millions de soldes étrangers accumulés aux Etats-Unis de janvier 1934 à la fin de 1938. Il était évidemment nécessaire, en particulier après la stabilisation de fait du dollar, de disposer de fonds accrus pour couvrir les besoins courants des affaires. Ces soldes commerciaux ne peuvent être réduits au-dessous d'une certaine limite, mais il n'en est pas moins hors de doute que la grande masse des capitaux étrangers à court terme arrivés aux Etats-Unis à diverses époques d'extrême tension, en septembre et en octobre 1938, par exemple, n'était pas nécessaire aux affaires et constitue sur le marché des changes un élément d'instabilité.

Le Bulletin de Réserve Fédérale de février 1939, dans lequel sont puisés les éléments essentiels des présentes observations, note que «l'analyse des migrations de capitaux incite à penser que, si le mouvement a été dans une large mesure provoqué par l'incertitude de la situation extérieure, une faible proportion seulement de ces capitaux est constituée aujourd'hui par des dépôts étrangers prompts à s'inquiéter et prêts à quitter le pays dès que la conjoncture semble se stabiliser à l'étranger». Encore qu'elle doive être nuancée en raison des entrées massives de capitaux enregistrées au cours des quatre premiers mois de 1939, cette conclusion rappelle de façon opportune qu'il convient de ne pas exagérer l'importance quantitative des «capitaux flottants» au détriment de celle des autres mouvements de capitaux.

La fuite des capitaux a revêtu une autre forme avec l'augmentation des achats de billets de banque américains en Europe, comme on peut le constater d'après le tableau suivant.

Les importations des monnaies américaines en Europe ont pratiquement cessé lors des dévaluations auxquelles ont procédé les pays du bloc-or en 1937, et, dans les huit premiers mois de 1938, plus de \$ 50 millions déthésaurisés en Europe ont été réexpédiés aux Etats-Unis. Mais en septembre et en octobre de l'an dernier, la demande de billets libellés en dollars a pris en Europe de grosses

**Expéditions de monnaie américaine à destination
et en provenance d'Europe**

Année	Excédent net des ex- péditions vers l'Europe	Excédent net des envois d'Europe
	en millions de dollars	
1935	—	9,3
1936	8,6	—
1937	—	26,1
1938 janvier—août	—	26,0
1938 septembre—décembre	24,7	—
1939 janvier—mars	30,8	—

proportions et il a été nécessaire d'en importer de grandes quantités des Etats-Unis. Cette tendance a persisté au cours des premiers mois de 1939, époque où le montant des billets américains détenus à l'étranger s'est élevé, estime-t-on, à \$500 millions environ.

Les incertitudes monétaires dans différents pays d'Europe sont à l'origine de l'ampleur particulière prise par les exportations de capitaux vers les Etats-Unis, au début de 1935, avant la dévaluation du franc belge et, plus tard, jusqu'à la dévaluation des monnaies du bloc-or, en septembre 1936. Depuis, les capitaux sont revenus, avec plus ou moins de continuité, en Suisse et en Hollande. Le courant, particulièrement fort en 1937, s'affaiblit, toutefois, au cours du premier semestre de 1938, et tarit entièrement pendant le second. A partir du milieu de 1938, on n'a plus enregistré dans ces deux pays d'excédent d'entrées, en partie par suite d'un courant contraire d'achats de valeurs étrangères rendues spécialement attractives par leur introduction massive aux bourses d'Amsterdam et de Zurich. Au début de 1939, des sorties de capitaux se sont produites sous l'effet direct de l'évolution politique internationale. La Hollande et la Suisse n'ont pas été réellement affectées par les rapatriements de capitaux français en 1938, à l'inverse de la Belgique qui en a subi fortement le contre-coup au mois de mai.

En fait, au cours de l'hiver 1938/39, la France a bénéficié, pour la première fois depuis plusieurs années, de rapatriements continus de capitaux. Les mouvements de reprise qui avaient suivi les mois de septembre 1936 et d'octobre 1937 avaient été éphémères, et parfois même s'étaient retournés. Mais depuis le début de mai 1938, après que la valeur du franc ait été ramenée un peu au-dessous du cours de 179 pour une livre, la confiance dans la stabilité monétaire est revenue et l'on a enregistré un afflux de capitaux, dont le montant est généralement évalué à quelque 16—18 milliards de francs français. La majeure partie de ces capitaux a été reperdue, il est vrai, pendant les mois d'été, mais en septembre, au moment le plus critique de la crise internationale, les exportations de fonds ont cessé et, depuis octobre, plus particulièrement

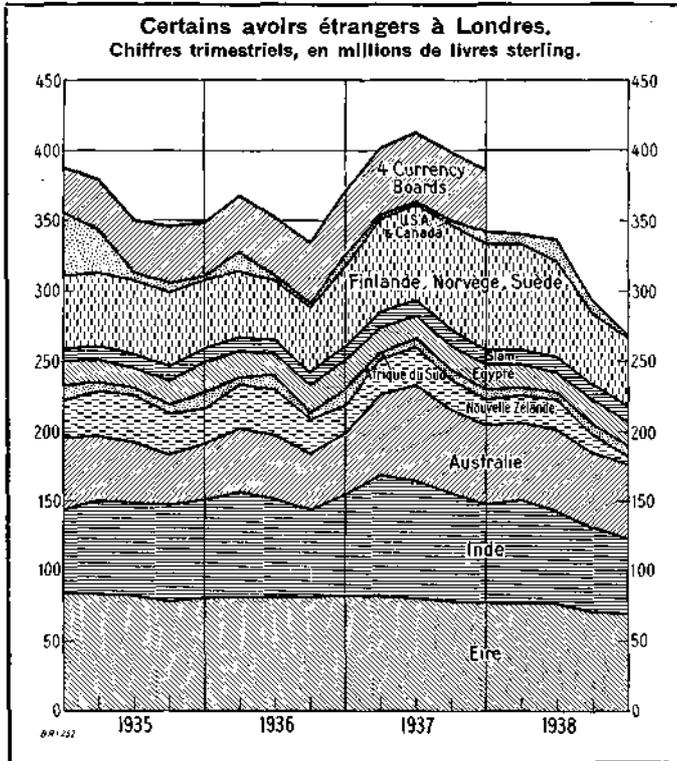
depuis la mise en application des réformes financières et autres au début de novembre, les rapatriements ont repris et leur montant a été évalué à 16—20 milliards au total au cours de l'hiver 1938/39.

La majeure partie des capitaux rapatriés en France, en mai et depuis l'automne de 1938, est revenue d'Angleterre; elle comprenait de l'or et des billets thésaurisés aussi bien que des soldes créditeurs près des banques britanniques et des valeurs libellées en sterling. En fait, Londres a enregistré trois vagues de sorties de capitaux, dont l'effet s'est ajouté aux incidences usuelles et nullement négligeables des ajustements de crédits commerciaux consécutifs au fléchissement prolongé d'une monnaie. La première vague a été formée par les rapatriements de capitaux en France dont il vient d'être question. La deuxième s'explique par le fait que Londres a été la principale source des capitaux exportés aux Etats-Unis (près de \$ 200 millions pour septembre et octobre 1938 seulement), mais il ne faut pas oublier, à cet égard, que Londres sert d'intermédiaire aux capitaux étrangers. La troisième vague — plus importante qu'on ne l'imagine en général — a pour cause l'utilisation, par les pays du bloc-sterling, d'une partie des fonds qu'ils avaient précédemment accumulés à Londres, pour couvrir les soldes déficitaires de leur balance des paiements. Jusqu'au milieu de 1937, en effet, la livre sterling avait été soutenue par la constitution à Londres de larges réserves, sous forme de soldes créditeurs et d'autres actifs à court terme, par les pays du bloc-sterling, dont les balances des paiements étaient excédentaires. Mais Londres doit s'attendre à ce que les pays qui ont constitué ces réserves dans les périodes prospères se mettent à en faire usage en cas de baisse des prix des matières premières dont ils sont gros producteurs, et de déficit de leur balance des paiements.

Depuis longtemps, on le sait, les pays du bloc-sterling forment une sorte de bloc commercial, encore que la solidarité monétaire qui unit ces pays ait pu être perdue de vue au temps de l'étalon-or. Mais, à partir du début de la crise agricole de 1928, la livre sterling a subi une pression, analogue à celle de l'époque actuelle, dont on a rarement saisi toute l'importance. On sait, en général, que dès avant la baisse du sterling, en 1931, la stabilité des monnaies des pays agricoles était déjà ébranlée et que les livres australienne et néo-zélandaise, par exemple, se sont dépréciées avant la fin de 1929. Mais on ne se rend pas souvent compte que, pour défendre leurs monnaies, ces pays, et d'autres encore, ont surtout vendu des livres sterling. Pendant les neuf derniers mois de 1929, les fonds australiens à Londres ont diminué de plus de £ 30 millions; les réserves officielles de l'Inde en sterling ont fléchi de plus de £ 40 millions de 1929 à 1931; les avoirs-sterling de la Nouvelle-Zélande, qui étaient probablement de l'ordre de £ 10 millions ou plus, ont été presque entièrement épuisés; les avoirs-sterling de la Banque Nationale d'Egypte ont été ramenés

de plus de £ 30 millions au début de 1929 à 15 millions en 1931. En outre, ces pays se sont procuré de nouvelles ressources en sterling grâce à des emprunts placés sur les marchés monétaire et financier de Londres, et, bien que le montant en ait été en partie compensé par les amortissements et remboursements divers effectués sur le portefeuille britannique de titres étrangers, la réduction des soldes en sterling a été, en réalité, très sensiblement supérieure à la diminution apparente; la pression sur le cours de la livre sterling s'est trouvée, de ce fait, encore augmentée. Les effets de ce drainage de capitaux se sont trouvés atténués dans une certaine mesure aussi longtemps que les Etats-Unis ont continué librement d'avancer des fonds à l'étranger, mais les prêts américains se sont arrêtés net en 1931.

Les soldes des pays du bloc-sterling ont commencé à se reconstituer à partir de l'automne de 1931, et, au printemps de 1934, ils avaient augmenté de plus de £ 200 millions (ceux de l'Australie et de l'Inde, de quelque £ 50 millions chacun; ceux de la Nouvelle-Zélande et de l'Afrique du Sud de £ 20 millions chacun, etc.). Les Etats-Unis liquident actuellement leurs placements à l'étranger. Quelques pays du bloc-sterling qui, comme l'Australie et la Nouvelle-Zélande, possédaient autrefois des réserves d'or, les ont entièrement utilisées et n'ont plus maintenant, comme provision de change, que leurs soldes en sterling. Du milieu de 1937 à la fin de 1938, les soldes nets des pays du bloc-sterling



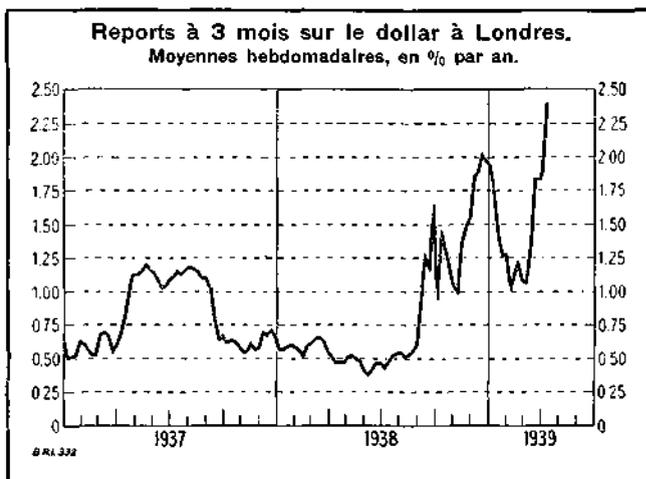
(graphique ci-contre) ont diminué de £ 100 millions environ: l'Inde a perdu plus de £ 30 millions, la Nouvelle-Zélande £ 20 millions, et les banques irlandaises £ 10 millions; les avoirs australiens à Londres ont probablement diminué de £ 15 millions pendant que les pays scandinaves prélevaient sur leurs dépôts en banque un montant que l'on peut évaluer à £ 20 ou 25 millions. Si l'on ajoute à cette liste d'autres pays du groupe-sterling dont le graphique ne fait pas état, tels que

le Portugal, l'Argentine, le Japon, etc., il est certain que plus de £ 120 millions ont été retirés au cours de ces dix-huit mois. Contrairement à ce qui s'est passé pendant la période 1928/29, les prêts d'argent frais aux pays du groupe-sterling n'ont joué qu'un rôle secondaire, car ils ont été compensés, en général, par les rentrées normales de fonds (amortissement, etc.) du portefeuille britannique de valeurs étrangères.

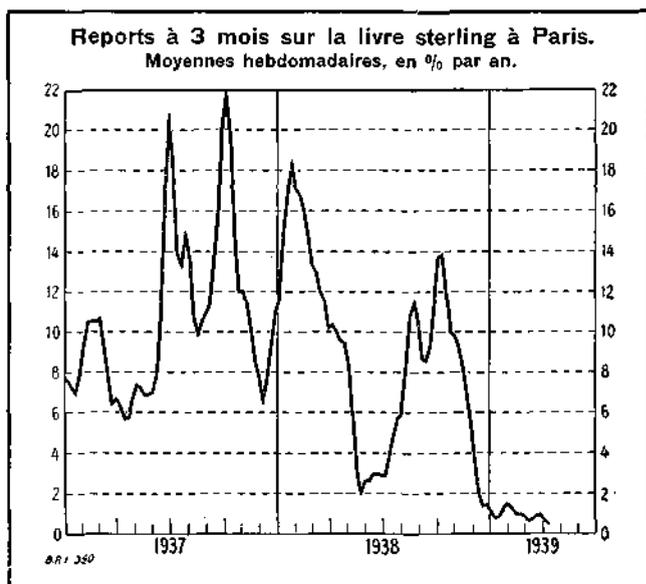
La cause essentielle de cet amenuisement des réserves en sterling a été l'aggravation du déficit des balances de paiements des pays du bloc-sterling avec les pays autres que la Grande-Bretagne. On doit, toutefois, rappeler que le marché de Londres a trouvé quelque compensation dans la baisse des prix qui, si elle a mis en difficultés les pays producteurs de matières premières, a permis à la Grande-Bretagne d'importer des denrées alimentaires et des matières premières à meilleur compte. D'après le Board of Trade, la valeur des importations britanniques a diminué, en 1938, de 6% par rapport à 1937.

La conversion en dollars et en or des réserves détenues par diverses autorités monétaires a également contribué, en partie, à cette réduction des avoirs en sterling: le stock d'or de la Sveriges Riksbank a, en effet, augmenté de £15 millions environ en 1938, la Commission monétaire irlandaise a acheté £2 millions de métal jaune, et la Norges Bank, £3 millions. Il est naturel que ces pays, quand leur balance des paiements est excédentaire, se portent acquéreurs d'une partie de la production d'or, mais le fait que ces achats ont eu lieu particulièrement aux époques de tension sur le marché de l'or, alors que le prix de ce métal était exceptionnellement élevé, témoigne, de façon frappante, de la préférence marquée pour l'or dans les périodes troublées.

L'incidence réelle des mouvements de capitaux sur les marchés des changes peut être modifiée par des transactions «swap» (opérations liées d'achats au comptant et de ventes à terme de changes), dont il est souvent difficile de déterminer l'importance relative. Le graphique précédent fait apparaître l'excédent des avoirs en sterling des banques canadiennes et américaines sur leurs engagements en cette même devise. Pour les banques canadiennes, cet excédent est très faible et relativement stable, ce qui s'explique par le fait que les banques canadiennes ont, dans les pays rattachés au sterling, des agences dont les dépôts en excédent sont placés à Londres. Pour les banques américaines, au contraire, l'excédent des avoirs en sterling sur les engagements (ou vice versa) provient essentiellement d'opérations de report («swap»). En l'absence de changements dans les taux du marché à Londres et à New-York, ces soldes ont tendance à varier avec le prix du report sur le dollar à Londres. Quand il y a eu un déport sur le dollar à la fin de 1934, le montant des capitaux américains employés en reports sur devises à Londres était très substantiel. L'excédent des avoirs en sterling des banques américaines sur leurs engagements en sterling (couverts



une augmentation très importante des fonds américains employés en reports sur devises à Londres. En juin, juillet et août 1938, les banques américaines disposaient d'un excédent net d'actifs sterling de £10 millions environ, tandis que le



montant net de leurs contrats de ventes de sterling à terme dépassait £15 millions. Au taux de 1 ou 1 ¹/₄ % offert par quelques banques anglaises pour certains dépôts étrangers, le rendement net, compte tenu du coût du report sur le dollar — ³/₈ ou ¹/₂ % — a été de 0,75 % environ, c'est-à-dire très supérieur au rendement des placements à trois mois à New-York. La hausse rapide des taux de reports sur dollar en septembre 1938, a enlevé tout intérêt à ces opérations, et les fonds employés en reports sur devises ont été retirés à mesure que les contrats venaient à échéance; vers la fin de l'année, les engagements en sterling des banques américaines dépassaient leurs avoirs-sterling de £8 millions.

D'autres opérations de reports eurent, par moments, à Londres plus d'importance que celles effectuées avec les capitaux américains. Le report sur la livre à Paris a fortement varié ces dernières années, traduisant ainsi les fluctuations de l'opinion quant à l'avenir du franc français plutôt que des différences

à terme) était de £40 millions environ. Au début de 1935, les fonds employés en reports sur devises disparurent de Londres, et, en fait, vers le milieu de 1937, les engagements en sterling des banques américaines dépassaient leurs avoirs-sterling de £10 millions environ. L'abaissement, à Londres, au-dessous de 0,5 %, du report sur le dollar, au milieu de 1938, a provoqué

une augmentation très importante des fonds américains employés en reports sur devises à Londres. En juin, juillet et août 1938, les banques américaines disposaient d'un excédent net d'actifs sterling de £10 millions environ, tandis que le montant net de leurs contrats de ventes de sterling à terme dépassait £15 millions. Au taux de 1 ou 1 ¹/₄ % offert par quelques banques anglaises pour certains dépôts étrangers, le rendement net, compte tenu du coût du report sur le dollar — ³/₈ ou ¹/₂ % — a été de 0,75 % environ, c'est-à-dire très supérieur au rendement des placements à trois mois à New-York. La hausse rapide des taux de reports sur dollar en septembre 1938, a enlevé tout intérêt à ces opérations, et les fonds employés en reports sur devises ont été retirés à mesure que les contrats venaient à échéance; vers la fin de l'année, les engagements en sterling des banques américaines dépassaient leurs avoirs-sterling de £8 millions.

de taux d'intérêt. En mai 1938, après que le cours du franc au comptant fut tombé à 179 pour une livre, la diminution du report sur la livre à Paris a été accompagnée d'une réduction du volume des fonds français employés en reports sur devises à Londres. En juillet et en août, toutefois, le franc à terme a fléchi et ces fonds français sont revenus à Londres; mais, au milieu du mois d'août, on a officiellement découragé ces transactions, et les banques françaises ne demandant pas de francs à terme, le déport s'accrut au point de devenir intéressant pour les grands établissements disposant de ressources liquides. A certaines époques de l'année, les fonds français employés à ces opérations liées ont atteint £ 30 millions à Londres. Les capitaux belges employés en reports sur devises à Londres ont aussi été importants à certains moments, et les variations de taux du marché de Bruxelles, notamment celles de l'argent à vue, dépendent, dans une large mesure, du déport sur le belga et de l'intérêt qui peut être obtenu à Londres sur les fonds en banque.

On peut, en général, considérer que, dans la mesure où elles sont provoquées par des différences de taux d'intérêt, les opérations de reports constituent un facteur de stabilité sur les marchés des changes; en 1938, cependant, elles ont surtout eu pour effet, à Londres, de retarder la pression sur le sterling de l'été jusqu'à l'automne, c'est-à-dire, jusqu'au moment où, pour d'autres raisons, cette pression atteignait son maximum. De septembre à la fin de l'année, le déport sur la livre à trois mois, à New-York, a oscillé entre 1 et 2% l'an, c'est-à-dire qu'il est resté à des taux suffisants pour attirer les fonds bancaires anglais, alors même que les taux du marché monétaire de New-York étaient tombés à zéro.

On a déjà noté que les soldes commerciaux s'étaient réduits à New-York en 1933, à l'époque de la dépréciation du dollar, et s'étaient reconstitués depuis lors. Il s'est produit à Londres, en 1938, un mouvement assez analogue. Dans une certaine mesure, les transferts de cette sorte s'effectuent à l'occasion des transactions commerciales; c'est ainsi que le produit des exportations britanniques était laissé à l'étranger, tandis que l'on augmentait les importations tout en les payant comptant ou même d'avance. Dans d'autres pays où il a été possible de procéder à des estimations, on a pu se rendre compte que ce facteur commercial jouait un rôle plus important qu'on ne l'imagine en général et que le montant des soldes maintenus de ce chef à l'étranger pouvait atteindre, approximativement, la moitié du montant des transactions commerciales effectuées avec l'extérieur pendant un mois. Sur cette base, le montant de ces soldes s'élèverait à £ 50 millions pour l'Angleterre, somme qui peut paraître élevée, mais il convient de tenir compte du développement pris par les sociétés internationales disposant d'importantes liquidités, faciles à déplacer d'un marché à l'autre.

Par ailleurs, une notable portion du commerce international, indépendamment même de la part qu'y prend l'Angleterre, se fait sur la base de la livre

sterling. Quand celle-ci est en baisse prolongée, il va de soi que les exportateurs étrangers ne sont pas enclins à libeller leurs factures en sterling; il y a des raisons de croire que, même dans certains pays du bloc-sterling, les contrats commerciaux ont été moins fréquemment stipulés en livres, la devise de l'exportateur étant choisie de préférence dans un assez grand nombre de cas. Un tel changement a plus de portée qu'il n'apparaît au premier abord, car il a pour effet de permettre l'affectation immédiate, à d'autres emplois, des livres sterling accumulés en couverture du règlement des contrats commerciaux; ces avoirs en livres peuvent alors être exportés — ou, s'ils ont été utilisés, n'ont plus à être reconstitués. Les exportateurs étrangers ont parfois adopté une technique différente: ils ont, comme auparavant, ouvert des crédits en sterling, mais se sont fait aussitôt consentir des avances bancaires en monnaie anglaise, dont ils ont converti le produit en dollars ou en or; dans cette hypothèse, l'avance est ultérieurement remboursée sur le montant des paiements faits par les importateurs.

En résumé, si l'on considère la période qui s'étend du milieu de 1937 à la fin de 1938, on constate que l'amenuisement des réserves du bloc-sterling et des soldes commerciaux à Londres ne pouvait pas ne pas peser lourdement sur la livre, indépendamment des transferts de fonds entre New-York et Paris qui ont, à certaines époques, dominé les marchés des changes.

On pouvait dire, il y a un an, que le financement du commerce dans les pays rattachés au point de vue monétaire à la livre et au dollar avait retrouvé des proportions et des conditions normales. La diminution de valeur du commerce mondial a naturellement entraîné une réduction du montant des opérations de financement. En outre, la durée des crédits consentis a tendu à s'abrèger, si bien que le volume total des opérations de financement commercial a plus diminué que celui des échanges eux-mêmes. Les exportateurs américains ont considérablement réduit la durée habituelle de leurs crédits à l'Europe, et ils ont, en maintes occasions, exigé des paiements comptants — ce qui a d'ailleurs contribué à accentuer l'effet des excédents d'exportation des États-Unis.

A l'influence de cette diminution de durée des crédits au commerce international, se sont superposées les répercussions (dont certaines ont été étudiées précédemment) de la baisse prolongée de la livre sterling. Dans ces conditions, le rôle joué par l'or comme refuge des capitaux a repris beaucoup d'importance et les achats d'or ont de nouveau été considérés comme ayant la valeur d'une espèce d'«assurance» contre la dépréciation de la monnaie des contrats. Il est intéressant de noter, à cet égard, que les maisons allemandes d'exportation et d'importation qui avaient déjà été autorisées à posséder des soldes en devises à leur nom, ont également reçu la permission d'acheter et de

conserver de l'or, dont les entrées et sorties apparaissent de temps à autre dans les statistiques des douanes allemandes. De plus, les conditions auxquelles la Reichsbank (prenant ainsi à sa charge le risque de change) achète les effets d'exportation libellés en devises étrangères sont devenues plus intéressantes pour les exportateurs depuis que, en mars 1939, il a été décidé de les faire bénéficier, pour les effets tirés sur un pays étranger et libellés dans la monnaie d'un autre pays étranger, de taux correspondant à ceux du pays dans la monnaie duquel l'effet a été tiré.

Les opérations d'exportation impliquent normalement des risques plus grands que les transactions du commerce intérieur. Pendant ces dernières années, les risques habituels de crédit se sont fortement accrus en raison de l'instabilité des monnaies et du fait que l'instauration de clearings ou de restrictions de changes dans le pays importateur peut bloquer pour un temps indéfini le produit des exportations.

Devant le peu d'inclination des exportateurs à ouvrir des crédits à certains pays et dans certaines monnaies, l'assurance-crédit, pratiquée depuis fort longtemps par des compagnies d'assurances privées, a vu se substituer à elle, dans une certaine mesure, une aide gouvernementale plus active qui a pris la forme d'une assurance contre les risques bancaires et monétaires ou, encore, d'octroi de crédits par des organismes officiels. Certains crédits sont ainsi accordés, non pas directement aux importateurs étrangers, mais à leur gouvernement. Dans la majorité des cas, la nécessité de cette intervention gouvernementale est d'abord apparue au cours des premières années d'après-guerre, quand certains pays ont cherché à développer leur commerce avec la Russie — mais, à une époque plus récente, notamment depuis 1931, les perturbations monétaires dans le monde ont amené les gouvernements à étendre le champ d'application de leurs systèmes de garanties d'Etat.

En Angleterre, le Département des garanties de crédits à l'exportation du Board of Trade est devenu, après des débuts modestes, un élément important du mécanisme de financement des exportations britanniques. Le montant maximum des engagements que le Département est autorisé à assumer à tout moment a été relevé de £25 millions à £50 millions en 1937 et à £75 millions en 1938. Le Département a pour tâche essentielle de garantir les exportateurs contre les risques bancaires, monétaires et autres; en général, il ne fournit pas les fonds nécessaires au financement de ces transactions. Il a, néanmoins, contribué au placement, sur le marché, en 1936, de £10 millions de bons russes portant sa garantie, et, en 1938, de £10 millions de bons turcs également garantis par lui.

L'accord conclu avec la Turquie constitue un exemple intéressant des changements intervenus dans le mode de financement du commerce international.

Cet accord a prévu l'émission sur le marché, en couverture des exportations, vers la Turquie, de machines et autres articles manufacturés britanniques, de £10 millions de bons turcs 5,5% garantis par le Département. On a annexé à cet accord un plan d'exportation sur le marché mondial des produits naturels de la Turquie, le montant des ventes devant être affecté au service (amortissement et intérêts) de l'emprunt. En outre, le gouvernement britannique a donné sa garantie à un prêt de £6 millions destiné à servir de provision pour les achats de matériel d'armement de la Turquie en Grande-Bretagne. L'accord de clearing en vigueur à l'époque a été également modifié en vue de parer à l'accumulation ultérieure d'arriérés.

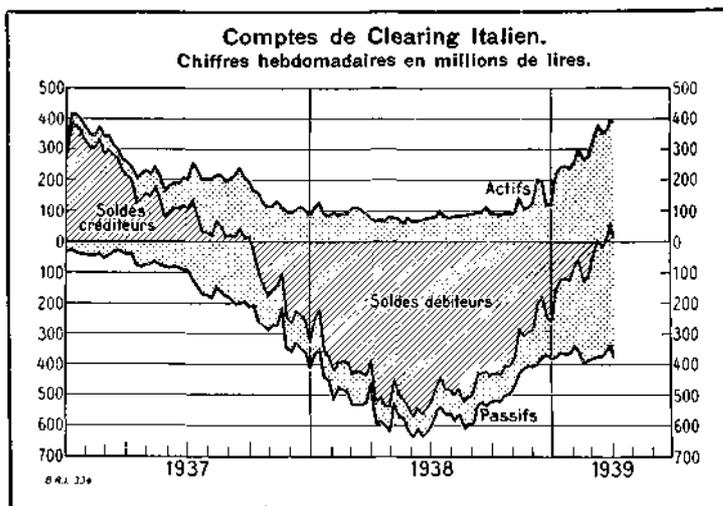
En Allemagne, le système de l'assurance-crédit à l'exportation a de même été considérablement développé ces dernières années, mais, en général, par des compagnies privées qui peuvent se réassurer auprès du gouvernement; le Reich donne cependant parfois sa garantie directe, par exemple, dans le passé, pour couvrir dans leur ensemble les risques du commerce d'exportation allemand avec la Russie; au début de 1939, il a ouvert un crédit commercial de 150 millions de reichsmarks en couverture des exportations de marchandises allemandes en Turquie. Le système allemand de garantie à l'exportation fait partie du plan général d'aide à l'exportation, qui comporte la mise à la disposition des exportateurs de renseignements relatifs à la rédaction des contrats, aux restrictions de changes, à la législation des pays étrangers en cause, etc.

En septembre 1938, Washington a annoncé un plan d'assurance-crédit à l'exportation prévoyant la couverture des risques à concurrence de 80%. Depuis quelques années, la U. S. Export-Import Bank s'est spécialisée dans le financement direct des exportations pour lesquelles il était malaisé d'obtenir de sources privées les facilités nécessaires, notamment dans le cas des livraisons, aux pays de l'Amérique du Sud, de matériel américain de chemins de fer et de grosses machines. Au cours des derniers mois, cette banque a ouvert un crédit de \$ 25 millions pour le financement d'exportations américaines en Chine, et un autre de \$ 6 millions pour le financement des exportations de coton en Pologne. Cette dernière opération a été due à l'impossibilité de trouver les capitaux privés à plus de trois mois d'échéance, qui étaient nécessaires.

Des projets d'assurance ou de réassurance officielle contre les risques qu'impliquent les crédits à l'exportation sont actuellement établis ou en cours d'étude dans un grand nombre de pays. Le volume croissant des montants à assurer témoigne de la difficulté, voire de l'impossibilité, d'évaluer sur les bases actuarielles habituelles les risques d'ordre politique ou autres.

Il est extrêmement malaisé d'obtenir des renseignements précis sur l'évolution des divers comptes de clearing pendant l'année. Dans beaucoup de pays, ces comptes ne sont pas publiés ou, s'ils le sont, la diversité des

taux de changes appliqués aux multiples monnaies dans lesquelles ils sont tenus rend tout examen très difficile et toute déduction aventurée. Dans le cas de l'Italie, toutefois, tous les comptes de clearing sont libellés en liras, ce qui permet de se faire une idée nette de leur évolution générale.



Le mouvement du commerce extérieur italien, qui a été équilibré dans les derniers mois de 1938, grâce à la compression des importations, se reflète dans les comptes de clearing; ceux-ci font apparaître une diminution rapide de l'endettement brut pendant le second semestre de 1938, suivie, au

début de 1939, d'une augmentation d'actifs, si bien que le déficit, considérable au milieu de 1938, a disparu en mars 1939.

Il n'a été enregistré, l'an dernier, que peu de nouveaux crédits à court terme, exception faite de ceux directement liés au commerce extérieur. En avril 1938, le gouvernement argentin a contracté en Hollande un emprunt de 12 millions et demi de florins, à deux ans, au taux de $3\frac{1}{2}\%$ et, en Suisse, un emprunt analogue de 40 millions de francs suisses. En juin, le gouvernement belge s'est, de son côté, fait ouvrir des crédits à court terme en Hollande (35 millions de florins) et en Suisse (25 millions de francs suisses). En juillet, le gouvernement français a emprunté à Amsterdam 75 millions de florins remboursables en quinze mois. A la fin de novembre 1938, 150 millions de florins de bons des chemins de fer français sont venus à échéance et ont été remboursés en or, mais le gouvernement français a contracté en même temps un emprunt de 100 millions de florins sous forme de bons du Trésor $2\frac{3}{4}\%$ à quinze mois.

La liquidation des anciens crédits extérieurs à court terme, antérieurs à 1931, se poursuit, en général, lentement, et l'année 1938 a marqué la dissolution de la société constituée pour administrer et liquider la masse des avoirs étrangers de la Credit-Anstalt autrichienne. 76% du montant des obligations émises par la société ont été remboursés en espèces, par prélèvement sur l'actif net, et les quelques avoirs immobilisés restants ont été cédés à une société suisse qui se chargera de leur réalisation éventuelle.

De même que ces récentes années, le montant d'argent frais fourni par les émissions extérieures à long terme a été presque négligeable en 1938 et n'a même pas atteint, pour les principaux pays créanciers, le total des remboursements et rapatriements d'anciens emprunts effectués par les débiteurs.

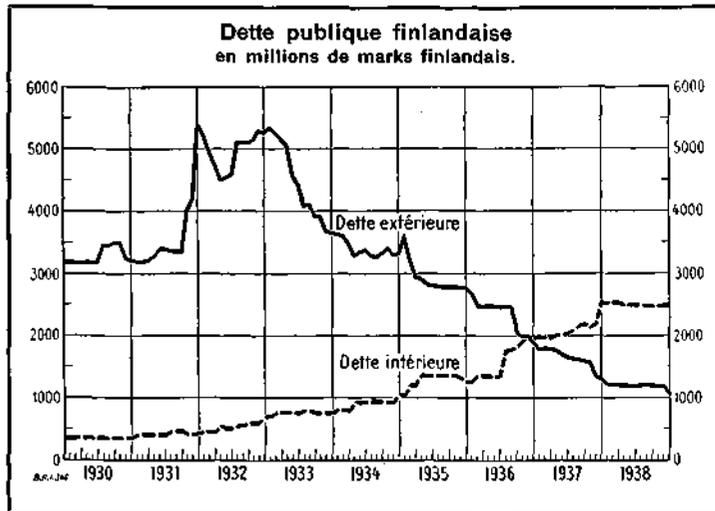
Sur le marché de Londres, les émissions de l'Empire, qui se sont élevées à £24 millions (montant qui ne diffère guère de celui des dernières années), ont très largement dépassé les émissions des pays étrangers qui n'ont pas excédé £4,5 millions. L'embargo sur les émissions étrangères, auquel certaines atténuations avaient été apportées en février 1938, a été de nouveau strictement appliqué en décembre. Des émissions faites pour l'Empire, les plus importantes, semble-t-il, ont porté, comme les années précédentes, sur les valeurs de mines d'or sud-africaines. Parmi les émissions d'Etat, l'une des plus notables a été l'emprunt de £7 millions à 3,75%, remboursable en 14—18 ans, lancé par le gouvernement australien en mai. Un emprunt australien de conversion de £2,5 millions, en décembre 1938, mérite d'être mentionné, car, pour la première fois, le taux d'intérêt de l'émission nouvelle (4%) se trouvait être supérieur à celui de l'emprunt venant à échéance (3,5%). C'est là le premier emprunt australien libellé en sterling qui ait été émis au taux de 4% depuis juillet 1933, et il reflète la hausse générale des taux d'intérêt à long terme sur le marché de Londres.

Les émissions extérieures à long terme pour l'obtention d'argent frais, sont restées, aux Etats-Unis, à \$36 millions, à peu près au niveau moyen des cinq dernières années. On signalera particulièrement l'emprunt 4,5% de \$25 millions, émis à 95,5 en novembre 1938, pour le compte du gouvernement argentin. Bien qu'au point de vue technique, elle revête la forme d'un emprunt d'argent frais — et qu'elle soit à cet égard la première à avoir été lancée depuis 1930 pour compte d'un gouvernement étranger, le Canada excepté —, cette émission doit plutôt être considérée comme effectuée en application du programme de conversion, suivi depuis ces dernières années, qui a permis de retirer de la circulation \$115 millions d'obligations en plus des \$35 millions remboursés au titre d'amortissements. Le gouvernement canadien a, de son côté, émis à 97,25, en novembre, un emprunt de consolidation de \$40 millions sous forme d'obligations 3% remboursables en trente ans.

Un groupe de banques hollandaises et suisses a placé, en décembre 1938, pour le compte du gouvernement français, un emprunt de 175 millions de florins portant intérêt à 4%, remboursable en trente ans, dont le produit a servi à la conversion ou au remboursement presque intégral de la dette extérieure des chemins de fer, emprunts en dollars, en florins et francs suisses, y compris.

Alors que les nouvelles émissions à long terme pour compte étranger sont restées, comme les années passées, peu considérables, les pays débiteurs ont continué leurs rapatriements et remboursements d'emprunts. Au cours des cinq années passées, près de \$ 800 millions ont été ainsi employés au rachat de valeurs étrangères placées aux Etats-Unis; ces rachats ont principalement émané de pays comme l'Argentine, la Belgique et la Finlande qui, de 1920 à 1929, avaient émis des emprunts considérables à des taux d'intérêt élevés.

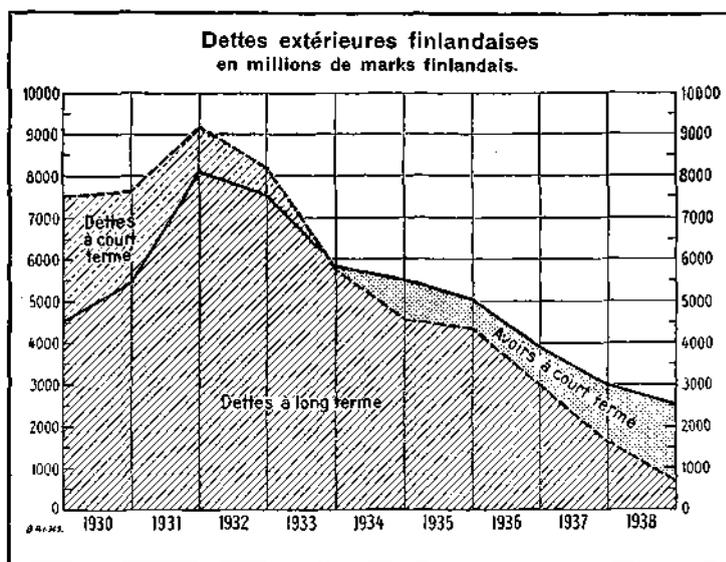
Le cas de la Finlande présente un intérêt particulier. Ce pays a utilisé en grande partie les excédents de sa balance des paiements des huit ou neuf dernières années (soit environ un milliard de marks finlandais par an) au remboursement de sa dette extérieure à laquelle il a, de surcroît, substitué dans une certaine mesure des emprunts intérieurs. Cette évolution ressort des graphiques ci-après, dont le premier représente la dette publique intérieure et extérieure du gouvernement. La dette extérieure, grossie par la dépréciation du mark



finlandais en 1931 et 1932, est allée sans cesse en diminuant depuis 1933 sous l'influence, d'abord, de la dépréciation du dollar, et ensuite des rachats d'obligations extérieures, en particulier d'obligations libellées en dollars, effectués avec le produit d'emprunts intérieurs. De 1929 à 1938, le

total de la dette publique intérieure et extérieure s'est maintenu sans changement à 3.500 millions de marks finlandais, mais la dette extérieure, qui formait 90% de ce total en 1929, n'en représente plus que 30% maintenant.

Le second graphique indique l'évolution de la dette totale de la Finlande, à long et à court terme, publique et privée, à l'exclusion, toutefois, de l'emprunt de 1923 en dollars, contracté pour l'achat de denrées alimentaires et qualifié «d'emprunt de guerre», dont le montant s'élève à 400 millions de marks finlandais. La dette totale, qui se montait à 7,5 milliards de marks finlandais en 1929, a dépassé 9 milliards du fait de la dépréciation de la monnaie finlandaise à la fin de 1931. A partir de 1933, l'excédent des actifs à court terme a été déduit du montant de la dette à long terme en circulation pour obtenir le montant net de la dette extérieure qui, ramené à moins

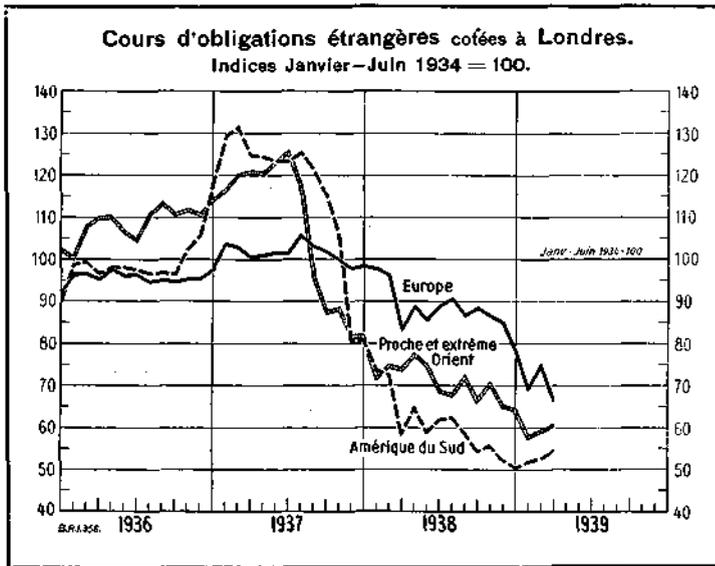


de 700 millions de marks finlandais à la fin de 1938, représentait alors moins d'un dixième du total de 1928 et se trouvait, en fait, plus que couvert par le stock d'or de la Banque de Finlande (1.100 millions de marks finlandais). Par suite, le montant net des intérêts à payer à l'étranger, qui était à l'origine l'élément de

beaucoup le plus important du passif de la balance des paiements, a été, depuis 1932, réduit des deux tiers et a passé de 583 à 195 millions de marks finlandais par an pour venir maintenant au second rang après les dépenses des touristes à l'étranger.

La rapidité avec laquelle la Finlande rembourse sa dette extérieure est d'autant plus remarquable que le développement de l'industrialisation du pays a modifié les éléments de son commerce avec l'étranger: l'importation des produits fabriqués qui, avant la guerre, ne dépassait pas 15% du total des importations, a passé à 24% au cours des années vingt et à 30% à l'époque actuelle. Les prix avantageux auxquels la Finlande a vendu ses pâtes de bois, ses papiers et ses bois de construction, pendant de nombreuses années, permettent de s'expliquer les soldes excédentaires de sa balance des paiements. La baisse de ces prix depuis 1937 a légèrement modifié la situation; en avril 1939, le gouvernement finlandais a émis, pour couvrir ses dépenses d'armement, un emprunt 2,5% à trois ans, dont 20 millions de couronnes suédoises ont été placés sur le marché suédois.

Alors que les obligations finlandaises ont constitué pour les porteurs étrangers un placement avantageux, on n'en peut dire autant de maints autres emprunts extérieurs au cours des deux années passées. Le graphique ci-après montre les trois éléments principaux qui composent l'indice calculé par la Municipal and General Securities Company sur la base des cours moyens de plus de cent obligations étrangères pendant le premier semestre de 1934. Ces obligations ont une valeur nominale de £ 600 millions, soit un cinquième de la valeur en sterling de toutes les obligations étrangères cotées à la bourse des valeurs de Londres. L'indice complet (qui ne figure pas sur le graphique)



a fléchi de 50% du printemps de 1937 aux premiers mois de 1939. Tous les groupes ont été affectés par cette baisse, les obligations européennes tombant de plus de 100 à moins de 70, celles du Proche-Orient et de l'Extrême-Orient de 120 à 60, et celles de l'Amérique du Sud et de l'Amérique Centrale de 130 à un peu plus de 50:

les menaces de guerre en Europe, la guerre d'Extrême-Orient et l'effondrement des prix des matières premières ont été les facteurs principaux de cette dépréciation pendant les deux dernières années.

En mars 1938, les obligations autrichiennes ont été assujetties au moratoire de transfert appliqué en Allemagne, mais la baisse importante qui a partout affecté les cours des obligations étrangères pendant l'année semble être due beaucoup plus aux craintes relatives à l'avenir qu'à une aggravation réelle des carences de paiements ou à de nouveaux manquements dans le service des emprunts. Alors que, par exemple, les emprunts de l'Amérique du Sud et de l'Amérique Centrale ont continué de baisser durant 1938, les quelques changements réels constatés pendant cette période ont été plutôt favorables aux obligataires, comme, par exemple, l'amélioration du service de l'emprunt chilien et de l'emprunt péruvien.

En Europe, le gouvernement bulgare a offert d'augmenter le montant payé par lui sur les coupons courants, et le gouvernement hongrois a parfait, au début de 1939, les dispositions de l'accord de 1937 relatif aux obligations étrangères, en autorisant le transfert d'un tiers des dividendes dus. Le service des obligations extérieures de la Yougoslavie a été également amélioré, et de nouveaux progrès ont été réalisés en ce qui concerne le service des obligations polonaises, dont les coupons sont payés à un taux d'intérêt réduit (la diminution variant en général de 7 à 4,5%). En Grèce, toutefois, bien que le service de la dette extérieure soit effectué sur une échelle réduite, aucune offre satisfaisante n'a été faite aux porteurs.

Dans le Proche-Orient, de nouvelles facilités de transfert ont été consenties pour certains emprunts extérieurs turcs, mais, en Extrême-Orient, les obli-

gations extérieures japonaises ont continué de se déprécier, bien qu'il n'y ait pas eu d'arrêt de paiements, et les obligations chinoises ont subi le contre-coup des difficultés rencontrées par le gouvernement chinois pour recouvrer les impôts dans les régions occupées.

On ne peut passer sous silence les efforts tentés par plusieurs pays débiteurs, au cours d'une année où le marché des obligations étrangères a subi des secousses exceptionnelles, pour apporter dans la mesure de leurs possibilités des améliorations au service d'obligations dont le paiement avait été interrompu. Mais l'incertitude de la situation politique et le fléchissement consécutif des cours des valeurs étrangères, même de celles dont le service est fait intégralement, ne favorisent pas une reprise d'activité des émissions de valeurs étrangères sur les marchés créanciers, exception faite, par exemple, pour les émissions en Grande-Bretagne de titres de l'Empire. Sous cette réserve, ce qui subsiste de l'activité des placements nouveaux pour compte étranger, est, en majeure partie, le fait de grandes entreprises internationales qui achètent des titres et des participations, ou effectuent des dépenses en capital pour l'extension de leurs propres établissements. Encore cette activité est-elle souvent entravée par les difficultés de transfert des bénéfices, lorsqu'elle ne suffit pas par elle-même — comme c'est, par exemple, le cas pour l'exploitation des gisements de pétrole — à assurer, au pays où elle s'emploie, des rentrées suffisantes de moyens de paiement étrangers.

V. TENDANCE DES TAUX D'INTÉRÊT.

Tant en ce qui concerne les institutions que les particuliers, une liquidité exceptionnelle est à l'ordre du jour et, en général, les taux d'intérêt à court terme se maintiennent à des niveaux extraordinairement bas ou continuent de baisser. Aux Etats-Unis, on a même noté l'apparition d'un taux d'intérêt « négatif ». Les hausses des taux qui se sont produites en Belgique, au printemps de 1938, et en Nouvelle-Zélande, vers la fin de l'année, relèvent de circonstances particulières à ces deux pays. Quant aux taux à long terme, s'ils ont continué à fléchir aux Etats-Unis et dans certains autres pays, en particulier sur le marché français, en Angleterre ils enregistrent, depuis quatre ans, un mouvement continu de hausse qui les a portés de $2\frac{3}{4}\%$, en 1935, à un peu plus de $3\frac{1}{2}\%$ au moment présent, et la divergence s'est accentuée entre eux et les taux à court terme. A une ou deux exceptions près, les mouvements internationaux de capitaux ont eu peu d'influence sur les taux d'intérêt. Le ralentissement des affaires et l'incertitude politique ont, en détournant les capitaux privés des placements dans de nouvelles entreprises, tendu à accentuer encore le mouvement de baisse des taux d'intérêt. Les marchés des capitaux sont de plus en plus dominés par les emprunts d'Etat destinés à financer les armements.

Bien que les mouvements effectifs des taux aient été de peu d'ampleur durant l'année, il s'est produit nombre de faits du plus haut intérêt qui ont mis en lumière certaines tendances fort importantes du point de vue de la structure de crédit des divers marchés.

1. CRÉDIT DES BANQUES CENTRALES ET TAUX D'INTÉRÊT A COURT TERME.

De même qu'en 1937 l'expansion des affaires, qui avait pris peu à peu une allure de boom, ne s'était pas traduite par des variations des taux officiels d'escompte, de même, en 1938, les crises politiques internationales n'ont pas empêché les taux de rester stables à des niveaux extrêmement bas. On trouvera, dans le tableau ci-après, l'indication des taux d'escompte officiels en vigueur dans les banques centrales européennes à la fin de 1938 et de mars 1939, ainsi que la comparaison avec les années précédentes.

Sur les vingt-cinq pays qui figurent dans ce tableau, dix-neuf n'ont pas modifié leur taux officiel d'escompte pendant l'année. Pour cinq pays, le taux a, au total, été réduit. Dans un seul, le taux d'escompte s'est trouvé plus élevé en fin d'année. Dans chaque cas, on a choisi le taux qui peut-être considéré comme le plus représentatif pour la banque centrale en question. Certaines

Taux d'escompte des banques centrales d'Europe	Minimum 1925-1929	Fin 1936	Fin 1937	Fin 1938	Change-ments en 1938	Fin mars 1939 ^{d)}
1. Taux réduits en 1938						
France	3½	2	3	2½	-½	2
Norvège	4½	4	4	3½ ^{a)}	-½	—
Roumanie	6	4½	4½	3½	-1	—
Espagne	5	5	5	4	-1	—
Lithuanie	7	5½	5½	5	-½	—
2. Taux demeurés invariables en 1938						
Suisse	3½	1½	1½	1½	—	—
Angleterre	4	2	2	2	—	—
Pays-Bas	3½	2	2	2	—	—
Suède	3½	2½ ^{a)}	2½ ^{a)}	2½ ^{a)}	—	—
Tchéco-Slovaquie	5	3	3 ^{a)}	3 ^{a)}	—	—
Dantzig	5½	5	4 ^{a)}	4 ^{a)}	—	—
Danemark	5	4	4	4 ^{a)}	—	3½ ^{a)}
Finlande	6	4	4	4	—	—
Allemagne	5	4	4	4	—	—
Hongrie	6	4	4	4	—	—
Portugal	8	4½	4 ^{a)}	4 ^{a)}	—	—
Estonie	7½	4½ ^{b)}	4½ ^{b)}	4½ ^{b)}	—	—
Italie	5½	4½	4½	4½	—	—
Pologne	8	5	4½	4½	—	—
Lettonie	6	5 ^{c)}	5 ^{c)}	5 ^{c)}	—	—
Yougoslavie	5½	5	5	5	—	—
Albanie	9	7	6	6	—	—
Bulgarie	9	6	6	6	—	—
Grèce	7½	7	6	6	—	—
3. Taux relevés en 1938						
Belgique	4	2	2	2½	+½	—

a) ½ % moins élevé pour les réescomptes des banques. c) ½ % plus élevé pour les entreprises privées.
b) ½ % moins élevé pour les acceptations de banques. d) Dans le cas de changements depuis la fin de 1938.

banques, la Banque d'Angleterre, par exemple, ne publie qu'un taux, alors que la plupart en publie plusieurs; la Banque de Lettonie, en particulier, en a neuf, car elle applique des taux distincts suivant que le crédit est accordé à des banques des villes ou des campagnes, à des particuliers, à des firmes, au commerce d'exportation, etc . .

Parmi les cinq réductions de taux intervenues pour l'année 1938, celle du taux de la Banque de France présente un intérêt particulier, car elle traduit l'amélioration qui s'est manifestée dans la situation extérieure du pays, surtout depuis novembre dernier. En septembre 1938, lorsque le volume des réescomptes augmenta considérablement à la Banque, le taux officiel fut porté de 2½ à 3 %. Il fut ensuite abaissé en novembre à 2½ %, puis, en janvier 1939, à 2 %, taux le plus bas qui ait jamais été pratiqué par la Banque de France. La souplesse avec laquelle il a été fait usage, ces derniers temps, en France, du taux officiel d'escompte contraste de façon intéressante avec la politique plus rigide suivie jadis ainsi qu'avec ce qui se passe actuellement dans certains autres pays. L'amélioration intervenue dans les conditions de crédit en France depuis novembre dernier se reflète également dans la progression des dépôts des établissements de crédit et dans la détente des taux du marché. Le taux d'escompte des

bons ordinaires du Trésor de 75 à 105 jours est revenu de 3 % en septembre à 1 $\frac{1}{2}$ % le 12 décembre 1938; il a été relevé à 1 $\frac{3}{4}$ % le 24 avril 1939.

La réduction du taux de la Banque Nationale de Roumanie de 4 $\frac{1}{2}$ à 3 $\frac{1}{2}$ %, au début de mai 1938, a fait partie d'un plan visant à abaisser les taux d'intérêt dans tout le pays; elle doit être considérée à la lumière de la nouvelle réglementation du commerce de banque et du décret du 4 mai 1938, qui a ramené le maximum légal des taux d'intérêt de 5 % à 4 % au-dessus du taux d'escompte officiel, c'est-à-dire de 9 $\frac{1}{2}$ à 7 $\frac{1}{2}$ %.

Le taux donné dans le tableau pour la Banque d'Espagne à la fin de 1938 est celui de Burgos. C'est en novembre 1938 qu'il a été abaissé à ce niveau, qui est le plus bas qu'ait jamais pratiqué cette banque.

En Norvège, il a été procédé dès janvier 1938 à la réduction du taux de 4 à 3 $\frac{1}{2}$ %. Un peu plus d'un an plus tard (en février 1939), le Danemark a fait de même. Ces deux mesures ont été dues au fait qu'en Norvège et au Danemark la balance courante des paiements est active et que les mouvements de capitaux sont, en général, favorables à ces pays. La liquidité des banques norvégiennes a continué d'augmenter: une des deux banques privées qui, en 1932, avaient dû être soutenues par la Norges Bank, a pu renoncer à l'aide de l'institut d'émission, et l'on pense qu'il en sera bientôt de même pour l'autre. Au Danemark, on avait, dès l'automne de 1937, pu prévoir que les conditions monétaires allaient devenir plus faciles, car la Banque Nationale s'était mise à appliquer sur une moins grande échelle la politique de ventes de titres qui avait été l'un des traits caractéristiques des années 1935/36. En 1938, cette institution a recommencé à accroître son portefeuille-titres et, le 1^{er} novembre, elle a réduit de $\frac{1}{2}$ à $\frac{1}{4}$ % l'intérêt qu'elle sert aux dépôts à vue.

Le seul taux d'escompte officiel qui, à la fin de 1938, se soit trouvé supérieur à ce qu'il était au début de l'année est celui de la Banque Nationale de Belgique. En mai 1938, cette institution a défendu énergiquement sa monnaie contre les violents mouvements de sorties de capitaux qui s'étaient produits, en Belgique, après que le cours du franc français était tombé brusquement à 179 pour une livre. En plus du relèvement du taux de la banque — porté de 2 % à 4 % — les autorités appliquèrent, en collaboration avec les grands établissements de crédit du pays, un programme destiné à empêcher l'octroi de tout crédit qui ne serait pas justifié par des besoins commerciaux, car, à ce moment, les affaires se ralentissaient et les prix baissaient. Ce programme peut se résumer comme suit:

- a) Les banques devaient s'abstenir d'accorder de nouveaux crédits qui ne seraient pas justifiés par des transactions commerciales ou industrielles parfaitement normales. Elles devaient, sauf dans des cas exceptionnels,

refuser les crédits demandés par des personnes qui n'étaient pas dans les affaires.

- b) Les banques ne devaient permettre d'utiliser les crédits d'acceptation, les crédits de trésorerie et les crédits d'escompte déjà octroyés à leurs clients:

- que dans les limites où ces crédits avaient été, en moyenne, utilisés durant les douze mois précédents (avec comme limite fin avril 1938), et
- que si les clients fournissaient la preuve que leurs besoins de crédit étaient de nature commerciale.

Le papier qui ne correspondait pas à ces conditions ne devait pas être accepté au réescompte par la Banque Nationale.

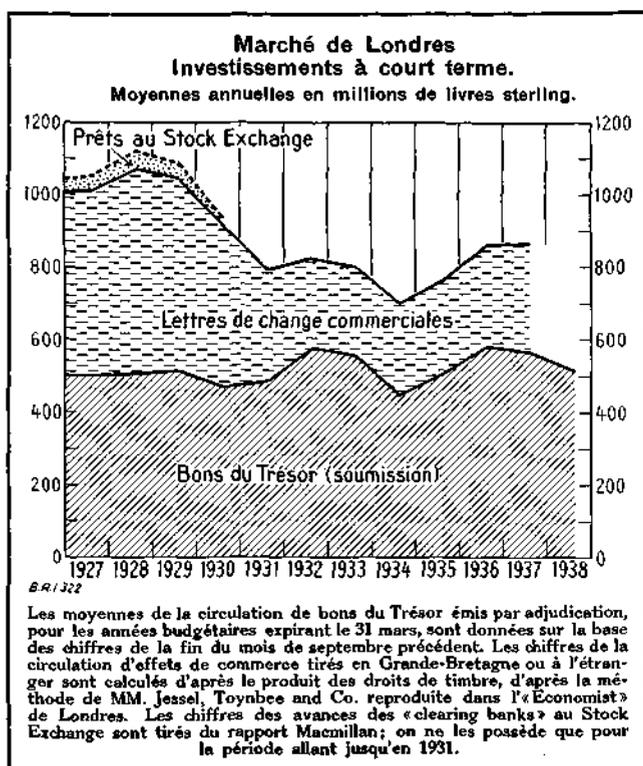
- c) Les banques devaient s'abstenir de se substituer les unes aux autres pour l'octroi de crédits.
- d) En ce qui concernait le papier tiré par des clients étrangers sur des entreprises belges, ou remis par des banques étrangères à des banques belges, les banques ne devaient l'accepter à l'escompte que sous réserve que la Banque Nationale accepterait de le réescompter.
- e) Les banques devaient s'abstenir de rembourser à leurs clients des comptes de dépôt ou d'autres comptes créditeurs avant l'échéance fixée.

La méthode de défense ainsi adoptée reposait sur deux principes fondamentaux:

1. fournir du métal jaune contre paiement comptant (en monnaie) sans limitation, mais
2. raréfier les disponibilités, c'est-à-dire rendre difficile et coûteux d'en obtenir à tous ceux qui n'en possédaient point, ce qui impliquait un relèvement du taux officiel d'escompte et une politique de contraction du crédit — ou, tout au moins, de forte résistance à une expansion de crédit à des fins spéculatives.

Après que ces mesures eurent été adoptées, l'attaque contre la monnaie cessa en quelques jours. Au bout de dix jours, les mesures de restriction du crédit furent rendues moins rigoureuses et, vingt jours après avoir été relevé, le taux de la banque fut ramené de 4 à 3%, de sorte que les légers inconvénients qui avaient pu résulter pour les affaires ordinaires de la hausse de 2 à 4% n'eurent qu'un caractère temporaire. Les répercussions des événements politiques internationaux de l'été et de l'automne empêchèrent de procéder immédiatement à un nouvel abaissement du taux, mais, en octobre 1938, ce dernier fut ramené de 3 à 2¹/₂%. Dès le 17 avril 1939, toutefois, le taux de la banque fut reporté à 4%.

Sur le marché monétaire de Londres, les conditions n'ont pratiquement pas été modifiées par les sorties considérables de capitaux et par le marasme des affaires. Dans une certaine mesure, ces facteurs se sont, en fait, compensés, la baisse des prix et la liquidation des stocks ayant libéré des fonds pour d'autres usages, tandis que les sorties de capitaux portaient sur des avoirs qui, en grande partie, étaient employés à court terme. Un facteur qui a largement contribué à empêcher des perturbations de se produire sur le marché monétaire a été, il va de soi, le mécanisme bien connu du Fonds d'égalisation des changes qui, avec le minimum d'inconvénients, a reconstitué le volume de disponibilités nécessaire aux banques. Les opérations compensatrices du Fonds expliquent, jusqu'à un certain point, que les taux de l'argent à court terme aient relativement peu varié; mais, si ces taux se sont, à Londres (comme sur certaines autres places), maintenus avec tant de persistance à un niveau peu élevé, cela a été dû à ce que les capitaux liquides ont été très abondants à un moment où la demande de fonds de la part du monde des affaires était, en général, peu active. Le taux de la Banque d'Angleterre reste fixé à 2% depuis près de sept ans. Quant au taux d'escompte des bons du Trésor, tel qu'il résulte des adjudications de ces bons, il ne s'est écarté de 1/2% que pour de courtes périodes; encore un taux aussi «élevé» n'a-t-il pu se maintenir que grâce à la coopération des maisons du marché.



Les possibilités d'emploi de fonds à court terme se sont considérablement amenuisées sur le marché monétaire de Londres, au cours des dix dernières années. Les fonds bancaires peuvent être utilisés pour financer des mouvements d'or et pour des opérations liées sur le marché des changes (swaps), mais les instruments essentiels des placements à court terme sont les «bills», en comprenant sous ce terme les lettres de change destinées à financer le commerce intérieur et extérieur et les bons destinés à financer les besoins du Trésor. Or, le

volume de «bills» a considérablement diminué, ainsi que le montre le graphique précédent.

Le volume des bons du Trésor émis par adjudication (tender bills), qui donne, en gros, une idée du volume des bons qui peuvent servir à des placements de capitaux de la part du secteur privé, a évolué autour de £ 500 millions durant ces dix dernières années, en dépit de la mise en circulation sur le marché des bons destinés à financer les acquisitions de métal jaune du Fonds d'égalisation. Le montant des bons émis pour couvrir les besoins du Trésor a donc enregistré une diminution, qui a été la conséquence d'une politique délibérée visant à maintenir dans certaines limites le volume de la dette flottante. A diverses reprises, des emprunts de consolidation ont été émis et le produit des emprunts à long terme lancés par l'Etat pour d'autres fins a été affecté tout d'abord à la réduction de la dette flottante (qui s'est remise ensuite à grossir au fur et à mesure que l'argent a été utilisé). L'accroissement qu'enregistre habituellement en automne et en hiver le volume des bons émis par adjudication (en raison du mouvement saisonnier du déficit budgétaire) n'a pas été constaté en 1938/39; de juin 1938 à mars 1939, ce volume s'est contracté rapidement, passant de £ 585 à £ 350 millions, minimum qui n'avait pas été atteint depuis la guerre. Ce fléchissement a été dû, tout d'abord, à l'émission, en juin 1938, d'un emprunt d'Etat à long terme de £ 80 millions et, ensuite, aux importantes sorties de métal jaune, dont la conservation au Fonds d'égalisation avait été jusque là financée par des bons du Trésor.

La diminution du volume des effets de commerce en circulation découle, avant tout, d'un changement à longue échéance dans les méthodes de financement. Les crédits directs ont, pour une bonne part, remplacé les effets; en outre, les firmes commerciales et industrielles financent elles-mêmes leurs opérations, au moyen de leurs capitaux propres, dans une mesure beaucoup plus grande qu'auparavant. Avant 1914, le volume des effets de commerce en circulation atteignait presque le double du chiffre actuel qui, soit dit en passant, comprend quelque £ 40 millions d'effets «gelés» en vertu d'accords de «standstill». Les avances au Stock Exchange ne constituaient qu'une très faible proportion de l'actif des «clearing banks» dans les années 20, et le total en est sans aucun doute bien inférieur, à l'heure actuelle, à ce qu'il était il y a dix ans. On ne connaît pas le total des facilités de crédit accordées au Stock Exchange ou directement consenties par les banques aux particuliers pour leur permettre la conservation de titres; il doit naturellement être très supérieur au volume des avances octroyées par les «clearing banks» aux brokers et aux courtiers.

La raréfaction des possibilités de placement à court terme coïncide avec un accroissement de la demande. Le total des dépôts des dix plus anciennes

«clearing banks» qui, en plus de leur encaisse de 10%, ont généralement quelque 20% d'avoirs à court terme, a passé de £ 1.843 millions en décembre 1928 à £ 2.172 millions en décembre 1938. Si le pourcentage théorique de 20% était appliqué rigidement, les «clearing banks» devraient détenir, soit directement, soit indirectement (par le moyen d'avances au marché de l'escompte) quelque £ 430 millions de bills en couverture de ces dépôts. On a émis l'opinion qu'il conviendrait d'accroître l'émission de bons du Trésor pour faciliter le fonctionnement du système bancaire et du marché monétaire. Mais l'existence d'une grosse dette flottante de l'État est un si grand danger, surtout en période de tension politique, qu'on peut fortement mettre en doute qu'il soit sage de procéder à cet accroissement, inutile du point de vue des besoins du Trésor. Il a déjà été nécessaire de restreindre la circulation de bons de municipalités, qui tendait à dépasser la limite considérée comme raisonnable. Alors que la banque centrale elle-même a jugé nécessaire de modifier nombre de ses coutumes traditionnelles, afin de ne pas être dépassée par les réalités, il paraît naturel que les «clearing banks» fassent preuve, dans l'observation des pourcentages qu'elles ont l'habitude d'appliquer, de la faculté d'adaptation et de la souplesse qui sont nécessaires pour permettre au système bancaire de fonctionner sans à-coup dans les conditions modernes.

En ce qui le concerne, le marché de l'escompte a, pour suppléer à l'insuffisance de son portefeuille de «bills», pris des obligations d'une échéance ne dépassant pas quelques années («shorts»). Cette pratique n'est pas nouvelle, car elle était utilisée même avant 1914, mais elle a pris une grande ampleur ces dernières années. Elle n'est pas sans comporter certains dangers, ainsi qu'il est apparu en septembre 1938, lorsque les «fonds étrangers» («outside money», c'est-à-dire les fonds avancés au marché par les établissements autres que les «clearing banks») s'étant raréfiés, les cours des obligations se sont brusquement effondrés au Stock Exchange. Dans les circonstances présentes, la disparition du marché de maisons de moindre importance a été un processus inévitable. Quant aux grosses maisons, leurs bilans montrent qu'elles ont pu, même dans les conditions défavorables de ces dernières années, conserver une marge satisfaisante de bénéfice.

De même qu'en 1937, le marché a passé le cap de la fin juin sans avoir besoin d'emprunter à la Banque d'Angleterre; mais, à la fin de décembre, il a dû, surtout en raison des conditions techniques (le dernier jour de l'année tombait, en effet, un samedi), avoir recours à l'institut d'émission dans une mesure considérable. Ces emprunts, qui, même en temps normal, lorsque l'écart entre le taux du marché et celui de la Banque est de $\frac{1}{2}$ % par exemple, ont toujours quelque peu le caractère d'une «pénalisation», sont particulièrement onéreux quand l'écart s'élève jusqu'à $1\frac{1}{2}$ %. A cet égard, il est intéressant de

noter que, l'année dernière, on a employé à Londres, dans le domaine des opérations d'«open-market», une nouvelle technique présentant une certaine similitude avec celle qui est utilisée à New-York, où la Banque de Réserve Fédérale applique, pour l'achat des acceptations de banques, un taux inférieur au taux de réescompte et très voisin de celui qui est pratiqué sur le marché. En Angleterre, ce taux n'a pas été publié, mais il a été appliqué à certains moments (et en particulier en mai 1938) par le courtier de la Banque d'Angleterre, lequel a fait savoir qu'il était prêt à acheter des «bills» à un taux voisin de celui du marché. La principale différence entre ce moyen de fournir des fonds au marché et la méthode usuelle des achats officiels de «bills» consiste en ce que l'initiative des opérations est transférée de la banque centrale aux firmes du marché qui se trouvent avoir besoin de fonds.

Le marché monétaire de New-York a, en 1938, offert le spectacle d'une aisance monétaire sans précédent, due à la combinaison d'une rapide accumulation de fonds et d'une réduction des possibilités normales d'emploi. Les excédents de réserve de l'ensemble des «member banks» se sont accrus de \$ 760 millions en raison de l'abaissement des pourcentages obligatoires appliqué en avril 1938. En second lieu, le ralentissement continu de l'activité des affaires durant le premier semestre de l'année, la baisse des prix et la liquidation des stocks en magasins se sont accompagnés d'une diminution des avances commerciales des banques, qui s'est poursuivie jusqu'en août. L'influence du vigoureux redressement de l'activité des affaires, enregistré durant le second semestre, et celle du financement saisonnier des récoltes ont été presque totalement contrebalancées par les remboursements continus d'anciennes avances, ce qui confirme que, comme on l'avait déjà constaté, les entreprises commerciales et industrielles ont généralement assez de fonds, après un recul des affaires, pour financer elles-mêmes leurs opérations pendant les premières phases de la reprise. Enfin, l'importation de près de \$ 2 milliards de métal jaune a accru tout à la fois les dépôts et les réserves des «member banks», exception faite des \$ 500 millions qui sont allés grossir le stock d'or «libre» inactif du Trésor.

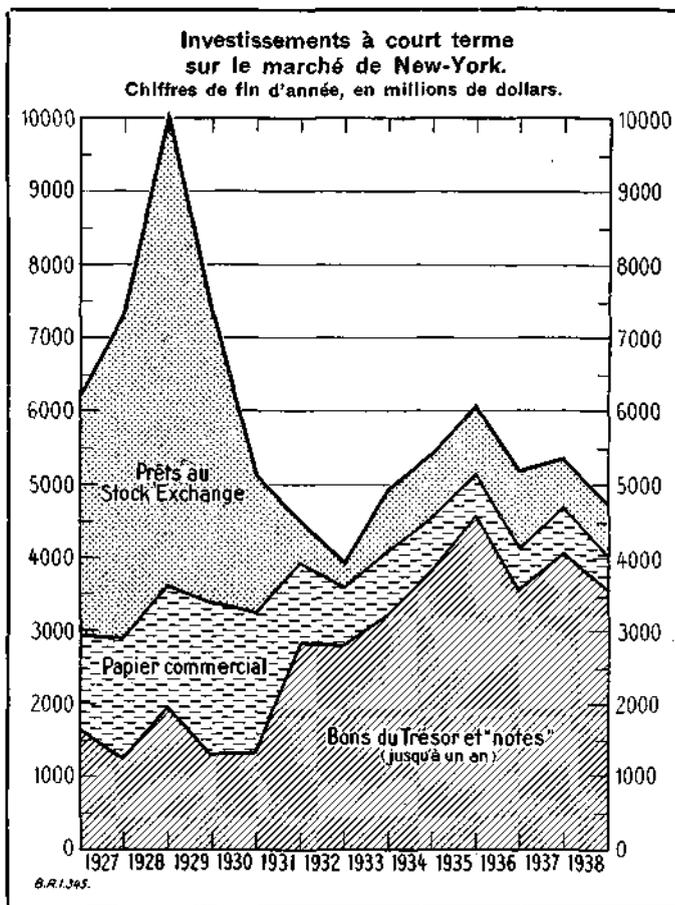
En même temps qu'augmentait le volume des disponibilités, la masse du papier propre à des placements à court terme a diminué. A New-York, comme sur tout marché monétaire, ce papier se limite à trois catégories: 1) valeurs à court terme émises par le gouvernement ou par des organismes publics; 2) effets destinés à financer le commerce intérieur ou extérieur; 3) avances à court terme au Stock Exchange. Vers la fin des années 20, les avances au Stock Exchange constituaient la majeure partie du marché monétaire de New-York, mais elles ne s'élèvent plus maintenant, en gros, qu'au dixième de leur ancien volume, qui était d'ailleurs bien plus important qu'il n'eût été souhaitable.

Quant aux acceptations de banques et autre papier commercial (englobés sous le même titre de « papier commercial », dans le graphique ci-dessous), le volume n'en est, en gros, que le quart de ce qu'il était il y a dix ans, et ce, bien qu'il se soit légèrement accru durant le boom de 1937. De même que sur les autres places, les changements qu'il est possible de noter dans les méthodes de financement du commerce — en particulier, le remplacement des effets par des crédits directs — semblent révéler une tendance à longue échéance défavorable à cette sorte de papier.

Le marché monétaire de New-York, comme tous les autres marchés du monde, en est donc venu à compter de plus en plus sur les émissions à court

terme (et à moyen terme) du gouvernement.

Bien que le graphique ci-contre ressemble à celui qui est donné pour Londres, il ne lui est pas exactement comparable. Les chiffres des avances au Stock Exchange sont très complets pour New-York, mais beaucoup moins pour Londres; d'autre part, pour New-York, on a compris les billets (« notes ») du Trésor des Etats-Unis qui ont un an, ou moins, à courir (en plus des bons du Trésor à trois mois), et la contrepartie n'existe pas dans le graphique anglais. De même que le marché de Londres a détenu des « shorts », celui de New-

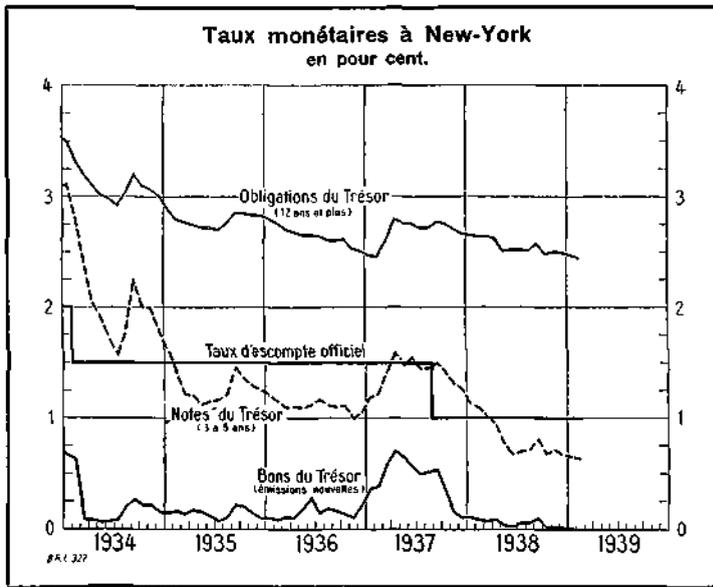


York a disposé des billets du Trésor à plus d'un an d'échéance. Le total des billets en circulation, y compris ceux à un an d'échéance ou moins, s'élevait à 8.500 millions de dollars à la fin de 1938.

La contraction du volume des billets et des bons du Trésor en 1938 a été due, en partie, à un mouvement continu de conversion de ces titres en valeurs à plus longue échéance et, en partie, à des remboursements opérés au

moyen d'or «déstérilisé», remboursements qui ont eu le double effet d'accroître les disponibilités des «member banks» et de restreindre les possibilités d'emploi des fonds. Du jeu de ces divers facteurs, il est résulté un nouvel et sensible fléchissement des taux d'intérêt — qui étaient déjà anormalement bas — et une nouvelle accumulation d'avoirs inemployés.

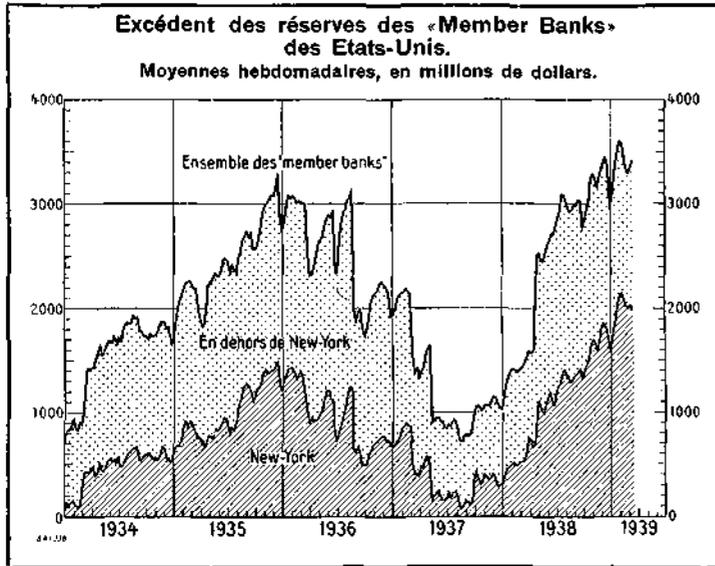
La baisse des taux d'intérêt et, en particulier, des taux à très court terme s'est poursuivie jusque vers la fin de décembre. A ce moment, les bons du Trésor cessèrent de rapporter un intérêt et, fait extraordinaire, on put en-



registrar un taux d'intérêt «négatif», non seulement pour les bons déjà en circulation, mais même pour les nouvelles émissions. Autrement dit, le Trésor n'avait pas à verser d'intérêt, et recevait même une prime. Ce phénomène a été dû, dans une certaine mesure, au désir des banques de présenter des bilans de fin d'année aussi liqui-

des que possible, mais aussi, et surtout, au fait que ces valeurs à court terme exemptes d'impôt sont très demandées aux époques pour lesquelles certaines déclarations fiscales doivent être faites au gouvernement fédéral. D'autre part, les cotations des billets («notes») du Trésor furent faussées par cette circonstance que le marché fit entrer en ligne de compte les «droits» que devaient donner les billets venant à échéance pour la souscription aux nouvelles émissions de valeurs du gouvernement. Pour certains billets du Trésor, les cotations s'élevèrent ainsi à un niveau supérieur d'un ou deux pour cent à celui qui aurait équivalu à l'absence totale d'intérêt. Cette prime fut considérée comme représentant la valeur du «droit» d'obtenir l'attribution de 100% du montant demandé lors de la souscription aux obligations ou aux billets qui seraient offerts en échange des valeurs venant à échéance.

Les fonds inemployés des «member banks», fonds qui sont constitués par leurs excédents de réserve, ont, en avril 1939, atteint un niveau record de \$4 milliards. Certaines banques de New-York ont, à certains moments, eu un volume de réserves liquides égal à 50% et plus de leurs dépôts. La con-



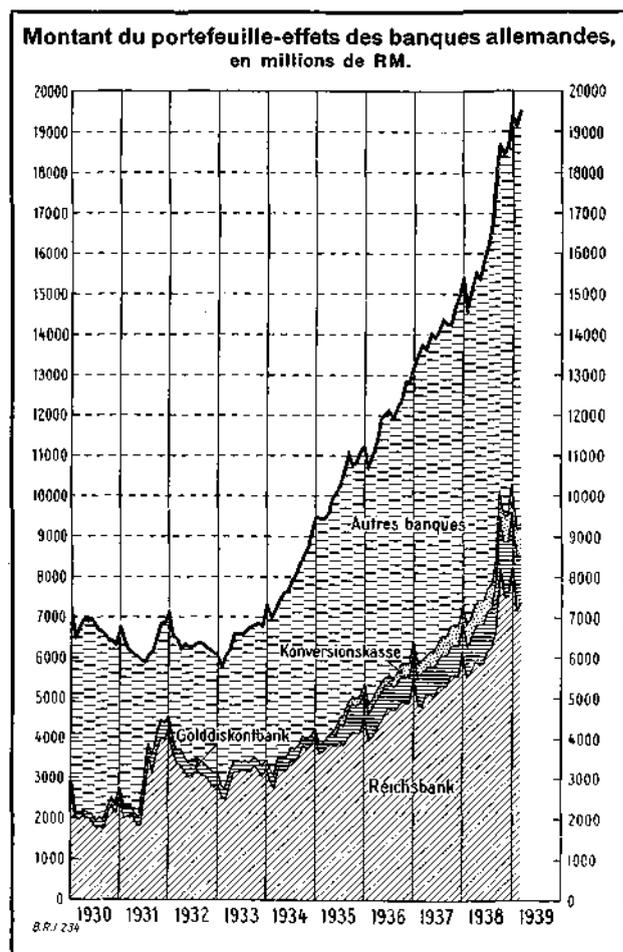
traction de la demande de fonds de la part du commerce et de l'industrie et la réduction du volume des effets à court terme du gouvernement ont eu pour conséquence que les possibilités d'emploi des disponibilités se sont extrêmement raréfiées et que ces dernières ont dû rester en grande partie inutilisées. Le système

de Réserve Fédérale lui-même a, en décembre 1938, éprouvé une certaine difficulté à remplacer les bons du Trésor de son portefeuille qui venaient à échéance. En 1938, alors que le volume de la production industrielle n'atteignait plus que les trois-quarts, et les prix de gros les quatre cinquièmes, des moyennes de 1929, les chiffres enregistrés il y a dix ans ont été, au contraire, légèrement dépassés en ce qui concerne les dépôts des «member banks», et très largement en ce qui concerne le volume de la monnaie en circulation, ce qui prouve que la vitesse de circulation de la monnaie et des dépôts s'est considérablement réduite et que leur importance respective comme moyens de paiements, s'est renversée.

En Italie, le total des crédits consentis par les banques ordinaires recevant des dépôts d'épargne à court terme est monté de 29.800 millions de lire, en juin 1937, à 32.300 millions de lire le 30 juin 1938, ce qui correspond à une augmentation de 8 $\frac{1}{2}$ %. Mais si l'on tient également compte des facilités financières accordées par certains organismes spécialisés, comme les banques agricoles et hypothécaires, on arrive à un total général de près de 43 milliards de lire en juin 1938. Les extensions de crédit de ces dernières années ont été surtout consacrées à l'application plus généralisée du programme d'autarcie et au financement saisonnier des récoltes de blé. Les 43 milliards de lire de crédit consentis en juin 1938 se répartissent comme suit: 8.700 millions de lire en faveur des opérations de récupération de terres, de l'industrie des bâtiments et des travaux publics; 6.500 millions de lire pour l'agriculture; etc. D'août 1936 à juin 1938 l'augmentation des crédits consentis par les banques recevant des dépôts d'épargne à court terme a été de 20%, soit de 5.200 millions de lire.

En Allemagne, le nouveau plan de financement des dépenses du Reich, annoncé par le président de la Reichsbank en mars 1938, visait à modérer l'ex-

pansion du volume du crédit accordé par la banque centrale et à faire en sorte que les besoins de l'État fussent couverts au moyen des recettes courantes et de l'épargne drainée par l'émission d'emprunts de l'État. Ce système a été quelque peu assoupli grâce à la possibilité qui a été donnée d'effectuer une partie du paiement des marchés sous la forme de «bons de livraisons» à six mois d'échéance qui, contrairement aux anciens effets «spéciaux», dont l'émission a pris fin



après mars 1938, ne sont pas réescomptables. Au fur et à mesure de l'échéance des effets spéciaux (comme ils étaient à six mois, ce processus a duré jusqu'en septembre 1938), ces derniers sont revenus, par le canal du système bancaire, à la Reichsbank, laquelle a été chargée de gérer ceux qui n'ont pas été remboursés et de les consolider graduellement en quelques années en les transformant en emprunts à long terme. Une partie des effets spéciaux ont été remplacés par des «effets bloqués», par une sorte de consolidation, dont le montant n'a pas été publié. Entre-temps, à partir d'avril 1938, les émissions des nouveaux bons de livraisons se sont succédées au rythme d'environ RM. 500 millions par mois. A la fin de la période de six

mois qui s'est terminée en octobre, le montant de ces bons en circulation était de RM. 3 milliards, dont RM. 2 milliards avaient été pris par les banques qui publient une situation mensuelle, ainsi qu'il ressort de leurs bilans.

Le retrait de la circulation des effets spéciaux réescomptables et leur remplacement par des bons de livraisons non réescomptables a, naturellement, soulevé des problèmes de liquidité pour le système bancaire.

Le tableau ci-après fait ressortir, d'une part, un gonflement du portefeuille-titres et, d'autre part, une augmentation du portefeuille de bons du Trésor supérieure à la diminution du montant des «effets et chèques». Ce dernier poste

Grandes banques de Berlin,
Montant de certains postes des bilans.

En millions de RM à la fin de :	Actif				Passif
	Effets et Chèques	Bons du Trésor	Titres	Avances	Dépôts, etc.
1935	1.589	613	881	3.438	6.159
1936	2.069	442	996	3.132	6.342
1937	2.620	407	998	3.012	6.781
1938	2.243	1.229	1.151	3.223	7.627

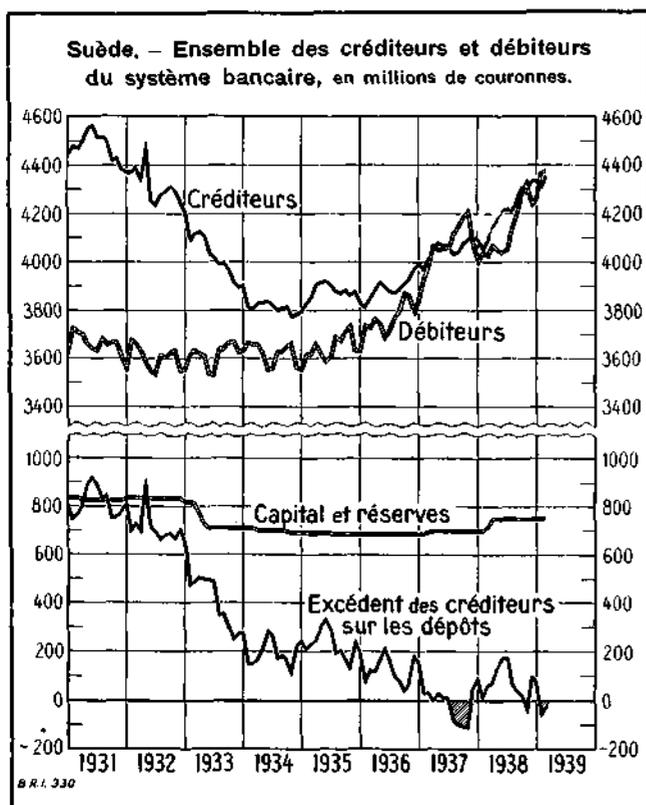
comprend les avoirs de «Solawechsel» réescomptables émis par la Golddiskontbank (c'est-à-dire des effets réescomptables à trois mois, à une seule signature, émis par cette banque pour absorber les disponibilités du marché, celles-ci lui servant ensuite à racheter une partie du portefeuille-effets de la Reichsbank). Autrefois, la circulation de «Solawechsel» fournissait de bonnes indications sur le degré de facilité qui régnait sur le marché monétaire; mais, durant le second semestre de 1938, les «Solawechsel» ont été demandés par les banques en tant qu'avoir rapidement mobilisable, et il s'est produit un accroissement de l'émission parallèlement à une diminution de la liquidité des banques à d'autres égards. Pour la première fois depuis un certain nombre d'années, on a noté une expansion des avances commerciales des banques qui, bien qu'elle n'ait pris que des proportions relativement minimes, est significative, car elle indique un revirement de la tendance. Si les entreprises qui bénéficient de marchés de l'Etat disposent de fonds liquides suffisants, les autres firmes ont vu, ces derniers temps, leur liquidité fléchir quelque peu et s'adressent aux banques pour obtenir des fonds de roulement. D'autres raisons de la demande d'avances résident dans les besoins qu'ont entraînés les changements de propriétaires d'entreprises privées, en raison de l'aryanisation des firmes israélites.

En vertu d'un nouveau plan financier rendu public en mars 1939, il ne doit plus être émis de bons de livraison après avril 1939: à partir du 2 mai 1939, les paiements seront effectués partie en espèces et partie en certificats d'impôts. Ce système s'appliquera d'abord aux entrepreneurs travaillant pour le Reich, les Etats, les municipalités, les groupements de municipalités, les chemins de fer du Reich, les routes et l'administration postale, cette énumération n'étant d'ailleurs pas limitative, et le Ministre des Finances ayant le droit d'allonger cette liste. Soixante pour cent seront payés en espèces et les quarante pour cent restants, par parties égales, en certificats d'impôts de deux catégories. Ces certificats ont été investis d'un pouvoir libérateur limité, en ce sens que leurs détenteurs peuvent les remettre en paiement, à concurrence de 40%, à des sous-entrepreneurs ou à des fournisseurs travaillant directement ou indirectement pour le Reich. Les certificats de la première catégorie peuvent, au bout

de six mois, être employés pour leur valeur nominale au paiement d'impôts, mais sont également susceptibles d'être gardés comme placement par les détenteurs au delà de leur échéance de six mois; dans ce cas, ils comportent certains privilèges pour les paiements d'impôts à venir. Les certificats de la seconde catégorie ne peuvent être remis en règlement d'impôts qu'au bout de trois ans, et sont alors repris à 112% de leur nominal; mais, avant l'expiration de ce délai, ils peuvent servir de nantissement pour l'obtention d'avances auprès des banques (la Reichsbank y comprise). Comme le Reich doit seul profiter des facilités de financement que comporte le système des certificats d'impôts, les Etats, municipalités et collectivités publiques ci-dessus mentionnés doivent lui acheter, contre paiement en espèces, les certificats d'impôts qu'ils mettent en circulation. En mars 1939, il a été également annoncé qu'à l'avenir on n'émettrait plus qu'exceptionnellement des emprunts à long terme du Reich, afin de favoriser le développement des émissions privées.

En Suisse, en Hollande et en Suède, les marchés monétaires ont continué de présenter une liquidité anormale; les sorties de fonds qui se sont produites temporairement n'ont, en pratique, pas eu d'effet sur les taux monétaires en raison du volume exceptionnellement élevé de disponibilités dont dispose, dans ces pays, le système bancaire. Le taux officiel d'escompte demeure, en Suisse, le plus bas d'Europe, à 1½%, niveau auquel il se tient depuis novembre 1936. Le taux d'escompte du marché reste inchangé à 1% et, à Zurich, le taux de l'argent à vue, qui avait été de 1% en 1937 et en 1938, a fléchi à ½% en janvier 1939. Le montant des dépôts à vue de la Banque Nationale, qui reflète les conditions du marché monétaire, a, au début de 1938, dépassé 2 milliards de francs suisses, chiffre vingt fois supérieur à la moyenne des années plus normales de la période antérieure à 1930. De même, en Hollande, où le taux officiel est resté inchangé à 2% depuis décembre 1936, le taux d'escompte du marché s'est maintenu, pendant toute l'année 1938, à ⅛%, abstraction faite d'une pointe temporaire en septembre. Les avances sur titres à 1 mois à la bourse se sont faites au taux de ½%, contre un taux moyen de ¾% en 1937 et de près de 2% en 1936. Les disponibilités à la Banque Néerlandaise restent très importantes et il a été peu fait appel au réescompte, même en septembre 1938. En mars et avril 1939, les taux se sont quelque peu tendus sous l'influence de l'évolution politique internationale.

En Suède, où il n'existe pratiquement pas de marché monétaire en dehors des banques, les bilans des banques elles-mêmes donnent une très nette idée de la situation. Avant 1932, le total des crédits octroyés par les banques commerciales était supérieur aux dépôts d'un montant égal, en gros, au capital et aux réserves de ces dernières (voir graphique ci-après). Cet excédent des crédits s'est rapidement amenuisé au cours des années suivantes et, en 1937, on a,



pour la première fois dans l'histoire bancaire de la Suède, pu noter un excédent des dépôts. L'augmentation du volume des fonds déposés a eu pour contrepartie un accroissement considérable des disponibilités accumulées par les banques commerciales auprès de la Riksbank. Les conditions n'ont pas beaucoup changé en 1938; toutefois, les banques ont continué de trouver certaines occasions de consentir des crédits, en particulier des crédits hypothécaires.

Ailleurs, en Europe, il y a eu, en général, peu de changement par rapport

aux années précédentes, ou tout au plus une certaine tendance à une facilité monétaire encore accrue, aussi bien dans les pays dont le marché est protégé contre les influences extérieures par des restrictions de change que dans ceux dont la monnaie est restée libre.

La Banque Centrale de Turquie a ramené, le 1^{er} juillet 1938, son taux à 4%, de 5½%, niveau auquel il était resté fixé depuis mars 1933.

Au Japon, le taux officiel d'escompte est resté inchangé, mais la Banque du Japon a instauré un système d'admission à l'escompte de certaines catégories d'effets, non encore négociés, contre dépôt en garantie d'obligations de sociétés; elle a aussi abaissé plusieurs de ses taux d'avances sur diverses sortes d'obligations et elle a pris un certain nombre de mesures en vue de favoriser le développement du marché financier.

Dans les pays d'outre-mer où l'agriculture joue un rôle prédominant, comme l'Australie, la Nouvelle-Zélande, l'Argentine et l'Inde, la baisse des prix des produits exportés et le déficit qu'a présenté, en conséquence, la balance courante des paiements extérieurs, ont naturellement engendré un resserrement relatif sur le marché monétaire. En Argentine, malgré la liquidité du marché, liquidité renforcée par l'important solde actif de la balance des paiements pour 1936/37, la Banque Centrale était restée maîtresse de la situation grâce à sa politique



d'absorption de l'excédent de fonds bancaires. En 1938, la tendance s'étant renversée, le volume des titres placés sur le marché a diminué, ainsi qu'il apparaît au graphique ci-contre. En Australie et dans l'Inde, le changement des conditions s'est traduit par le fait qu'une certaine pression s'est exercée sur l'encaisse des banques commerciales et que le volume du crédit intérieur accordé par la banque

centrale a eu tendance à s'accroître, sans qu'il ait été nécessaire, toutefois, de relever le taux d'escompte.

En Nouvelle-Zélande, le revirement a eu un caractère plus grave. Depuis quelques années, le gouvernement menait une politique expansionniste, dont les conséquences finales s'étaient estompées grâce aux conditions favorables qui avaient prévalu temporairement. Les prix des produits exportés n'avaient cessé de s'élever de 1934 à la fin de 1937, enregistrant au total quelque 50% de hausse, et le pays avait pu se constituer une très importante réserve de sterling en 1933. L'évolution du montant des avances consenties par la Banque de Réserve au gouvernement (dans une certaine mesure, à l'occasion de la mise en vigueur de systèmes d'organisation des ventes) permet de se faire une idée de cette expansion: de zéro, à la fin de 1935, et de 7 millions de livres néo-zélandaises en 1936 et en 1937, ces avances passèrent, en effet, à 16 millions à la fin de 1938 et à 20 millions en mars 1939. Dans le même temps, le rapport des avances aux dépôts s'éleva, pour les banques commerciales, de 70%, chiffre habituel, à 82 $\frac{1}{2}$ %, en décembre 1937, et à 92 $\frac{1}{2}$ %, en décembre 1938. A partir de la fin de 1937, le produit des exportations se mit à diminuer à mesure que les prix fléchissaient, mais le montant des importations resta pratiquement inchangé. Le solde actif de la balance commerciale se réduisit au point de ne plus suffire à couvrir les postes invisibles de la balance des comptes. De surcroît, il se produisit des exportations de capitaux. En conséquence, le stock de livres sterling de la Banque de Réserve fléchit de plus de 18 millions de livres néo-zélandaises en juin à 4,5 millions en décembre 1938. Dans ces conditions, il fallut agir vigoureusement pour maintenir le change et arrêter l'inflation. On mit en vigueur des mesures de contrôle des changes, et la Banque de Réserve

releva son taux d'escompte de 2 à 4% en novembre. Cependant, les banques commerciales n'ont pas été forcées d'emprunter à la banque centrale; en fait, elles ont eu assez de livres sterling pour se procurer toutes les disponibilités en monnaie nationale qui leur ont été nécessaires à certains moments. Elles doivent avoir une réserve liquide de 7% au minimum à la Banque de Réserve qui peut imposer un pourcentage plus élevé. Mais le problème n'est pas de restreindre le volume des emprunts des particuliers ou des banques auprès de la Banque de Réserve; il est nécessaire de provoquer une contraction du volume des avances directes au gouvernement.

Les relèvements de taux officiels d'escompte auxquels il a été procédé ces dernières années ont eu un caractère exceptionnel, et le bon marché de l'argent reste la règle générale sur les divers marchés. On constate la même tendance, sous réserve de certaines exceptions, en ce qui concerne les taux d'intérêt à long terme, en dépit du volume croissant des emprunts lancés par les Etats pour financer leurs armements et d'autres dépenses exceptionnelles. En raison du fait que, dans un certain nombre de pays, les banques commerciales ont un portefeuille considérable de titres d'Etat et tendent, en outre, à développer leurs prêts hypothécaires, une relation plus étroite est en voie de s'établir entre les marchés de l'argent et les marchés des capitaux.

2. MARCHÉS DES CAPITAUX ET TAUX D'INTÉRÊT A LONG TERME.

Nulle part, les emprunts et les dépenses de l'Etat n'ont été plus grands qu'aux Etats-Unis où le budget présente, depuis 1930, un déficit très important. Le programme de dépenses, qui avait pris des proportions un peu plus modestes en 1936/37, s'est de nouveau accru en 1938, ainsi que le montre le tableau ci-après, qui donne l'évolution du budget et de la situation de caisse du Trésor aux Etats-Unis:

Les colonnes 1 et 2 donnent les chiffres des recettes et des dépenses budgétaires tels qu'ils sont publiés; la colonne 3, celui du déficit comptable qui en ressort. Dans la colonne 4 sont portés les mouvements nets de divers fonds extra-budgétaires qui influent sur la situation de caisse du Trésor. En 1936, l'encaissement des obligations du «bonus» aux anciens combattants et, à partir de 1937, les opérations des «comptes de trust» du Trésor (en particulier ceux qui ont trait au fonctionnement du système de «sécurité sociale») ont fortement influé sur les chiffres de cette colonne. Les fonds automatiquement renouvelables de certains offices du gouvernement fédéral y sont également inclus et ont pris une importance spéciale à partir de 1938; au cours, notamment, du troisième trimestre 1938, il a été reçu, pour le compte de la «Reconstruction Finance Corporation» 200 millions de dollars, qui cons-

Etats-Unis — Budget et situation de caisse du Trésor 1936—39.

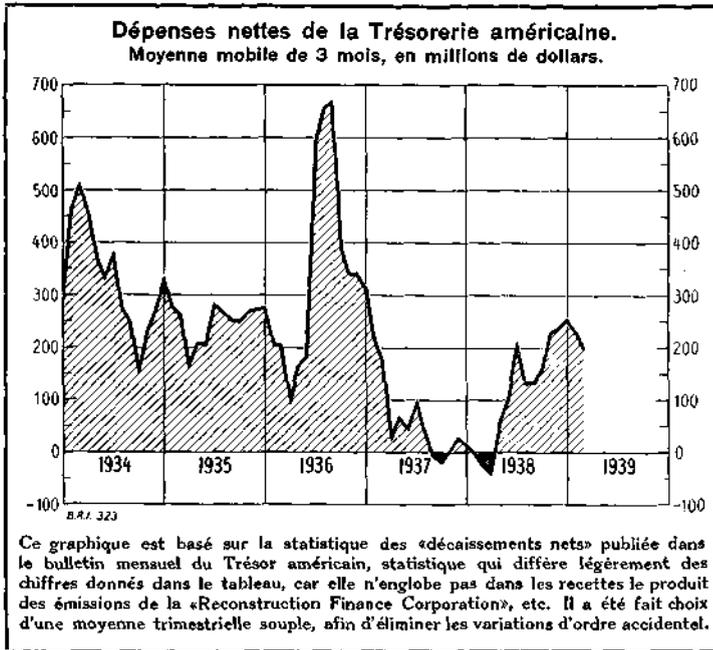
Montants trimestriels en millions de dollars	Budget			Excédent net de recettes ou de dépenses à d'autres titres	Besoins totaux d'argent liquide du Trésor (—)	Mode de financement des besoins du Trésor	
	Re- cettes	Dé- penses	Déficit			Variations du volume de la dette directe offerte au public, aug- mentation (+)	Variations du solde du Fonds général, augmenta- tion (—)
1936 3 ^{ème} trimestre	1.136	1.907	— 771	— 256	— 1.027	+ 533	+ 494
4 ^{ème} »	1.022	1.956	— 934	— 15	— 949	+ 667	+ 282
1937 1 ^{er} »	1.570	1.987	— 417	+ 112	— 305	+ 225	+ 80
2 ^{ème} »	1.565	2.592	— 1.027	+ 742	— 285	+ 1.013	— 728
3 ^{ème} »	1.651	1.912	— 261	+ 424	(+ 163)*	+ 143	— 306
4 ^{ème} »	1.526	1.778	— 252	+ 225	— 27	+ 140	— 113
1938 1 ^{er} »	1.643	1.796	— 153	+ 307	(+ 154)*	+ 14	— 168
2 ^{ème} »	1.422	2.140	— 718	+ 363	— 355	— 569	+ 924
3 ^{ème} »	1.509	2.196	— 687	+ 420	— 267	+ 1.030	— 763
4 ^{ème} »	1.418	2.308	— 890	+ 161	— 729	+ 834	— 105
1939 1 ^{er} »	1.463	2.225	— 762	+ 816	(+ 54)*	+ 252	— 306

*) Excédent de recettes en espèces.

tituaient le produit de nouvelles émissions lancées sur le marché. Dans le premier trimestre de 1939, 480 millions de dollars ont été versés au compte courant du Trésor sur le produit des émissions de la «Reconstruction Finance Corporation», de la «United States Housing Authority» et de la «Federal National Mortgage Association». A la fin de février 1939, le Trésor disposait de soldes créditeurs de 2.700 millions de dollars contre 1.200 millions un an auparavant.

Le déficit budgétaire et les mouvements des fonds extra-budgétaires ont comme résultante un déficit (ou un excédent) de caisse du Trésor, déficit qui doit être couvert par l'émission de titres sur le marché ou par des mouvements du Fonds général. En raison de la politique de stérilisation de l'or suivie en 1937, le montant des valeurs offertes au public s'est accru, comme le montre le tableau, plus fortement qu'il n'était nécessaire pour couvrir les besoins d'argent liquide du Trésor, ce qui a entraîné un accroissement correspondant (sous forme d'or) du montant des disponibilités du «Fonds général». La politique de déstérilisation a eu pour effet un mouvement contraire, qui a été particulièrement important durant le second trimestre de 1938.

Le déficit de caisse avait pratiquement disparu à partir du troisième trimestre de 1937 jusqu'au premier trimestre de 1938. En fait, durant la période de douze mois qui prit fin en mars 1938, les besoins du Trésor avaient été entièrement couverts par les recettes en espèces. A partir du second trimestre de 1938, les dépenses budgétaires ont été en s'accroissant, tandis que les recettes diminuaient, et, en



faits à l'occasion des emprunts des Offices du Gouvernement fédéral plus haut mentionnés. Les diverses phases de la politique de grandes dépenses apparaissent nettement sur le graphique ci-dessus, qui retrace l'évolution du déficit de caisse moyen et en fait ressortir la diminution du début de 1934 au printemps de 1938 (la dépression de 1936 reflétant le paiement du « bonus » aux vétérans), puis l'augmentation en 1938/39.

Chiffres trimestriels	Dépenses engagées pour favoriser la reprise des affaires et pour lutter contre le chômage		
	W. P. A.	Autres dépenses	Total
	en millions de dollars		
1936			
3 ^{ème} trimestre	479	356	835
4 ^{ème} " "	541	322	863
1937			
1 ^{er} " "	448	248	696
2 ^{ème} " "	428	258	686
3 ^{ème} " "	334	198	532
4 ^{ème} " "	316	184	500
1938			
1 ^{er} " "	353	143	496
2 ^{ème} " "	471	251	722
3 ^{ème} " "	559	136	695
4 ^{ème} " "	621	197	818
1939			
1 ^{er} " "	546	266	812

conséquence, le déficit de caisse a augmenté. Les besoins d'argent liquide du Trésor sont passés de \$150 millions, pour les neuf derniers mois de 1937, à \$1.350 millions, pour la période correspondante de 1938. Toutefois, on a enregistré de nouveau, au cours du premier trimestre de 1939, un excédent net de disponibilités, dû aux importants versements

La persistance du déficit dépend essentiellement des dépenses engagées pour favoriser la reprise des affaires et pour lutter contre le chômage, dépenses dans lesquelles la « Works Progress Association » (W.P.A.) joue un rôle prépondérant, comme le montre le tableau ci-contre. Le programme d'expansion économique établi en 1938 comportait une autorisa-

tion de prêts de 1.500 millions de dollars, donnée par la «Reconstruction Finance Corporation». Bien que l'émission d'obligations garanties par l'Etat ait apporté 520 millions de dollars, aucune augmentation des prêts de la R. F. C. ne s'est produite, à l'encontre des prévisions. Le 1^{er} avril 1939, la «Reconstruction Finance Corporation» a réduit de 5 à 4 % le taux de ses prêts aux entreprises industrielles et commerciales.

En 1938, le Trésor a continué à transformer la dette fédérale en dette à long terme.

Dette fédérale portant intérêt (dette directe).

En millions de dollars, à la fin de l'année	1936	1937	1938	Changement intervenu de 1937 à 1938
Valeurs émises par souscription publique :				
Obligations	20.006	21.519	25.525	+ 4.006
Billets et bons	12.492	12.499	9.802	- 2.697
Total	32.498	34.018	35.327	+ 1.309
Valeurs d'offices gouvernemen- taux et de fonds de trust, etc.	1.203	2.691	3.572	+ 881
Total	33.701	36.709	38.899	+ 2.190

Bien que le total de la dette ait augmenté, moins de 40% de valeurs fédérales émises par souscription publique viennent maintenant à échéance dans un délai inférieur à cinq ans (au lieu de 60% et plus, il y a un ou deux ans), et 15% viennent à échéance dans plus de quinze ans. Il n'y a plus, comme c'était le cas auparavant, d'année où un montant considérable de valeurs viennent à échéance ou peuvent être appelées au remboursement. Cette amélioration de la composition de la dette s'est accompagnée d'une réduction du taux d'intérêt moyen, qui est passé d'environ 3³/₄% en 1930, à 3% en 1934 et à 2¹/₂% au moment présent, en liaison avec la baisse sensible et générale du loyer de l'argent intervenue durant cette période.

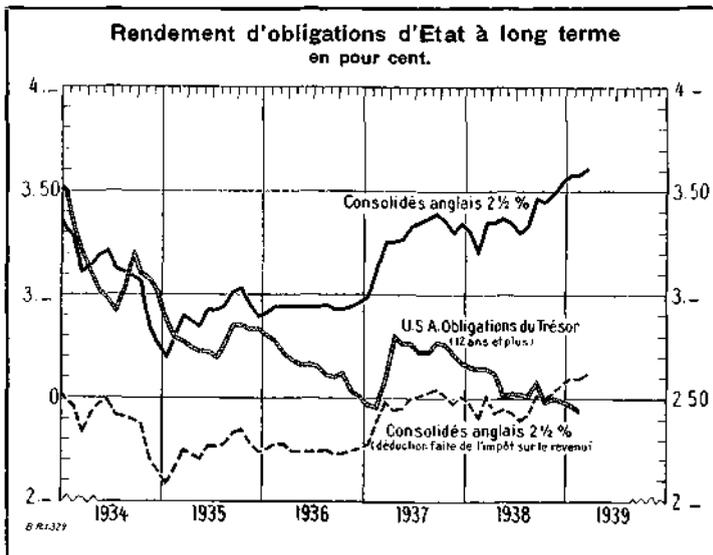
Cependant, le fléchissement des taux d'intérêt à long terme n'a pas eu, sur les émissions privées de capitaux, l'effet stimulant qu'on eût peut-être pu espérer ou même prévoir. Le total des nouvelles émissions de sociétés américaines, qui s'était élevé à quelque \$5 milliards par an vers la fin des années 20, a fléchi au-dessous de \$200 millions en 1933/34 et, après être remonté à \$1.200 millions en 1936 et en 1937, est retombé à \$850 millions en 1938. L'arrêt apparent de l'afflux des capitaux frais dans les entreprises privées est l'un des phénomènes les plus frappants de ces quelques dernières années. Il est vrai que les emprunteurs s'efforcent souvent de placer directement des

titres par contrat privé, sans passer par le marché régulier des émissions, afin d'éviter les frais qu'entraînent une émission publique et le contrôle de la «Securities and Exchange Commission». En outre, les banques commerciales ont l'autorisation de consentir des prêts pour une durée de cinq à dix ans.

Tout en reconnaissant que ces facteurs ont, ces dernières années, pris une importance croissante, on ne peut guère mettre en doute que la mesure dans laquelle les entreprises privées utilisent de façon productive les capitaux frais n'est plus qu'une fraction de ce qu'elle était il y a dix ans. Ce phénomène est, sans aucun doute, dû au fait que la production américaine n'a même pas pu remonter au niveau de 1929. Mais d'autres facteurs paraissent avoir également joué un rôle. Les épargnes réalisées sur les gros revenus — lesquels ont, d'ailleurs, considérablement diminué depuis dix ans — tendent, pour des raisons fiscales, à s'investir en valeurs exemptes d'impôt. D'autre part, une proportion importante et croissante des épargnes plus modestes — par exemple, celles qui sont drainées par les Caisses d'épargne postales et par les fonds de «sécurité sociale» — est canalisée directement vers le marché des valeurs fédérales. Des estimations publiées par la Banque de Réserve Fédérale de New-York dans son dernier rapport annuel, il ressort que, pour les cinq dernières années, les placements par ces intermédiaires, en obligations directes du gouvernement fédéral ou en valeurs entièrement garanties par lui, se sont élevés à 17 milliards de dollars environ (en comprenant dans ce chiffre les placements effectués par l'intermédiaire des banques commerciales). Dans le même temps, les placements, en valeurs d'entreprises commerciales et industrielles, de capitaux provenant de ces diverses sources (y compris les banques) n'ont accusé qu'un accroissement net de \$1.100 millions environ. L'augmentation considérable du portefeuille de valeurs commerciales et industrielles des compagnies d'assurance sur la vie a été contrebalancée dans une certaine mesure par des contractions des portefeuilles de valeurs de cette sorte dans d'autres établissements. Il est à remarquer que ces portefeuilles de valeurs de sociétés sont surtout composés de titres de premier choix. Encore ces portefeuilles, quand ils comportaient des titres de sociétés, n'étaient-ils composés que d'obligations de premier ordre. Aucune institution n'investit un montant appréciable de ses capitaux en actions ou en obligations de qualité inférieure; d'ailleurs, dans la plupart des cas, cela est interdit par la loi.

En Grande-Bretagne, on constate également, quoique dans une moindre mesure qu'aux Etats-Unis, une diminution des émissions directes sur le marché. En 1938, le volume de ces émissions a été de £52 millions, contre une moyenne de £85 millions en 1935—37 et de £165 millions — chiffre exceptionnellement élevé — en 1928. Ces dernières années, les entreprises ont eu de plus en plus tendance à se procurer des capitaux par des moyens autres

que l'émission directe de titres sur le marché. La statistique, établie par l'«Economist» de Londres, des émissions d'entreprises commerciales et industrielles britanniques (y compris les introductions au Stock Exchange, etc.), donne, pour 1938, un chiffre de £110 millions, contre une moyenne de £230 millions en 1935—37. (On ne connaît pas le chiffre de 1928.) Cette raréfaction des émissions privées ne peut guère être imputée à une monopolisation du marché par le gouvernement. La dette publique intérieure de la Grande-Bretagne a été ramenée de £6.600 millions, en 1920, à £6.340 millions en 1932 et, en mars 1939, elle n'était plus que de £6.560 millions (abstraction faite des £575 millions de bons émis pour le Fonds d'égalisation des changes, bons en contrepartie desquels ce dernier possède un montant correspondant d'actifs divers). Il est vrai que les émissions destinées à procurer de l'argent frais au gouvernement britannique paraissent devoir augmenter considérablement dans un avenir rapproché en raison de l'exécution du programme de réarmement. La forte contraction des paiements d'arrérages du gouvernement — dont le montant a fléchi de £307 millions en 1929/30 à £211 millions en 1936/37 — a été due, pour une grande part, à la conversion du War Loan 5⁰/₁₀ en 1932. A ce moment, quelque £2 milliards d'obligations de la dette publique ont été «consolidées» c'est-à-dire transformées en titres remboursables uniquement au choix du Trésor et non à celui des porteurs. Mentionnons en passant que plus de la moitié de la dette intérieure nette est consolidée de cette façon. Le montant des intérêts de la dette nationale et des frais de gestion y relatifs s'est élevé à £217 millions dans l'année 1938/39.



Le graphique ci-contre montre l'évolution du rendement des «Consolidés» au cours des quatre dernières années, avec indication du rendement brut et du rendement net, déduction faite de l'impôt sur le revenu calculé au taux moyen.

Afin de permettre la comparaison avec la tendance des taux d'intérêt aux

Etats-Unis, nous donnons également l'évolution du rendement moyen de toutes les obligations du Trésor américain qui ont plus de douze ans à courir (obli-

gations qui jouissent d'importantes exemptions fiscales). Comparer les rendements réels est assez difficile et peut induire en erreur, mais il est facile de comparer les tendances. Les mouvements parallèles observés à l'automne de 1935 et au début de 1937 n'ont pas duré. Depuis quatre ans, les « variations de longue durée » sont de sens contraire. Le tableau ci-dessous permet de se rendre compte de l'ampleur des achats ou des ventes de titres effectués par les « clearing banks » de Londres au cours des huit dernières années. Leurs opérations ont sans nul doute contribué à accélérer les effets des mouvements naturels.

Dix « clearing banks » de
Londres
Portefeuille-titres
(en millions de livres)

Fin de l'année	Montant du portefeuille-titres	Changement pour l'année
1931	297	+ 12
1932	472	+ 175
1933	565	+ 93
1934	594	+ 29
1935	605	+ 11
1936	630	+ 25
1937	605	- 25
1938	606	+ 1

Une indication intéressante sur la différence de perméabilité des diverses parties du système économique aux changements des taux d'intérêt est fournie indirectement par deux modifications de taux significatives et de sens opposés qui sont intervenues durant l'exercice. Alors que le rendement des fonds britanniques s'abaissait de 5%, en 1931, à 2³/₄%, en janvier 1935, les compagnies d'assurance sur la vie maintinrent en général inchangées leurs primes pour les nouveaux contrats. (Elles y furent, d'ailleurs, aidées dans une certaine mesure par l'abaissement de la mortalité.) Mais le fléchissement de l'intérêt rapporté par

les placements des compagnies d'assurance doit naturellement exercer son influence, et, à partir de janvier 1939 (c'est-à-dire quatre ans après que la baisse des taux d'intérêt avait cessé et fait place à un mouvement contraire), un groupe de grandes compagnies d'assurance sur la vie a décidé de relever les primes pour les nouveaux contrats d'assurance sans participation aux bénéficiaires, la hausse étant, en général, d'un peu moins de 5% des anciens taux. Alors que les compagnies d'assurance se trouvent dans la nécessité de prendre en considération le fait que les taux d'intérêt sont relativement bas, les sociétés de construction sont déjà affectées par la hausse qui s'est produite récemment. Plusieurs compagnies importantes ont relevé de 3 à 3¹/₂% le taux d'intérêt servi aux dépôts exempts d'impôt ou « parts », et, dans certains cas, on a relevé les limites des avoirs individuels. Mais les sociétés de construction atteignent peu à peu le stade où elles n'auront plus besoin de nouveaux fonds, car le volume des remboursements d'anciennes avances s'accroît et se rapproche de celui des nouvelles avances consenties. Cette tendance vers l'équilibre soulève la question de savoir quels débouchés trouveront les épargnes qui, précédemment, étaient absorbées par le développement de l'industrie du bâtiment. Certes, dans les cir-

constances anormales que nous traversons actuellement, l'augmentation des emprunts de l'Etat peut constituer, à cet égard, un facteur d'un grand poids. Mais il n'est pas déplacé de mentionner ici le rôle que peuvent jouer les « investment trusts » et, en particulier, les « unit trusts », dont l'importance s'est accrue ces dernières années. Depuis quelque huit ans que ce mouvement a débuté, les ventes « d'unités » ont, pour quelque soixante-dix trusts, dépassé £80 millions. Ces établissements, qui donnent à un public d'épargnants relativement modestes la possibilité dont, seuls, disposaient autrefois les gros capitalistes, de « répartir les risques », sont particulièrement intéressants en ce sens qu'ils servent à canaliser la petite épargne vers les placements en actions. Cette idée, d'origine américaine, pourrait, si elle était largement appliquée aux Etats-Unis, contribuer à orienter vers d'autres placements une partie de l'énorme masse de petites épargnes qui, actuellement, dans ce pays, s'investit automatiquement en obligations du gouvernement fédéral.

En Allemagne, le marché des capitaux a, ces dernières années, été réservé presque exclusivement aux émissions de valeurs à long terme du Reich.

Dette intérieure du Reich¹⁾
(en millions de reichsmarks)

A la fin de l'année	Dette à long et à moyen terme	Dette à court terme	Total
1932	2.666	1.391	4.057
1933	3.555	1.750	5.305
1934	3.684	2.273	5.957
1935	5.773	2.856	8.629
1936	7.717	2.441	10.157
1937	10.344	2.388	12.732
1938	17.588	5.013	22.601

¹⁾ Seule est comprise la dette contractée après 1924.

On trouvera dans le tableau ci-contre les chiffres de la dette tels qu'ils ont été publiés.

L'augmentation de près de RM. 10 milliards du total de la dette en 1938 a été due pour plus d'un quart à l'accroissement de la dette à court terme. C'est la conséquence de l'émission, depuis avril 1938, des « bons

de livraison » prévus dans le programme annoncé par le Président de la Reichsbank en mars 1938.

Les effets spéciaux réescomptables émis avant mars 1938 ne sont pas compris dans les statistiques officielles de la dette publique non plus, par conséquent, que dans le tableau ci-dessus. Il en résulte que, par rapport aux années précédentes, l'accélération du rythme d'augmentation de la dette n'a pas été, en 1938, aussi rapide que le donneraient à croire les chiffres publiés. Les émissions d'emprunts à long terme du Reich ont, l'année dernière, atteint des proportions inconnues jusque-là. Elles ont compris trois émissions d'obligations 4½ % du Trésor du Reich (remboursables dans 18 ou 20 ans) pour un total de RM. 5.200 millions, plus une quatrième émission de RM. 1.500 millions mise en souscription publique à la fin de novembre 1938 (et sur lesquels RM. 1.170

millions avaient déjà été reçus à la fin de décembre). En outre, un emprunt du Reich à 27 ans, d'un montant de 1.580 millions, a, pendant l'année, été placé directement auprès des compagnies d'assurance et d'autres institutions. Au total, pour l'année 1938, les émissions à long terme du Reich ont atteint près de 8 milliards de reichsmarks, soit plus de la moitié du montant (RM. 15.500 millions) émis durant les quatre années 1935—38.

Dans ces conditions, le niveau du taux d'intérêt à long terme a été conditionné par les obligations 4½% du gouvernement émises légèrement au-dessous du pair. Cependant, durant l'année, il s'est produit en bourse un fléchissement des cours des valeurs industrielles à revenu fixe et à revenu variable qui a eu pour effet de porter le rendement de ces valeurs à environ 5%. Les banques se sont, naturellement, employées de façon active à placer les importantes émissions du Reich et, ces dernières années, leur propre portefeuille-titres s'est sensiblement accru.

Portefeuilles-titres des banques allemandes

En millions de reichsmarks à la fin de l'année	1935	1936	1937	1938
Reichsbank	664	524	392	854
Golddiskontbank	302	266	288	203 *
Grandes banques de Berlin . .	881	996	998	1.151
Autres banques dont les bilans mensuels sont publiés	1.054	1.195	1.414	1.641 *
Girozentralen	970	942	1.031	1.375 *
Caisses d'épargne	3.649	4.326	5.231	6.860
Total	7.520	8.249	9.354	12.084

*) Chiffres de fin novembre.

L'accroissement du portefeuille-titres de la Reichsbank résulte, dans la mesure de quelque RM. 400 millions en 1938, d'un arrangement pris lorsque l'institut d'émission allemand a absorbé la Banque Nationale d'Autriche.

De gros portefeuilles de valeurs du Reich sont également en la possession des compagnies d'assurance et d'autres institutions similaires. Quant à la dette des Etats, des municipalités et des communes, elle ne cesse de diminuer depuis 1933. Il est recommandé à toutes les collectivités publiques, non seulement d'observer la plus stricte économie, mais aussi de constituer des réserves investies en titres d'emprunt du Reich. (Pour commencer, elles ont absorbé directement plusieurs centaines de millions de reichsmarks de l'emprunt d'octobre 1938.) Il est à noter, à cet égard, que le montant des recettes tirées de l'impôt par le Reich a considérablement grossi ces dernières années et qu'il est estimé à RM. 17 milliards pour l'exercice 1938/39, contre RM. 14 milliards pour

l'exercice 1937/38 et moins de RM. 7 milliards pour chacun des exercices 1932/33 et 1933/34.

Devant l'ampleur extraordinaire des besoins du Reich, les besoins de l'industrie privée sont passés à l'arrière-plan. Les seules émissions qui aient été autorisées sont des émissions ayant trait au financement de constructions entreprises en vertu du plan de quatre ans. En 1938, les nouvelles émissions d'obligations industrielles ne se sont élevées qu'à RM. 160 millions, contre RM. 260 millions en 1937, chiffres négligeables en comparaison des émissions du Reich. On reconnaît d'ailleurs qu'il y a un besoin croissant de capitaux pour les constructions privées et pour d'autres entreprises du secteur privé et que le maintien de l'interdiction des émissions privées rend ce besoin de plus en plus aigu. Les nouveaux prêts qui ont pu être consentis, par les banques hypothécaires, par exemple, n'ont, pour la plupart, été possibles qu'en raison de l'amortissement et du remboursement d'anciennes hypothèques. Un des points essentiels du nouveau plan financier de mars 1939 est que les émissions à jet continu d'emprunts à long terme du Reich doivent cesser; elles n'auront plus lieu qu'à titre exceptionnel et suivant que les conditions du marché le permettront. Le marché sera ouvert aux emprunts des sociétés industrielles, des banques hypothécaires, etc. A cet égard, il est intéressant de remarquer qu'on doit cesser d'appliquer la «loi sur les actions», en vigueur depuis 1935, et qu'en conséquence les dispositions limitant à 6% le taux des dividendes susceptibles d'être distribués par les sociétés se trouvent rapportées.

Les cours des fonds d'Etat italiens sont demeurés stables durant l'année: le rendement moyen de la «rendita» 5% 1935 a, par exemple, été de 5,41% en 1938, contre 5,46% en 1937. En Italie, comme dans d'autres pays, une grande partie des dépôts des Caisses d'épargne sont canalisés vers le marché des fonds d'Etat. Les dépôts des Caisses d'épargne et des établissements de crédit ont évolué comme suit:

Dépôts dans les Caisses d'épargne italiennes.

Fin de l'année En millions de livres	Etablissements de crédits	Caisses d'épargne postales	Caisses d'épargne ordinaires	Total
1936	34.251	22.309	19.302	75.862
1937	35.445	25.523	19.687	80.655
1938	39.169	28.022	19.006	86.197

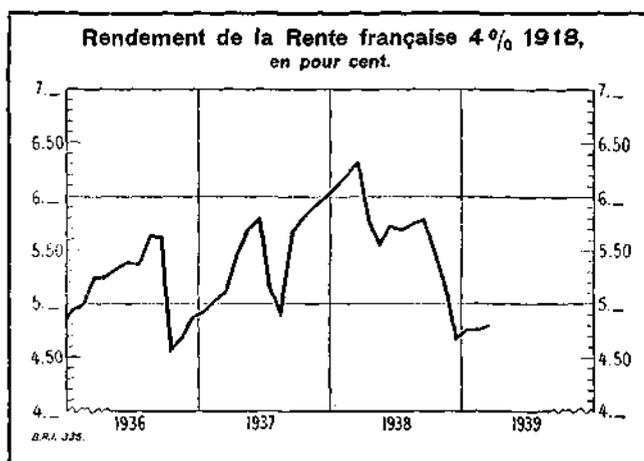
On peut constater que l'accroissement des dépôts d'épargne, en 1938, a été plus fort que l'année précédente. En 1938, les augmentations de capital des sociétés italiennes par actions, telles qu'elles ressortent du tableau ci-après,

ont été particulièrement notables, en fait, tandis que le montant des émissions de titres à revenu fixe, par les organismes publics et les entreprises industrielles, a été relativement modeste.

Capital des sociétés italiennes par actions.

Année En millions de lires	Nouvelles sociétés créées	Augmentations de capital	Réductions de capital	Liquidations de sociétés	Augmentation (+) ou diminution (-) nette du capital global	Montant du capital global en fin d'année
1934	414	3.134	3.664	3.347	- 3.463	44.320
1935	311	2.787	1.811	1.512	- 225	44.095
1936	354	3.608	1.327	925	+ 710	44.805
1937	2.283	3.282	621	2.054	+ 2.890	47.695
1938	341	6.568	545	929	+ 5.434	53.129

Les augmentations de capital qui sont intervenues en 1938 (et qui, en moyenne, ont atteint plus de 10% de l'ensemble du capital des sociétés existantes) ont été dues en grande partie aux modalités d'application de l'impôt de 10% dont a été frappé le capital des sociétés par actions. Le décret a, en effet, autorisé les sociétés à émettre de nouvelles actions pour un montant égal à celui de l'impôt à payer et, en même temps, permis l'attribution de deux actions de dividende pour chaque nouvelle action payée en espèces. La raison de cette revalorisation de l'ancien capital tient à ce que l'actif des sociétés était supposé sous-évalué depuis la dévaluation de la lire intervenue en 1936. Grâce à cette augmentation de leur capital, les sociétés seront en mesure de distribuer des dividendes plus élevés sans en accroître le taux en pourcentage et sans tomber sous le coup de l'impôt progressif qui frappe les dividendes supérieurs à 6%. De surcroît, cette revalorisation de l'actif entraîne automatiquement une augmentation des sommes qui peuvent être affectées à l'amortissement et déduites du revenu brut en vertu de la législation fiscale.



ment et déduites du revenu brut en vertu de la législation fiscale.

Le rendement des fonds publics français a subi les répercussions de l'incertitude monétaire et des vicissitudes diverses qui ont marqué ces dernières années. Toutefois, on a noté une amélioration sensible en 1938 et, en particulier, durant le second

semestre: le rendement de la rente 4% 1918 a, par exemple, fléchi de 6¹/₄% en mars 1938 à moins de 4³/₄% en décembre.

La baisse du taux d'intérêt enregistrée à la fin de 1938 a été la conséquence des rapatriements de capitaux dus à la confiance inspirée par le nouveau plan financier du gouvernement. Il avait été annoncé que le gouvernement s'abstiendrait pendant quelque temps de lancer de nouvelles émissions afin de donner un certain répit au marché des capitaux. En fait, l'Etat n'a procédé à aucune émission à long terme en 1938:

Emprunts nets du Trésor français

En millions de francs français	1936	1937	1938
Avances et emprunts directs			
Banque de France	+ 19.448	+ 12.471	- 4.490
Caisse des Dépôts et Consignations	+ 802	+ 667	+ 1.361
Total	+ 20.250	+ 13.138	- 3.129
Emprunts sur le marché			
A court terme: Bons ordinaires du Trésor (jusqu'à un an)	- 9.537	+ 530	+ 10.995
Bons spéciaux du Trésor (jusqu'à un an)	+ 4.455	- 1.890	- 2.376
Caisse de pensions de guerre (bons à un an)	-	+ 2.648	- 1.919
Caisse autonome de la Défense Nationale (bons à 18 mois)	-	-	+ 4.029
Total	- 5.082	+ 1.288	+ 10.729
A moyen terme: Bons spéciaux du Trésor (de 2 à 10 ans)	+ 2.000	+ 570	- 898
Obligations de la Défense Nationale (de 3 à 9 ans)	-	+ 5.360	-
Caisse autonome de la Défense Nationale (de 3 à 30 ans)	-	-	+ 5.047
Total	+ 2.000	+ 5.930	+ 4.149
A long terme: Obligations 5% à 30 ans	+ 800	-	-
Rentes 4 ¹ / ₂ % à 60 ans	-	+ 8.000	-
Total	+ 800	+ 8.000	-
Divers (y compris les émissions à l'étranger)	- 1.369	+ 800	+ 3.670
Total général	+ 16.599	+ 29.156	+ 15.419

Le tableau ci-dessus ne donne que le solde net des emprunts de remboursements du Trésor; on doit donc observer que la diminution de 4.490 millions de francs français qui apparaît, pour l'an dernier, à la rubrique «emprunts directs» de la Banque de France, est due à l'affectation, par le Trésor, de la plus-value de réévaluation de 1938 (31.456 millions de francs français), au remboursement d'une partie des avances que la Banque lui avait consenties. De même, les soldes nets de 1936 et 1937 tiennent compte de remboursements divers effectués par le Trésor à la Banque sur la plus-value dégagée par la réévaluation d'octobre 1936. Dans ce tableau, l'émission, par la Caisse autonome de la Défense Nationale, de 5 milliards de francs français d'obligations 5% à trente ans, qui a eu lieu en mai 1938, a été comprise dans les emprunts à moyen terme, car les porteurs peuvent demander à être remboursés au pair au bout de trois ans, et de trois ans en trois ans, par la suite, jusqu'en 1968. Le poste «divers» comprend, pour 1938, deux emprunts, libellés en florins hollandais, qui ont produit au total 3 milliards de francs français.

Bien que les conditions se soient améliorées sur le marché des capitaux, ainsi qu'il ressort de la baisse du rendement des valeurs, il n'y a pas eu de reprise des émissions privées.

Emissions privées en France

En millions de francs français	Sociétés existantes			Nouvelles sociétés	Total général
	Obligations	Actions	Total	Actions	
1935	1.856	777	2.633	130	2.763
1936	596	517	1.113	48	1.161
1937	2.310	1.202	3.512	43	3.555
1938	1.804	1.008	2.812	40	2.852

Les émissions privées d'obligations ont fléchi de 6,4 milliards de francs français, en 1928, à 1,8 milliard en 1938; celles d'actions, de 8,3 à 1,0 milliard de francs français. Et, si l'on tient compte du fait que la valeur-or du franc a baissé de 50%, cette diminution apparaît encore plus considérable.

Le graphique du rendement des rentes donne, en réalité, peu d'indications sur le coût des emprunts privés. En octobre 1938, le ministre du commerce a déclaré qu'il n'était pas rare que des obligations industrielles de premier ordre eussent un rendement de 7 ou 8%. «Si, par surcroît, on tient compte des charges principalement fiscales qui pèsent sur l'emprunteur, on constate que, lorsqu'un emprunt rapporte 7 ou 8% au prêteur, il en coûte 10 à 11% à l'emprunteur. Il résulte de ce fait que seules sont disposées à emprunter les entreprises pour lesquelles de nouveaux investissements seraient rentables à plus de 11%. . . .»

Même des collectivités de premier plan ont dû emprunter à des conditions très onéreuses. C'est ainsi que des obligations de la Ville de Paris portant intérêt à 6% ont été émises à 90. Les conditions des emprunts privés ont, toutefois, eu tendance à s'améliorer vers la fin de 1938 et au début de 1939; des obligations à 20 ans du type 5¹/₂% ont été émises à 90¹/₂, alors que, quelques mois auparavant, des obligations 6% avaient été émises à 84.

En Suisse, en Hollande et en Suède, les taux à long terme ont continué de baisser durant l'année, et le volume des nouvelles émissions privées s'est réduit dans une mesure plus ou moins grande. Le rendement des fonds d'Etat a, dans les trois cas, fléchi aux environs de 3—3¹/₂%. Dans les trois pays, la baisse accusée ces dernières années par les taux d'intérêt a soulevé certains problèmes pour les compagnies d'assurance. Il y a peu de temps, les compagnies d'assurance sur la vie suédoises ont encore augmenté de 10% les primes pour les nouveaux contrats. Avant 1935, les primes étaient calculées sur

la base d'un rendement moyen de 4 % des placements de ces compagnies. Cette base a été ramenée à 3½ % en 1935, à 3 % en 1937 et, dans les conditions actuelles, 2¾ % est le rendement maximum que peuvent atteindre les compagnies d'assurance dans leurs placements. En Hollande, une des grandes compagnies d'assurance sur la vie a, en 1938, repris une banque hypothécaire et pourra ainsi procéder à des investissements directs de ses disponibilités, en un temps où il est difficile de trouver des placements rémunérateurs.

Comme partout ailleurs en Europe, de grands programmes d'armement et d'outillage matériel, qui doivent être financés en totalité ou en partie par des emprunts de l'Etat, ont été élaborés en Yougoslavie et en Hongrie. En Yougoslavie, le ministre des finances a été autorisé à émettre un emprunt intérieur de 4 milliards de dinars à 6 % au cours des six années à venir. Le produit de cet emprunt — le premier qui sera lancé sur le marché intérieur depuis 1923 — doit être employé à des armements et à de grands travaux (en particulier à la construction de nouvelles voies ferrées). Le plan hongrois prévoit qu'un milliard de pengös seront, au total, dépensés, au cours d'une période de cinq à dix ans, pour les armements, la construction de voies de communication et le développement de la production agricole. Six cents millions de pengös seront fournis par un impôt sur le capital, dont le paiement sera réparti sur la période en question, les quatre cents autres millions, par l'emprunt. La première tranche de cet emprunt, soit 125 millions de pengös d'obligations 5 % à 30 ans, a été lancée avec succès à 96 en juillet 1938.

La réalisation du programme de grands travaux, annoncée par le gouvernement polonais en 1936 et destinée principalement à accélérer l'industrialisation du pays, a été achevée en 1938/39 avec un total de dépenses de 2.500 millions de zlotys. Un nouveau plan d'investissements à long terme a été établi en 1938; il est basé sur des dépenses gouvernementales réparties sur plus de quinze ans; deux milliards de zlotys, qui seraient obtenus en grande partie par des émissions sur le marché intérieur, seraient dépensés pendant les trois premières années (60 % en étant plus spécialement affectés aux armements).

Dans les autres parties du monde, si l'on fait abstraction des Etats-Unis dont il a déjà été question, c'est au Japon et en Australie que l'on a noté les événements les plus intéressants sur le marché des capitaux.

Au Japon, le financement des hostilités en Chine demeure le facteur prépondérant de la situation du marché des obligations. Le tableau ci-après montre l'évolution des émissions publiques et des émissions privées.

Les émissions de titres d'Etat se suivent à une cadence qui a passé, de 125 millions de yen en moyenne par mois en 1937, à 310 millions durant le premier semestre de 1938 et à 420 millions durant le second semestre. L'année dernière, les deux tiers des emprunts de l'Etat ont été absorbés par les banques,

Obligations intérieures japonaises

1) Montants en circulation					
En millions de yen, à la fin de	Obligations de l'Etat	Obligations des collectivités publiques	Obligations de banques	Obligations de sociétés	Total
1935	8.208	2.097	1.914	3.026	15.666
1936	9.072	2.262	1.838	3.158	16.746
1937	10.585	2.334	2.283	3.157	18.782
1938	14.935	2.373	2.569	3.624	23.923
2) Augmentation annuelle					
1936	+ 864	+ 165	- 76	+ 132	+ 1.080
1937	+ 1.513	+ 72	+ 445	- 1	+ 2.036
1938	+ 4.350	+ 39	+ 286	+ 467	+ 5.141

dont le portefeuille a doublé depuis 1934. Le rendement de ces titres a encore diminué, passant de 3,94, en décembre 1937, à 3,83 en décembre 1938.

En Australie, il a été lancé, en novembre 1938, un très gros emprunt intérieur de 72 millions de livres australiennes, dont 68 millions pour conversion de titres existants et 4 millions destinés à fournir de l'argent frais pour des armements. L'émission s'est faite au pair. Les titres portaient intérêt à 3 $\frac{1}{8}$ % et leur échéance variait de seize à dix-huit ans. Les souscriptions se sont élevées à 62,7 millions (dont 52,3 millions pour la conversion), auxquels se sont ajoutés 3 millions provenant du fonds d'amortissement. Le solde de 6 millions a été pris contre paiement comptant par la Banque du Commonwealth. Le rapport des administrateurs de décembre 1938 s'exprime en ces termes au sujet de cette souscription :

Si l'activité se maintenait de façon satisfaisante (en Australie), on pouvait redouter, toutefois, que le fléchissement des recettes provenant de l'exportation n'agit défavorablement sur les conditions intérieures. Aussi le Conseil d'administration de la Banque a-t-il eu pour politique d'aider les gouvernements à exécuter leur politique de défense nationale et de grands travaux, de maintenir la liquidité des banques commerciales à un niveau tel qu'elles puissent satisfaire les besoins légitimes des clients présentant les conditions requises et, enfin, d'empêcher une hausse indue des taux d'intérêt.

On doit donc considérer la souscription de la Banque du Commonwealth à l'emprunt comme étant en quelque mesure une « opération d'open-market » visant à atténuer le resserrement des marchés monétaire et financier résultant de la diminution des exportations et du fléchissement des réserves constituées à Londres, fléchissement qui, soit dit en passant, eût été encore plus accentué en 1938 sans l'émission d'un emprunt de 5 millions de livres à Londres.

Comme on le voit, les marchés des capitaux du monde sont, presque sans exception, dominés par les emprunts lancés par les États pour se procurer des fonds en vue d'armements ou d'autres fins qui, du point de vue strictement économique, sont improductives. Le contraste est frappant avec la période d'activité des affaires, observée il y a dix ans. A ce moment, les dettes intérieures des États étaient en décroissance et les capitaux affluaient dans les entreprises commerciales et industrielles privées. Maintenant, les gouvernements dépensent, dans le monde, plus d'un milliard de dollars par mois de plus que le montant des recettes qu'ils se procurent par l'impôt; quant aux émissions privées destinées à des placements productifs, elles ne sont plus qu'une fraction de ce qu'elles étaient dans les années d'essor économique qui se sont écoulées de 1926 à 1929.

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

Les modifications territoriales dont l'Europe a été le théâtre en 1938 n'ont pas manqué d'influer sur la structure bancaire et financière des pays en cause. En elle-même, l'absorption de l'Autriche n'a pas apporté, dans le système bancaire allemand, de graves perturbations, car l'Autriche possédait déjà un réseau bancaire homogène; le problème principal a été un problème de coordination; il a fallu aussi s'occuper de consolider les banques autrichiennes moins solides. Le rattachement des régions des Sudètes a soulevé des questions plus complexes.

Comme les caisses d'épargne et les organismes similaires, les 143 succursales possédées en pays sudète par les six grands établissements de crédit de Prague — et quelques autres banques — n'ont pas vu simplement leurs comptes en couronnes transformés en comptes en reichsmarks; elles ont été séparées de leurs sièges et intégrées au système allemand. Conformément au plan établi par le commissaire bancaire du Reich, ces opérations ont été réalisées grâce, notamment, au retrait des banques de Prague et à l'extension des grandes banques de Berlin. La Dresdner Bank, la Deutsche Bank et l'Allgemeine Deutsche Credit-Anstalt, en particulier, ont ouvert de nouvelles succursales dans les territoires des Sudètes. Des banques de Vienne, comme la Credit-Anstalt et la Länder Bank, ont pris part à cette réorganisation, ce qui rappelle qu'avant la guerre le système bancaire des territoires des Sudètes dépendait de celui de Vienne.

Au total, 73 succursales de banques allemandes ont remplacé les 143 succursales tchéco-slovaques. Des problèmes complexes d'ordre technique se sont posés en ce qui concerne la monnaie, la réévaluation des actifs et des passifs, le personnel, etc. La continuité des opérations financières a pu être assurée grâce, en particulier, à l'ouverture par le Reich d'un crédit de 150 millions de reichsmarks pendant la période de transition.

Les bilans de la Reichsbank ont subi l'incidence de la liquidation de la Banque Nationale d'Autriche et de l'absorption des succursales que possédait la Banque Nationale de Tchéco-Slovaquie dans les territoires des Sudètes. En mars 1938, au moment où la Banque Nationale d'Autriche est entrée en liquidation, la Reichsbank a ouvert une succursale à Vienne et a pris en charge les actifs principaux de l'établissement dissous, ce qui a relevé le montant de son poste d'«actifs divers» de 660 millions de reichsmarks pendant les mois de mars et d'avril 1938. C'est sous la même rubrique qu'ont été comptabilisés l'or et les devises étrangères de l'ancienne Banque Nationale d'Autriche, qui

figuraient pour 420 millions de schillings — soit \$80 millions — au dernier bilan de cette institution — ainsi que la dette de 612 millions de schillings contractée près d'elle par le gouvernement autrichien. Ultérieurement, cette dette a été convertie en dette du Reich sur la base d'un taux de change de 3 schillings pour 2 reichsmarks, et son montant, d'un peu plus de 400 millions de reichsmarks, a été viré des « actifs divers » au poste « titres ». Le capital de la Banque Nationale d'Autriche a été remboursé aux actionnaires en obligations 4 $\frac{1}{2}$ % à vingt ans du Trésor allemand pour un montant nominal de RM. 37 millions et demi. Le portefeuille d'escompte de la Banque Nationale d'Autriche a été intégré à celui de la Reichsbank, et les billets de banque autrichiens ont été retirés et remplacés par des billets en reichsmarks. Des opérations analogues ont été effectuées au moment de l'absorption des territoires des Sudètes, et la Reichsbank a pris en charge une partie des actifs et passifs de la Banque Nationale de Tchéco-Slovaquie. Le montant des billets émis par la Reichsbank à l'occasion des acquisitions territoriales réalisées s'élevait, à la fin de l'an dernier, à RM. 775 millions pour l'Autriche et à RM. 350 millions pour les territoires des Sudètes.

Les autres modifications territoriales opérées en 1938, en particulier la cession à la Pologne et à la Hongrie d'une partie de l'ancien pays tchéco-slovaque, ont comporté des problèmes analogues. En 1939, la Banque Nationale de Tchéco-Slovaquie a vu réduire encore le domaine de son activité: elle est devenue « Banque de Bohême et de Moravie à Prague », cependant qu'une nouvelle banque d'émission était créée en Slovaquie.

Toutes les banques centrales européennes ont ressenti les effets de la crise politique internationale de septembre 1938. Le mois de septembre est, en règle générale, marqué par une expansion monétaire (supérieure même, dans certains pays, à celle observée en décembre); c'est en effet l'époque où, les moissons terminées, les récoltes sont mises sur le marché — et où il est procédé, comme il est d'usage en fin de trimestre, au règlement des loyers et autres dépenses périodiques. A ces facteurs habituels se sont superposées, l'an dernier, les incidences monétaires de la grave crise internationale, qui aboutit à l'accord de Munich.

Ces incidences exceptionnelles, plus ou moins accusées suivant les pays, tiennent: a) aux besoins de liquidités des banques, sociétés diverses et particuliers soucieux d'accroître leur provision de numéraire, plus aisément utilisable, éventuellement, que des dépôts; b) au fait que les gouvernements ont eu à faire face à des dépenses extraordinaires, supérieures à leurs recettes courantes, au moment même où se rétrécissait le marché de leurs emprunts à court terme.

Naturellement, les banques centrales — distributeurs suprêmes du crédit dans les mécanismes internes de financement, et émetteurs de billets — ont eu

à subir l'effet combiné de tous ces éléments. On en peut juger d'après les augmentations exceptionnelles de la circulation de billets dans les différents pays. Ces augmentations ont été particulièrement sensibles dans les petites nations (40% ou davantage, en Hongrie, Lettonie et Tchéco-Slovaquie); elles furent de 17% en Allemagne, de 22% en France (contre 2%, dans les deux cas, en 1937) et de 13% en Italie.

La période la plus critique de la crise n'a duré, toutefois, que quelques jours et, dans la plupart des pays, la détente s'est produite soudainement à la fin de septembre. Dès octobre, les billets refluaient vers les banques centrales, mais non pas, pourtant, en si grande quantité que la circulation ne soit restée, en général, un peu plus élevée qu'elle ne l'était précédemment. Les mécanismes financiers ont fonctionné avec une régularité à peu près parfaite. Seule la Tchéco-Slovaquie a dû établir des restrictions partielles au remboursement des dépôts en banque. En France, le taux d'escompte officiel a été relevé de $\frac{1}{2}$ % et, en Pologne, le « minimum légal » de la banque centrale a été dépassé pendant quelques semaines. Le mécanisme financier a joué de façon aussi parfaite dans les pays à monnaie libre que dans ceux où la monnaie est contrôlée. Aucune faillite bancaire n'a été signalée, et il ne semble pas que la recherche de la matière escomptable susceptible d'être accueillie par les banques centrales ait présenté d'insurmontables difficultés techniques. Les réserves de billets des instituts d'émission paraissent avoir suffi, dans tous les cas, à l'augmentation exceptionnelle de la circulation.

Soumis à une épreuve sérieuse par les événements de septembre 1938, le fonctionnement presque parfait, dans des conditions anormales, des mécanismes de liquidité peut être attribué en partie à l'adaptation continue de la technique des banques centrales aux circonstances. Si les événements de ces dernières années n'ont guère porté atteinte aux principes fondamentaux qui dominent l'activité des banques centrales, la technique doit par contre évoluer incessamment avec les réalités: les modifications apportées aux statuts des banques centrales, et signalées chaque année dans ce Rapport, témoignent des efforts méthodiques des instituts d'émission pour rester en mesure de servir, au maximum, l'intérêt public.

La prolongation jusqu'en 1963 du privilège de la Banque Nationale de Hongrie a été l'occasion de modifications importantes apportées aux statuts de cet établissement en juin 1938. Jusqu'à ce que l'étalon-or ait été rétabli, la Banque doit réévaluer, dans ses bilans trimestriels, ses avoirs en or et en devises étrangères sur la base des cours moyens cotés à la Bourse de Budapest pendant les deux dernières semaines du trimestre écoulé. La première situation établie sur ces données nouvelles a été celle du 15 janvier 1939. La disposition originelle — déjà partiellement abandonnée en pratique — relative au relèvement graduel du minimum

du rapport de couverture (total de l'or et des devises comparé au montant des billets émis) de 20 à 33¹/₃% éventuellement, a été modifiée. La Banque n'est tenue, à l'avenir, de payer la taxe sur l'émission des billets que lorsque la moyenne mensuelle de l'encaisse n'atteint pas le quart de la moyenne mensuelle du montant cumulé des billets émis et des dépôts (dépôts de l'Etat exclus).

L'apurement du bilan a été réalisé par une avance au gouvernement de 100 millions de pengős, grâce à laquelle seront remboursés des prêts à court terme consentis par des banques hongroises, qui pourront ainsi réduire à leur tour leurs soldes débiteurs près de la Banque Nationale. En outre, la Banque a été autorisée à ouvrir au gouvernement un crédit à court terme de 30 millions de pengős, destinés à permettre à ce dernier de faire face aux insuffisances saisonnières des recettes publiques par rapport aux dépenses; ce crédit peut être utilisé à partir du 1er mars de chaque année, mais doit être remboursé au plus tard à la fin du mois de novembre suivant.

La plus intéressante, sans doute, des dispositions techniques nouvelles est celle qui donne à la Banque la faculté d'effectuer des opérations d'«open market» et de participer à un établissement créé pour régulariser les marchés monétaire et financier, à concurrence d'une somme globale au plus égale au total de son capital et de ses réserves propres (soit environ 45 millions de pengős). De surcroît, la Banque peut désormais escompter des effets agricoles à échéance de neuf mois au plus (contre un maximum de six mois auparavant). Enfin, l'organisation de la Banque et la répartition des bénéfices ont fait également l'objet d'un certain nombre de prescriptions nouvelles.

A l'époque de sa fondation, en 1924, la Banque Nationale de Hongrie s'était vu assigner pour mission essentielle de préparer les voies au rétablissement de l'étalon-or. Mais, au cours des années ultérieures, la situation s'est modifiée dans le monde, et l'application du système de l'étalon-or, qui s'était largement développée à partir de 1925, a été suspendue dans la plupart des cas. Aussi convient-il de noter que la banque se voit imposer par ses statuts, tels qu'ils viennent d'être amendés, de prendre les mesures nécessaires pour se trouver en état, quand les restrictions au commerce des changes auront été abrogées, de rembourser ses billets en or ou en devises étrangères sur la base du taux qui aura été fixé par la loi. La banque reste chargée de veiller à ce que la valeur de ses billets ne varie pas par rapport à celle des monnaies dont les cours ont fait preuve de stabilité.

Les autres pays ayant procédé à la réévaluation de l'encaisse-or de leur banque centrale sont la Grande-Bretagne, la France, la Finlande et l'Esthonie. La question est traitée en détail au chapitre consacré aux réserves d'or.

Un décret du 17 juin 1938 a donné à la Banque de France le droit d'intervenir sur le marché libre («open market») par des achats et des ventes de papier à court terme, comme les acceptations de banque, les bons de la Défense Nationale, les titres émis par certains organismes publics, etc. Le montant maximum de ces opérations est arrêté par le Conseil général de la Banque. Les valeurs ainsi achetées sont comptabilisées au bilan de la banque à un poste spécial qui s'élevait, à fin mars 1939, à 3.160 millions de francs français.

Une convention, passée le 12 novembre 1938 entre le Ministère des Finances et la Banque de France, a apporté certains changements au calcul de ses impôts et redevances ainsi qu'à celui de la participation de l'Etat à ses bénéfices. La Banque bénéficie ainsi d'un allègement de ses charges fiscales, que la dépréciation du franc avait rendues excessives. De plus, l'actif net du Fonds de stabilisation des changes et les soldes en espèces du Fonds de soutien des rentes doivent, à la liquidation de ces organismes, être affectés au remboursement des avances de la Banque à l'Etat.

Au début de 1939, les statuts de la Bank Polski ont été profondément modifiés à l'occasion de la prolongation du privilège d'émission jusqu'en 1954. Aux termes de ses anciens statuts, la Banque était tenue de conserver une réserve d'or égale au moins à 30% du total de ses engagements à vue, déduction faite d'une somme de 100 millions de zlotys. La somme à déduire des engagements à vue est élevée maintenant à 800 millions de zlotys (susceptible d'être portée à un maximum de 1200 millions de zlotys par la banque, avec l'approbation du Ministère des Finances) et le rapport minimum de couverture passe de 30 à 40%. Le montant des avances sur titres négociables et celui des escomptes de titres négociables à court terme (notamment des bons du Trésor) ont été limités à des maxima respectifs de 300 et 400 millions de zlotys, alors qu'auparavant ces maxima étaient exprimés en pourcentage du total du portefeuille d'escompte. Ce portefeuille a d'ailleurs été diminué du montant de crédits à court terme ouverts par la Banque pour le financement de l'agriculture et d'investissements effectués par la Banque Nationale de l'Economie et la Banque Agricole d'Etat; en contre-partie, il a été ouvert à la Trésorerie un compte d'avances amortissables, portant intérêt.

La Banque peut désormais admettre à l'escompte les effets à neuf mois émis, soit pour le financement des ventes de récoltes, en représentation d'avances sur titres garanties par les établissements de crédit, soit pour la mobilisation des crédits de campagne pris en charge par certaines industries agricoles.

Le total des avances sans intérêt au Trésor a été élevé de 100 à 150 millions de zlotys. Le montant maximum des titres que la Banque est autorisée à acheter pour son compte, en plus de ceux qu'elle acquiert pour le placement de ses fonds de réserve et de pension, a été porté de 150 à 200 millions de zlotys.

Un certain nombre d'autres amendements de moindre importance ont été apportés aux statuts en particulier en ce qui concerne les droits de vote et la répartition des bénéfices.

A l'origine, le capital de la Banque du Canada — fondée en 1935 — avait été souscrit intégralement par des particuliers, bien que les gouverneurs et sous-gouverneurs fussent nommés par le gouvernement. Une loi de juin 1936 a prescrit l'émission d'actions nouvelles en faveur du Ministère des Finances, qui a été mis ainsi en possession de 51 % du capital de la Banque, cette dernière restant société privée. En 1938, le gouvernement canadien a décidé d'acquérir les \$ 5 millions d'actions détenues par les particuliers, sur les \$ 10,1 millions du capital de la Banque qui, par suite, est devenue complètement propriété d'Etat. Le rachat s'est fait à un prix compris entre \$ 58 et \$ 59 par action de \$ 50, ce qui correspond à la moyenne des cotations pratiquées pendant l'année dernière.

Plusieurs banques centrales ont changé la présentation de leurs bilans. La Banque des Pays-Bas et la Banque Nationale Suisse n'indiquent plus, depuis fin novembre 1938, pour la première, et juin 1938 pour la seconde, le montant de l'or qu'elles possèdent à l'étranger. Par contre, les différentes modifications dont a été l'objet le bilan de la Banque Nationale de Belgique depuis le début de l'an dernier ont eu pour résultat de faire apparaître, avec les sorties et les entrées de métal jaune, les avoirs en or et en devises étrangères, qui étaient antérieurement comptabilisés à d'autres postes que celui de l'encaisse. On peut estimer que si, en période de tension où les pertes d'or deviennent importantes, la révélation de la situation réelle risque d'alarmer inutilement le public, elle présente cependant l'avantage d'inciter les autorités monétaires et autres à prendre sans délai les mesures nécessaires.

Au point de vue bancaire, les principaux changements survenus l'an passé concernent les instituts d'émission, car la législation relative aux banques privées n'a pas subi de profonds remaniements, si ce n'est, peut-être, aux Etats-Unis, où la procédure d'examen des banques a été révisée. On distingue, dans ce pays, quatre catégories de banques commerciales: les banques nationales (*ipso facto*, «member banks» c'est-à-dire, membres du Système de Réserve Fédérale), les banques d'Etat (qui ne sont pas nécessairement «member banks»), les banques «non members» dont les dépôts sont assurés par la «Federal Deposit Insurance Corporation», et enfin les banques «non members» dont les dépôts ne sont pas assurés. Toutes sont assujetties à l'examen ou au contrôle de l'une au moins des cinq autorités monétaires suivantes: le Bureau de Réserve Fédérale, le Contrôleur de la Monnaie, la «Federal Deposit Insurance Corporation», la «Reconstruction Finance Corporation» et l'un ou l'autre des 48 Etats qui forment l'Union. Par ailleurs, la Trésorerie est investie de certains pouvoirs spéciaux

(délivrance de licences, etc.). Un semblable morcellement de l'autorité et du contrôle engendre naturellement une extrême confusion et des heurts. C'est ainsi que la réglementation des achats de titres de placement par les banques nationales, établie par le Contrôleur de la Monnaie, s'applique aux banques d'Etats «members» à l'exclusion des banques «nonmembers» assurées. Les banques nationales ressortissent au Contrôleur de la Monnaie, tandis que les banques d'Etat «members» dépendent du Bureau de Réserve Fédérale. Le Rapport annuel du Conseil des Gouverneurs du Système de Réserve Fédérale, pour 1938, s'étend longuement sur l'état de la législation relative au contrôle des banques et sur la nécessité de mettre fin à l'actuelle confusion d'autorités.

Au cours de l'année, toutefois, les administrations et organismes en cause sont parvenus, après de longues négociations, à se mettre d'accord en vue de collaborer dans l'accomplissement de leurs missions respectives de contrôle. Dans son message du 14 avril 1938 au Congrès, le Président des Etats-Unis avait exprimé l'espoir qu'une meilleure coordination des contrôles bancaires du Système pourrait être réalisée; peu après, le Secrétaire du Trésor a inauguré une série de réunions de délégués de la «Federal Deposit Insurance Corporation», du Cabinet du Contrôleur de la Monnaie et du Conseil des Gouverneurs du Système de Réserve Fédérale. Ces réunions aboutirent à l'adoption unanime d'un programme qui, pour la première fois, uniformise sensiblement les méthodes de travail des divers organismes fédéraux, en ce qui concerne la vérification des titres détenus et des prêts consentis par les banques.

Les classifications relatives à l'examen des prêts bancaires ont été remaniées en tenant compte du principe qu'il convenait d'inciter les banques à se baser, pour l'octroi de prêts (fonds de roulement ou capitaux à long terme), bien plus sur la valeur intrinsèque d'une entreprise que sur sa liquidité ou sur la brièveté des délais de remboursement. Il a été de même décidé que les placements faits par les banques devaient être appréciés en considération de la valeur réelle des titres plutôt que d'après les cours quotidiens du marché. Les titres ont été répartis en quatre groupes, dont les trois premiers s'étendent aux obligations de placement, de spéculation, ou dont les sociétés émettrices sont en carence partielle ou totale; le quatrième groupe comprend les actions. On estime que 90% des titres conservés dans les portefeuilles de banques appartiennent au groupe «placement», et il a été convenu que les rapports d'inspection assigneraient aux titres de ce groupe la valeur pour laquelle ils sont entrés en comptabilité, et non pas celle qui résulte du cours du marché.

D'après le Bulletin de Réserve Fédérale, «en dissociant des cours de bourse l'estimation des portefeuilles bancaires, on pense inciter les banques à acheter des titres d'entreprises ou de groupements industriels sains, petits ou grands,

pour leur valeur réelle et non pour les plus-values spéculatives dont ils sont susceptibles.»

La révision des principes qui régissent l'examen des banques constitue la suite logique de l'élargissement, en septembre 1937, de la réglementation des banques de Réserve Fédérale en ce qui concerne les opérations d'escompte et d'avances aux banques membres du Système. Cette réglementation plus libérale a été inspirée du principe suivant, énoncé par le Bureau de Réserve Fédérale: 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 que peut revêtir ce papier; il est de bonne pratique bancaire de s'attacher davantage à la qualité qu'à la forme.

La tendance des banques américaines à étendre leur activité à d'autres domaines que celui des crédits commerciaux à court terme ressort nettement du développement, en 1938, des prêts immobiliers consentis par les banques de province; les nouveaux prêts ont porté sur toutes les catégories de biens fonciers, terrains ruraux exceptés. Au total, ces prêts sont actuellement supérieurs de 30 % à ce qu'ils étaient en mars 1936 et, à la fin de l'an dernier, 65 % en étaient gagés par des immeubles d'habitation, à l'exclusion de fermes.

L'augmentation de liquidité des banques commerciales, observée dans la grande majorité des pays, reflète — au moins en partie — la régression des demandes de crédits à court terme formulées par les entreprises industrielles et autres; elle induit, naturellement, les banques en quête de placements pour leurs disponibilités à chercher à orienter leur activité dans de nouvelles directions. Ce faisant, les banques se heurtent, en général, à la concurrence sévère d'organismes, comme les caisses d'épargne et les compagnies d'assurance, qui ont peine à trouver l'emploi des sommes accrues mises à leur disposition par les petits épargnants. En pratique, la distinction établie entre les domaines respectifs d'activité des diverses catégories d'établissements financiers tend à s'estomper depuis quelques années. Les banques commerciales ont, pour la plupart, augmenté leur portefeuille d'effets publics et se sont ainsi rapprochées du type des caisses d'épargne et des compagnies d'assurance, tandis que ces dernières, pour suppléer à la diminution de rendement des titres qu'elles détiennent, se sont adonnées davantage à des opérations de prêts hypothécaires.

Dans l'ensemble, l'importance relative des banques commerciales dans la structure financière d'un grand nombre de pays tend plutôt à décliner. On peut cependant observer, à cet égard, un certain relâchement de la tendance, si sensible après 1929, à la réduction des opérations des banques commerciales. Dans certains pays, cette modification d'attitude est en relation évidente avec le désir d'encourager les placements à long terme.

VII. OPÉRATIONS COURANTES DE LA BANQUE.

I. ACTIVITÉ DU DÉPARTEMENT BANCAIRE.

Le bilan de la Banque au 31 mars 1939, certifié par les vérificateurs aux comptes, figure en annexe II au présent Rapport. Son total s'élève à 606,5 millions de francs suisses or (à 0,2903... gramme d'or fin), contre 644 millions au 31 mars 1938. La méthode d'évaluation, en cette unité de compte, des diverses devises dont se composent actifs et passifs est basée, comme l'année dernière, sur le prix officiel de vente d'or par la Trésorerie américaine et sur les cours de ces devises en dollars le jour de la clôture des écritures. Elle ne fait ressortir dans la valeur des grandes devises qu'une modification importante: celle du franc français; alors que 100 francs français correspondaient, au 31 mars 1938, à 9,38 francs suisses or, ils n'en représentaient plus, au 31 mars 1939, que 8,08.

L'évolution des ressources de la Banque et, dans une certaine mesure, de son activité a continué de dépendre, en 1938 comme au cours de l'année précédente, de la politique suivie par les banques centrales en matière de réserves de devises. Mais les opérations sur devises ne représentent plus qu'une part décroissante de l'activité totale de la Banque, en raison du développement pris, notamment, par les transactions sur or.

Le volume des mouvements en comptes de dépôts au cours du neuvième exercice n'a enregistré, en effet, qu'un accroissement relativement faible de 3% environ par rapport au chiffre de l'exercice précédent. Mais les opérations sur or (achats, ventes et échanges d'or, mouvements de l'or «*earmarked*») ont augmenté de deux tiers par rapport à l'exercice précédent, tandis que l'activité totale de la Banque a progressé d'un peu plus d'un tiers.

Au début de l'exercice, on avait observé un courant d'opérations assez important qui s'était, toutefois, ralenti au cours de mai et de juin. Pendant les mois d'été, tant que la tension internationale est allée croissant, les ressources de la Banque s'étaient quelque peu réduites. Elles avaient, ensuite, à nouveau augmenté sensiblement dès la deuxième quinzaine d'août et jusque dans les premiers jours de septembre. A ce moment, il n'eût tenu qu'à la Banque de disposer de ressources plus considérables si elle avait pu trouver à les affecter en devises à des placements adéquats et rémunérateurs.

La situation s'est brusquement retournée dès le début de la semaine du 5 septembre. A dater de ce moment, les retraits de fonds et d'or se sont précipités à un rythme de plus en plus rapide jusque vers la fin du mois. Un

certain nombre de banques centrales ont, à cette époque, retiré une partie notable de leurs dépôts, parfois même la totalité; pendant cette période, les prélèvements en devises ont atteint l'équivalent d'environ 72,5 millions de francs suisses or.

La stabilisation relative intervenue, fin septembre, dans l'atmosphère politique internationale a, toutefois, amené un reflux de dépôts qui s'est poursuivi, à peu près sans interruption, jusqu'aux premiers jours de 1939. Tandis que les mois de décembre et de janvier n'accusaient qu'un volume réduit d'opérations, février et surtout mars enregistraient à nouveau un développement important. Ainsi, l'exercice 1938/39 s'est clos pour la Banque sur une note d'activité intense dans tous les domaines et spécialement dans celui des transactions sur or.

Le tableau ci-dessous permet de suivre certaines phases caractéristiques dans l'évolution de l'activité de la Banque:

Millions de francs suisses or	31 Mars 1938	31 Mai 1938	31 Août 1938	30 Sept. 1938	31 Déc. 1938	31 Mars 1939
Dépôts propres des banques centrales (en devises) . .	179,2	183,9	166,1	100,1	132,4	143,5
Encaisse lingots	20,9	32,3	30,9	19,2	42,1	38,7
Or « earmarked »	479,1	385,7	332,2	265,5	292,-	236,7
Total de l'or conservé par la Banque	500,-	418,-	363,1	284,7	334,1	275,4

Sauf pour la période de mai à décembre 1938, pendant laquelle on a enregistré des fluctuations concordantes, on constate que les mouvements des dépôts en devises et en or ont subi des évolutions diamétralement opposées. A la suite de retraits destinés à des ventes ou à des rapatriements de métal, le poste d'or « earmarked », au 31 mars 1939, avait diminué de moitié environ par rapport à l'époque correspondante de 1938.

La comparaison des principaux chapitres du bilan au 31 mars 1938 et au 31 mars 1939 appelle les remarques suivantes.

1. Passif.

La dépréciation du franc français, devise en laquelle sont libellés nos engagements à long terme, ramène ce poste de 259,2 millions de francs suisses or au 31 mars 1938 à 255,2 millions au 31 mars 1939.

Le tableau précédent a montré l'évolution des dépôts propres, en devises, des banques centrales. Leur maximum a été atteint le 31 mai 1938 avec près de 184 millions de francs suisses or. Leur minimum se place, à fin septembre, avec 100 millions. La diminution enregistrée au cours de cette période de quatre mois a été proportionnellement plus importante pour les dépôts à vue que pour les dépôts à court terme, ainsi qu'il ressort des pourcentages de variation indiqués au tableau ci-dessous:

Millions de francs suisses or	Dépôts en devises	
	à court terme	à vue
31 mai	127,5	56,3
30 septembre	76,9	23,2
Différence du 31 mai au 30 sept.	- 50,6	- 33,2
% de diminution	- 40	- 59

Les dépôts des banques centrales pour compte d'autres déposants s'inscrivaient à 3,3 millions au 31 mars 1938. Ils atteignaient 1,8 million au 31 mars 1939. Dans l'intervalle, leur total est demeuré compris entre 3,6 millions au maximum et 1,5 million au minimum. Les dépôts d'autres déposants atteignaient un chiffre de 2,2 millions au 31 mars 1938. Ils se sont, ensuite, élevés lentement à 6,9 millions au 30 septembre, puis ont subi une diminution continue qui les a ramenés à 4,4 millions au 31 mars 1939.

Les dépôts à vue en poids d'or sont demeurés sensiblement au même niveau tout au long de l'exercice (9,6 millions au début de l'exercice, 9,7 millions à la fin.) Durant cette période, leur maximum a été de 9,8 et leur minimum de 9,1 millions. Les mouvements enregistrés à ces comptes pendant l'année ont, toutefois, revêtu une importance relative, et de nouveaux déposants se sont ralliés au principe des règlements par notre intermédiaire, sur la base de poids d'or. Le nombre de ces comptes était de 14 au 31 mars 1938; il s'élevait à 19 au 31 mars 1939. Leur jeu s'adapte particulièrement bien au système de règlements postaux par notre entremise; il facilite, en outre, les opérations de répartition et de versement de fonds en diverses devises, même et surtout lorsqu'il s'agit de sommes de faible importance. La Banque peut virer de l'or d'un compte à l'autre, ce qui permet d'effectuer les ventes sur les diverses places au mieux des intérêts des donneurs d'ordres. Ces comptes de dépôt-ont ont donné une autre preuve de leur utilité en permettant un règlement aisé des «pointes» impliquées par les opérations de ventes et d'échanges d'or.

2. Actif.

L'or en lingots, dont le chiffre était au 31 mars 1938 de 20,9 millions de francs suisses or, figure pour 38,7 millions au bilan au 31 mars 1939. Sauf au 30 septembre, où il était revenu à 19,2 millions, le montant de ce poste a presque constamment dépassé 21 millions. Il atteignait son maximum, à fin février 1939, avec 51,1 millions.

Notre stock d'or propre correspond à l'excédent de l'encaisse lingots sur les engagements en or figurant aux comptes de dépôts bancaires en poids d'or. Il a oscillé, au cours de l'exercice, entre 9,9 millions au minimum, le 30 septembre 1938, et 41,3 millions au maximum le 28 février 1939. L'expérience a montré que le maintien d'un stock d'en moyenne 25 millions au moins était désirable. Avec lui, en effet, la Banque peut assurer, dans les meilleures conditions, les opérations sur or qui lui sont confiées. En outre, elle a, de la sorte, la possibilité de se constituer, par des ventes d'or, un volant de trésorerie supplémentaire en devises.

Après être demeurée un certain temps aux environs de son niveau au 31 mars 1938 — 22,2 millions —, notre encaisse-devises maintenue sous forme de «cash» auprès de banques centrales s'est accrue dès fin juin, pour atteindre jusqu'à 48,1 millions au 31 août. Ramenée d'une façon continue jusqu'à 11,9 millions au 28 février, elle s'établissait au 31 mars 1939 à 23,6 millions, soit à peu près à son niveau d'il y a un an.

Les fonds à vue placés à intérêts ont enregistré des variations proportionnellement moins importantes: de 15,8 millions au 31 mars 1938, ils revenaient à 12,5 millions au 28 février 1939, après être constamment demeurés au-dessous de 20 millions. A la fin de l'exercice, un gonflement temporaire les avait portés à 32,7 millions.

Le portefeuille réescomptable n'a pas non plus subi de fluctuations considérables. De 229,6 millions de francs suisses or au 31 mars 1938, il atteignait 248,4 millions au 30 juin. Il s'abaissait ensuite à 197,1 millions au 30 septembre, pour revenir, à fin mars 1939, à 216,9 millions. L'examen de sa composition montre que les effets et acceptations de banque continuent à prendre le pas sur les bons du Trésor. Le volume de la première catégorie de placements passe en effet, au cours de l'exercice, de 126,8 à 142,2 millions, tandis que les bons du Trésor reviennent de 102,8 à 74,7 millions.

Malgré la réduction de 37 millions du total du bilan, l'ensemble des disponibilités s'établissait à 312 millions de francs suisses or au 31 mars 1939 contre 288,5 millions un an auparavant, soit 23,5 millions de plus. Le chiffre des dépôts à vue au 31 mars 1939 n'étant que très peu plus élevé qu'au 31 mars 1938, notre situation de trésorerie peut être considérée comme satisfaisante.

Les fonds à terme placés à intérêts reviennent, du 31 mars 1938 au 31 mars 1939, de 53,9 à 32,8 millions. Leur total était demeuré aux environs du chiffre initial jusqu'à fin novembre.

Les effets et placements divers diminuent également dans une proportion relativement importante. Leur total, qui était de 300,5 millions au 31 mars 1938, revient à 258,7 millions en fin d'exercice. Parmi ces placements, ceux dont la durée est supérieure à six mois ne sont plus que de 68,5 millions au 31 mars 1939, contre 90,7 millions un an auparavant.

La Banque a dû résoudre, au cours de l'exercice, les problèmes que pose actuellement tout placement international de capitaux.

Parmi ceux-ci, on doit souligner la pénurie d'instruments de placements à court terme offrant un rendement suffisant. En dehors de certaines catégories de fonds de nature spéciale, les dépôts qui sont confiés à la Banque sont, en général, libellés dans les devises de marchés où il n'existe que peu ou pas de possibilités de rémunération. La Banque doit résoudre ce problème de rendement au mieux des intérêts de ses clients et des siens propres. C'est, au reste, ce qui l'a amenée à fixer, pour plusieurs devises, des limites aux montants qu'elle accepte de rémunérer en comptes à vue ou à très court terme.

Sans doute certains placements à terme moyen (6 mois par exemple ou un peu davantage) permettraient-ils d'obtenir une certaine rémunération. Malgré la prime à payer pour des accords de remobilisation éventuelle, le revenu de telles opérations demeure, néanmoins, encore acceptable. Malheureusement, des accords de ce type sont rares et difficiles à conclure.

La nécessité de s'inspirer, en tout état de cause, des préoccupations qui semblent guider les déposants — éviter de s'engager à terme — a donc conduit la Banque à s'abstenir d'effectuer des investissements qui ne soient pas rapidement réalisables, c'est-à-dire, en fait, à renoncer à la plupart des placements assurant un rendement substantiel.

* * *

Grâce au développement de ses opérations sur or au cours du dernier exercice, la Banque a, sans doute, rendu, aux banques centrales membres de son organisation, un ensemble de services que certaines d'entre elles auraient, dans la plupart des cas, pu difficilement obtenir par un recours direct aux marchés.

Les méthodes utilisées pour ces opérations ne se sont guère écartées de celles que nous avons suivies au cours des derniers exercices. Nous avons effectué principalement des conversions d'or en devises et inversement, ainsi que des compensations et des expéditions de métal. Les ventes d'or contre devises ont

représenté la majeure partie de ces transactions; c'est ce qui explique d'ailleurs la réduction du volume total de l'or «*earmarked*» auprès de nous. Mais la vitesse de renouvellement de ce stock a été, à certains moments, beaucoup plus considérable que par le passé. La Banque, à de fréquentes reprises, a permis l'économie des frais inhérents aux expéditions matérielles d'or en consentant des avances de fonds à des taux modérés ou encore en utilisant une partie de son stock d'or propre, comme élément de compensation. Elle a été, en l'occurrence, parfois limitée par ses propres obligations de trésorerie. Elle a cependant pu jouer, dans presque toutes les circonstances, le rôle auquel tendaient ses efforts: organiser, en faveur des banques centrales, un «*centre de mouvements d'or*» agissant au mieux des intérêts communs de tous les participants.

* * *

L'évolution a été moins satisfaisante en ce qui concerne les opérations d'aide au financement du commerce international, en partie, sans doute, sous l'influence d'événements qui ont amené la dénonciation de transactions importantes. Le volume de ces opérations, après s'être maintenu jusqu'au mois de novembre à un niveau moyen équivalant approximativement à celui de fin mars 1938, était réduit, à la fin de l'exercice écoulé, à la moitié environ de ce qu'il était à son début.

Comme dans le cas des dépôts en devises, il n'est, en général, fait appel aux services de la Banque par ses correspondants que lorsque ses conditions sont plus favorables que celles des marchés. Pour les devises dans lesquelles notre Institution n'a pas de possibilités de refinancement auprès de la banque centrale responsable, le nombre et le volume des opérations conclues vont donc en s'amenuisant.

Pour des raisons d'ordre général auxquelles d'ailleurs la majorité des banques centrales ont souscrit, l'octroi de ces facilités commerciales nous semble constituer une partie intéressante de notre activité dans leur intérêt commun. Encore convient-il, bien entendu, que l'origine commerciale de ces transactions ne puisse être mise en doute. Aussi la Banque a-t-elle cherché, grâce à des mécanismes techniques appropriés, à assurer l'individualisation des créances commerciales sur lesquelles sont fondées ces opérations. Elle espérait amener ainsi certaines banques centrales à lui ouvrir des crédits de remobilisation dans le cadre de leurs prescriptions statutaires. Mais les difficultés auxquelles elle s'est parfois heurtée à cet égard ne lui ont pas permis de donner suite, à son tour, aux demandes de crédit que certains de ses correspondants lui avaient formulées.

* * *

Dans le domaine des paiements postaux internationaux, comme dans celui des paiements pour le compte des administrations des Télégraphes et Téléphones, nous avons continué d'effectuer, pour le compte de certaines administrations, les transferts suivant la méthode que nous utilisons depuis cinq ans déjà et qui est décrite à la page 87 de notre cinquième Rapport annuel, c'est-à-dire par virements entre les comptes en devises des banques centrales intéressées. Au cours de l'exercice 1938/39, nous avons mis en outre en pratique, de façon effective, après que les organismes intéressés l'eurent étudiée, la nouvelle méthode exposée à la page 124 de notre septième Rapport annuel et qui consiste à utiliser les comptes de dépôt-or à vue. Les résultats obtenus ont été tout à fait satisfaisants.

On sait que certains paiements entre les administrations qui ont adhéré à l'Union postale universelle et à l'Union internationale des télécommunications sont calculés en francs-or, unité monétaire conventionnelle adoptée par la Convention postale universelle et par la Convention internationale des télécommunications. Cette unité monétaire qui, par définition, contient 9/31 gr. d'or fin n'est liée à aucune monnaie nationale. Dès 1934, le Congrès postal universel qui s'était tenu au Caire avait adopté dans le règlement postal annexé à la Convention postale universelle une disposition spéciale permettant aux banques centrales d'effectuer les paiements postaux internationaux par l'intermédiaire de la Banque des Règlements Internationaux. Depuis 1938, les règlements télégraphique et téléphonique annexés à la Convention internationale des télécommunications contiennent également des dispositions analogues pour les membres de l'Union internationale des télécommunications. Grâce aux comptes de dépôt-or à vue ouverts déjà dans nos livres au nom d'un certain nombre de banques centrales, les paiements en francs-or en question peuvent être effectués de la façon la plus simple par transfert d'or d'un compte à l'autre dans nos livres. Grâce à cette méthode, que nous avons mise au point avec la collaboration du Bureau international de l'Union postale universelle et de la Direction générale des postes et télégraphes suisses et que nous avons portée à la connaissance des administrations intéressées, il suffit que le créancier et le débiteur se mettent d'accord sur le choix de la monnaie nationale en laquelle le paiement doit être fait et que le montant en francs-or soit converti en cette monnaie. Par ailleurs, il n'est pas nécessaire qu'il y ait de mouvements effectifs d'or, soit à l'occasion de l'ouverture des comptes de dépôt-or à vue, soit à celle des inscriptions au débit ou au crédit de ces comptes.

Cette procédure présente, entre autres, de sérieux avantages de sécurité, d'économie et de rapidité. Elle ne donne lieu à aucune expédition d'or, de chèques, etc.; elle exclut les fluctuations de cours des monnaies nationales, et la Banque des Règlements Internationaux ne prélève aucune commission pour

elle-même. Il s'ajoute que les paiements opérés sous forme de transferts comptables s'effectuent dans le délai le plus rapide. Ces avantages sont tels que huit pays ont déjà adopté ce mode de paiements internationaux en francs-or. Les résultats favorables que nous avons obtenus jusqu'à présent et les négociations que nous avons engagées avec d'autres pays nous permettent d'espérer que notre rôle en ce domaine se développera encore; il ne s'agit d'ailleurs, en l'occurrence, que d'un aspect particulier d'une des tâches essentielles confiées à la Banque qui est, on le sait, chargée notamment de faciliter dans la mesure du possible le règlement des paiements internationaux.

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

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

Pour ce qui est du service de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924 et de l'Emprunt International 5 $\frac{1}{2}$ % 1930 du Gouvernement Allemand, la situation est également restée inchangée pendant l'exercice pour ce qui a concerné les mandataires (trustees) respectifs: depuis le 1^{er} juillet 1934, ces derniers n'ont rien reçu du gouvernement allemand des fonds nécessaires, dans les monnaies des différentes tranches, pour assurer 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. Lors de la révision de certains de ces accords qui est intervenue au cours de l'exercice, il a été stipulé que le taux d'intérêt serait réduit et que les sommes ainsi économisées seraient affectées à l'amortissement des obligations. Quant aux porteurs qui ne reçoivent pas, en vertu de ces accords, 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 qui sont appliqués dans le cas des marks enregistrés. 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 ou des devises qui ont été déposées aux noms des mandataires (trustees) pour les emprunts respectifs, à la date du 31 mars 1939, est indiquée à l'annexe V.

Pendant l'exercice, la Banque, en sa qualité de mandataire (trustee) de l'Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930, a régulièrement et ponctuellement reçu du gouvernement autrichien (a) en schillings autrichiens, jusqu'au mois d'avril 1938 inclusivement, les revenus gagés qui constituaient la garantie collatérale de l'emprunt et, (b) dans les monnaies des tranches respectives, les versements mensuels, dus pour le service de l'emprunt, qui sont venus à échéance jusqu'au 1^{er} mai 1938 inclusivement. L'Obligation définitive de la tranche américaine contient une clause de «monnaie-or», mais le gouvernement autrichien, suivant l'usage adopté en juillet 1933, a fourni uniquement les fonds nécessaires pour payer les coupons de cette tranche à leur valeur nominale. En conséquence de l'union de l'Autriche et de l'Allemagne, les revenus gagés n'ont pas été passés par le compte du mandataire (trustee) depuis le mois d'avril 1938, et le mandataire (trustee) n'a pas reçu les versements mensuels qui auraient dû être effectués le 1^{er} juin 1938 et ultérieurement, dans les monnaies des tranches respectives pour le service de l'emprunt. Pendant le second semestre de l'année de l'emprunt, qui a pris fin le 30 juin 1938, le mandataire (trustee) n'a, par conséquent, reçu, pour le service de cet emprunt, que cinq versements mensuels et n'a pu payer que les cinq sixièmes du montant nominal des coupons des tranches américaine, britannique et hollandaise, italienne et suisse, échus le 1^{er} juillet 1938. Dans le cas de la tranche suédoise, comme le mandataire (trustee) disposait, au fonds d'amortissement, de montants non dépensés, il a décidé de prélever sur ces derniers les sommes supplémentaires nécessaires pour effectuer le paiement du montant nominal intégral des coupons venant à échéance le 1^{er} juillet 1938. L'Obligation définitive de la tranche autrichienne contient une clause de «valeur-or» et, lorsque les versements mensuels ont été effectués par le gouvernement autrichien pour le service de cette tranche, on a estimé qu'ils étaient suffisants pour que cette clause pût être appliquée. Mais, quand sont venus à échéance les coupons au 1^{er} juillet 1938, il s'est révélé impossible d'appliquer de la manière prescrite la clause de «valeur-or» attachée aux coupons de la tranche autrichienne, le schilling autrichien ayant à cette date cessé d'exister effectivement comme monnaie. De plus, les autorités allemandes décidèrent que les coupons de l'emprunt libellés en schillings seraient payés en reichsmarks. Le mandataire (trustee), disposant, au fonds d'amortissement de la tranche autrichienne, de montants non dépensés, a décidé de prélever sur ces derniers les sommes supplémentaires nécessaires pour effectuer le paiement des coupons au 1^{er} juillet

1938 sur la base de leur valeur nominale. Les autorités allemandes décidèrent de payer en reichsmarks les coupons de l'emprunt libellés en schillings, au taux de 0,67 reichsmark pour un schilling, taux qui avait été fixé pour le règlement des créances exprimées en schillings dans tout le régime intérieur. En ce qui concerne la clause de «valeur-or», les autorités allemandes estimèrent que cette clause aurait été observée si l'on avait converti les schillings en reichsmarks à la parité de ces monnaies, c'est-à-dire au taux de 0,59 reichsmark pour un schilling, et qu'en adoptant le taux de 0,67 reichsmark pour un schilling et en effectuant le paiement des coupons en reichsmarks «libres», la clause de «valeur-or» était plus qu'observée. Quant aux fonds qui figuraient au crédit des comptes en schillings du mandataire (trustee), les autorités allemandes soutinrent que ces comptes représentaient des créances extérieures et que, par conséquent, le taux de conversion des schillings en reichsmarks était de 0,50 reichsmark pour un schilling. En conséquence, il a fallu prélever sur les montants non dépensés du fonds d'amortissement des sommes plus importantes qu'il n'eût été nécessaire si les circonstances avaient été autres. Le mandataire (trustee) de l'emprunt a protesté énergiquement auprès du gouvernement allemand contre l'infraction à l'Obligation générale et aux contrats d'emprunt que constituait le fait de ne pas avoir passé les revenus gagés par le compte du mandataire (trustee) depuis le mois d'avril 1938, et de n'avoir pas payé au mandataire (trustee) dans les monnaies des tranches respectives les versements mensuels venus à échéance le 1^{er} juin 1938 et ultérieurement pour le service de l'emprunt. Le mandataire (trustee) a expressément réservé tous ses droits et ceux des porteurs.

Le gouvernement allemand et certains autres gouvernements ont conclu des accords aux termes desquels les porteurs qui y sont spécifiés sont en mesure de se faire payer une fraction de la valeur nominale de leurs coupons dans la monnaie du pays de leur domicile. Le mandataire (trustee) n'est partie à aucun de ces accords, il n'a à aucun titre participé à leur rédaction, il n'a pris aucune part à leur exécution et il a protesté contre eux auprès du gouvernement allemand, les jugeant incompatibles avec les termes de l'Obligation générale. Le gouvernement allemand a déclaré qu'il ne se considérait pas comme successeur légal de l'ancien Etat fédéral d'Autriche en ce qui concerne les emprunts contractés par celui-ci et que le service de ces emprunts était supprimé. Il a néanmoins offert aux porteurs d'obligations de ces emprunts de leur remettre en échange de leurs titres des titres d'un emprunt du Reich allemand, libellé en reichsmarks, portant intérêt à 4 1/2 % l'an et comportant un amortissement au taux de 2 %, auquel s'ajouteront les intérêts économisés.

Un état des recettes et des paiements du mandataire (trustee) de l'Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930, certifié par les Commis-

saies-vérificateurs, pour la dernière année complète de l'emprunt qui a pris fin le 30 juin 1938, est joint au présent Rapport (annexes IVa et IVb). 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 1939, est indiquée à l'annexe V.

La Banque a continué à remplir les fonctions d'intermédiaire pour le règlement des questions financières soulevées par le rattachement à l'Allemagne du Territoire de la Sarre qui eut lieu en février 1935. Le gouvernement allemand s'est engagé à racheter à la France les mines de la Sarre, chemins de fer, etc., pour une somme forfaitaire de 900 millions de francs français dont le paiement, échelonné sur une période de cinq ans, doit s'effectuer principalement sous forme de livraisons gratuites de charbon et par la remise des francs français et autres moyens de paiement étrangers recueillis dans la Sarre et échangés contre des reichsmarks quand le territoire fut rattaché à l'Allemagne. Au 31 mars 1938, le montant total payé de ce chef par l'Allemagne s'élevait à 681,4 millions de francs français. Pendant l'année examinée, il a été de nouveau payé 108,4 millions de francs français, ce qui porte à 789,8 millions de francs français le total des paiements effectués jusqu'au 31 mars 1939.

Les gouvernements français et allemand ont, comme par le passé, fait appel aux services de la Banque en vue du règlement des questions financières soulevées à l'occasion de la vente de la forêt du Mundat sur la frontière franco-allemande. Au cours de l'année, l'accord a été ratifié par les gouvernements en cause et ses clauses d'ordre financier ont été entièrement remplies.

La Banque a également continué à assumer les fonctions d'intermédiaire pour le service, en Suisse, de l'Emprunt français de Sécurité Nationale 4 $\frac{1}{2}$ % 1937: elle a régulièrement et ponctuellement reçu du gouvernement français et transféré aux divers établissements payeurs, au fur et à mesure de leurs besoins, les fonds nécessaires pour payer les coupons de l'emprunt présentés en Suisse.

3. BÉNÉFICES NETS ET RÉPARTITION.

Il incombe à la présente Assemblée Générale de prendre une décision en ce qui concerne le dividende et de faire des affectations aux fonds de réserves. Les bénéfices nets de l'exercice, après provision pour charges éventuelles, s'élèvent à 8.583.864,63 francs suisses or contre 9.011.956,53 francs suisses or pour le huitième 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 1939, 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.

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 429.193,23 francs suisses or (450.597,83 francs suisses or en 1938), il est proposé à l'Assemblée Générale de fixer le dividende à 6% l'an pour le neuvième exercice social. Le paiement de ce dividende nécessite un prélèvement de 7.500.000 francs suisses or (7.500.000 francs suisses or en 1938). Les bénéfices nets encore disponibles après la distribution de ce dividende, si elle est votée, s'élèvent à 654.671,40 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 130.934,28 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 (212.271,74 francs suisses or en 1938).

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 261.868,56 francs suisses or (424.543,48 francs suisses or en 1938). Le total de la Réserve légale, de la Réserve de dividendes et de la Réserve générale, s'élèverait dès lors, à la fin du neuvième exercice, à 25.092.930,89 francs suisses or.

Le même article des statuts règle la répartition du solde final, soit 261.868,56 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 261.868,56 francs suisses or (424.543,48 francs suisses or en 1938), pour les montants ci-après:

Dépôts du Compte de Trust des Annuités prévus à l'Article IV (e) du Contrat de Mandat (Trust):	1938/39	1937/38
	Francs suisses or	
France	85.270,87	133.407,30
Grande-Bretagne	33.321,91	52.132,53
Italie	17.405,10	27.230,48
Belgique	9.415,36	14.730,44
Roumanie	1.644,95	2.573,54
Yougoslavie	6.846,11	10.710,82
Grèce	563,98	882,36
Portugal	1.080,96	1.691,18
Japon	1.080,96	1.691,18
Pologne	<u>31,33</u>	<u>49,02</u>
	156.661,53	245.098,85
 Dépôt sans intérêt du Gouvernement allemand prévu à l'Article IX du Contrat de Mandat (Trust)	 78.330,76	 122.549,43
 Dépôt du Gouvernement français (Sarre) . .	 853,22	 1.806,20
 Fonds de Garantie du Gouvernement français prévu à l'Article XIII du Contrat de Mandat (Trust)	 <u>26.023,05</u>	 <u>55.089,—</u>
	<u>261.868,56</u>	<u>424.543,48</u>

Les comptes de la Banque et son neuvième 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.

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

Au début de l'exercice social, le Professeur G. Bachmann, Président du Directoire de la Banque Nationale Suisse, dont le mandat était venu à expiration, a été réélu membre du Conseil d'administration pour une nouvelle période de trois ans. Récemment appelé au poste de Président du Conseil de la Banque Nationale Suisse, le Professeur Bachmann a fait part à ses collègues de son intention de se retirer du Conseil d'administration de la Banque des Règlements

Internationaux après l'Assemblée du 8 mai 1939. Le Conseil regrettera vivement le départ d'un de ses membres dont la cordiale collaboration et les sages avis lui ont été précieux au cours des huit dernières années.

A la suite du changement survenu à la Présidence de la Reichsbank, en janvier 1939, le Dr. Schacht s'est retiré du Conseil dont il avait été Administrateur d'office depuis avril 1933. Le Dr. Schacht a été l'un des organisateurs de la Banque. Il a joué un rôle de premier plan dans les négociations de Baden-Baden en 1929, qui sont à l'origine de la fondation de la Banque. Le Conseil lui est reconnaissant des services éminents qu'il a rendus à notre institution. Le Dr. P. Reusch, qui était membre du Conseil depuis la création de la Banque, a également donné sa démission en janvier, au vif regret de tous ses collègues. M. Walther Funk, Ministre des Affaires Economiques du Reich, est entré au Conseil en qualité d'Administrateur d'office lorsqu'il a pris la succession du Dr. Schacht comme Président du Directoire de la Reichsbank, et il a désigné le Dr. Hermann Schmitz pour prendre au Conseil la place du Dr. Reusch.

Le Professeur Beneduce, Vice-Président du Conseil, a été appelé au Sénat italien; conformément aux statuts de la Banque, il ne pourra donc voir renouveler son mandat d'Administrateur. Le Professeur Beneduce a participé également aux négociations de Baden-Baden, en 1929; depuis la création de la Banque, il siégeait à notre Conseil dont il a assumé la vice-présidence pendant les sept dernières années. Il a été membre de deux comités internationaux qui se sont réunis à la Banque en 1931, aux mois d'août et de décembre respectivement, et il a rempli les fonctions de Président du second de ces comités. Les connaissances étendues et la grande expérience des questions financières qu'il a mises à la disposition de la Banque ont rendu à notre établissement d'inappréciables services, et son départ est profondément regretté. Le Gouverneur de la Banque d'Italie a désigné le Professeur Francesco Giordani pour succéder au Professeur Beneduce en qualité de membre du Conseil.

Parmi les membres suppléants, M. E. Hülse et le Dr. W. Vocke, Suppléants du Président de la Reichsbank, ont quitté notre Conseil en cessant leurs fonctions à la Reichsbank. M. Hülse et le Dr. Vocke avaient tous les deux pris une part active aux négociations de Baden-Baden. M. Hülse a été le premier à occuper le poste de Directeur Général Adjoint de notre institution; par la suite, nommé Suppléant du Président de la Reichsbank, il a collaboré avec le Dr. Vocke qui avait été chargé de cette fonction dès la création de la Banque. M. Walther Funk a choisi pour les remplacer M. Emil Puhl, membre du Directoire de la Reichsbank.

VIII. CONCLUSION.

Le développement continu des dépenses publiques, à des fins d'ordre militaire ou autres, exerce, sur les différents secteurs de l'activité économique, une influence qui devient prépondérante; il pose des problèmes de structure auxquels ont à faire face tous les pays, quelle qu'en soit l'orientation politique et économique. Les préoccupations des milieux gouvernementaux et des milieux d'affaires présentent, dans les nations petites ou grandes, une frappante similitude; qu'elles se rapportent à des embarras immédiats ou à la simple éventualité de difficultés futures, les mêmes questions sont partout à l'ordre du jour.

A l'époque où elle atteignait son plus haut degré d'acuité, la crise économique s'accompagnait de chômage, cependant que des machines restaient inutilisées et des capitaux sans emploi. Il convenait de mettre fin à un tel état de choses, mais, dans beaucoup de pays, la reprise elle-même n'a pas résolu, à beaucoup près, la question des excédents de main-d'œuvre, et l'amélioration des affaires, au lieu de se généraliser, a conservé un caractère fragmentaire. Les gouvernements, semblait-il, ne pouvaient manquer de mettre à profit ce potentiel d'énergies, et des perspectives quasi illimitées s'ouvraient devant les producteurs de chaque pays. Suivant les situations économiques respectives et les tempéraments nationaux, les efforts ont tendu à élargir les marchés intérieurs ou à développer la production sur place des marchandises antérieurement achetées à l'étranger. De surcroît, une part sans cesse accrue de la capacité économique de chaque pays a été détournée vers des branches de la production sans rapports, au moins directs, avec les besoins de la consommation.

Cette époque, où les nations de l'ancien monde avaient à tenir compte du problème soulevé par les excédents de capacité de production, semble aujourd'hui toucher à son terme; dans quelques pays, elle est même déjà révolue. Dans presque tous les cas, la logique irrésistible des faits a contraint les gouvernements d'accorder plus d'attention au problème du commerce extérieur: l'augmentation de la production nationale, qu'elle tende à compléter l'approvisionnement du marché intérieur ou à substituer des produits indigènes aux marchandises étrangères, provoque tôt ou tard un accroissement d'importations. Et ce résultat n'est que plus vite atteint lorsque l'augmentation de la production s'applique à des fins autres qu'économiques. Il devient alors nécessaire que, dans chaque pays, une part de la capacité de production soit réservée à la fabrication de marchandises à exporter. La diversité des méthodes employées pour stimuler les exportations montre quelle attention est désormais prêtée, partout, aux questions de commerce extérieur — et cette tendance nouvelle

contraste singulièrement avec la politique suivie de 1932 à 1937. Le développement du commerce international n'est pas incompatible avec l'intérêt bien compris des différents pays, puisque l'augmentation des exportations est liée à celle des importations. Le problème qui se pose dans tous les pays consiste à adapter la production aux nécessités combinées des commerces intérieur et extérieur, en tenant compte des demandes des pays importateurs, dont les besoins auront d'ailleurs pu notablement varier avec l'évolution de leur production propre. Les événements ont prouvé, au surplus, que le développement du commerce mondial et les efforts faits pour mettre les marchés nationaux plus complètement en mesure de se suffire à eux-mêmes, n'étaient pas inconciliables.

Mais, dans tous les pays, quelles que soient leur structure et les méthodes auxquelles ils ont recours, lorsque les limites de la capacité de production sont près d'être atteintes, la déviation de la production vers des fins étrangères à la satisfaction des besoins de consommation normaux ne peut manquer d'influer sur le niveau général de vie. Ce niveau doit s'abaisser à partir du moment où l'activité générale des affaires ne parvient plus à s'accroître suffisamment pour faire face à l'exécution des travaux d'ordre extra-économique (parmi lesquels il faut ranger la production des marchandises dont l'exportation est requise pour couvrir des importations dépourvues d'utilité économique réelle).

Pour des raisons psychologiques et sociales, il n'est, il va de soi, en aucune mesure indifférent que ce résultat soit atteint par l'intermédiaire d'une inflation financière génératrice de hausse des prix ou d'une politique de fiscalité et d'emprunts, qui aboutit à l'absorption par l'Etat des pouvoirs d'achat privés; mais, dans les deux cas, il est impossible qu'on n'ait pas à enregistrer un abaissement du niveau de vie.

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	23.772
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

* La question de l'attribution des droits de vote attachés aux actions qui avaient été originellement émises en Tchéco-Slovaquie n'a pas encore été tranchée.

BILAN AU

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

ACTIF			
			%
I. OR EN LINGOTS		38.745.664,44	6,4
II. ENCAISSE			
A la Banque et en compte courant dans d'autres Banques		23.612.114,42	3,9
III. FONDS A VUE placés à intérêts		32.728.172,67	5,4
IV. PORTEFEUILLE RÉESCOMPTABLE			
1. Effets de commerce et acceptations de Banque	142.177.214,41		23,4
2. Bons du Trésor	74.739.604,64		12,3
		216.916.819,05	
V. FONDS A TERME placés à intérêts			
A 3 mois au maximum		32.760.821,64	5,4
VI. EFFETS ET PLACEMENTS DIVERS			
1. Bons du Trésor	110.349.724,56		17,7
2. Effets de Chemins de fer et de l'Adminis- tration des Postes, autres effets et place- ments divers	148.384.073,71		25,0
		258.733.798,27	
VII. AUTRES ACTIFS			
1. Garantie reçue de Banques Centrales sur effets cédés	823.733,39		0,1
2. Autres postes	2.201.841,21		0,4
		3.025.574,60	
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.			
		606.522.965,09	100,0

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 1939.

31 MARS 1939

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,—	20,6
II. RÉSERVES			
1. Fonds de Réserve Légale	4.688.205,43		
2. Fonds de Réserve de Dividendes	6.527.576,47		
3. Fonds de Réserve Générale	13.055.152,92	24.270.934,82	4,0
III. ENGAGEMENTS A LONG TERME			
1. Dépôts au Compte de Trust des Annuités	153.126.250,—		25,3
2. Dépôt du Gouvernement allemand	76.563.125,—		12,6
3. Dépôt du Gouvernement français (Sarre)	808.500,—		0,1
4. Fonds de garantie du Gouvernement français	24.659.184,19		4,1
		255.157.059,19	
IV. DÉPÔTS A COURT TERME ET A VUE (en monnaies diverses)			
1. Banques Centrales pour leur compte:			
a) A 3 mois au maximum	97.248.724,63		16,1
b) A vue	46.266.580,25		7,6
2. Banques Centrales pour le compte d'autres déposants:		143.515.304,88	
A vue		1.823.023,74	0,3
3. Autres déposants:			
a) A 3 mois au maximum	32.665,03		0,0
b) A vue	4.404.975,85		0,7
		4.437.640,88	
V. DÉPÔTS A VUE (Or)		9.664.798,66	1,6
VI. DIVERS			
1. Garantie donnée sur effets de commerce cédés	1.455.606,77		0,2
2. Autres postes	32.614.731,52		5,4
		34.070.338,29	
VII. SURPLUS			
Bénéfice pour l'exercice social ayant pris fin le 31 mars 1939		8.583.864,63	1,4
		606.522.965,09	100,0

la Banque, pour l'exercice social ayant pris fin le 31 mars 1939. 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 1939

	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	10.405.268,62
Commissions de la Banque:	
En qualité de Mandataire (Trustee) (ou Agent Financier des Trustees) d'Emprunts Internationaux	126.862,25
En raison de crédits spéciaux	118.967,53
Droits de transfert	534,82
	10.651.633,22
Frais d'administration:	
Conseil d'Administration — indemnités et frais de voyage	218.508,70
Direction et personnel — traitements et frais de voyage	1.443.572,36
Loyer, assurance, chauffage, éclairage et eau	110.268,85
Fournitures de bureau, livres, périodiques	91.255,32
Téléphone, télégraphe et frais postaux	59.063,41
Rémunérations d'experts (Commissaires-Vérificateurs, interprètes, etc.)	14.763,06
Imposition cantonale	34.211,49
Droits d'abonnement sur l'émission française des actions de la Banque	33.486,02
Divers	62.639,38
	2.067.768,59
BÉNÉFICE NET	8.583.864,63

COMPTÉ D'AFFECTATION DU BÉNÉFICE NET

	<u>Francs suisses or</u>
BÉNÉFICE NET pour l'exercice social ayant pris fin le 31 mars 1939	8.583.864,63
Réparti conformément à l'Article 53 a), b), c) et d) des Statuts, de la façon suivante:	
Au Fonds de Réserve Légale — 5 % de 8.583.864,63	429.193,23
	<u>8.154.671,40</u>
Dividende au taux de 6 % par an sur le capital versé	7.500.000,—
	<u>654.671,40</u>
Au Fonds de Réserve de Dividendes — 20 % de 654.671,40	130.934,28
	<u>523.737,12</u>
Au Fonds de Réserve Générale — 50 % de 523.737,12	261.868,56
Solde	<u>261.868,56</u>

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

	<u>Francs suisses or</u>	
Dépôts au Compte de Trust des Annuités prévus à l'Article IV e) du Contrat de Mandat (Trust)		
France	85.270,87	
Grande-Bretagne	33.321,91	
Italie	17.405,10	
Belgique	9.415,36	
Roumanie	1.644,95	
Yougoslavie	6.846,11	
Grèce	563,98	
Portugal	1.080,96	
Japon	1.080,96	
Pologne	<u>31,33</u>	156.661,53
Dépôt sans intérêt du Gouvernement allemand prévu à l'Article IX du Contrat de Mandat (Trust)		
		78.330,76
Dépôt du Gouvernement français (Sarre)		
		853,22
Fonds de Garantie du Gouvernement français prévu à l'Article XIII du Contrat de Mandat (Trust)		
	<u>26.023,05</u>	<u>261.868,56</u>

TRUSTEE DE L'EMPRUNT INTERNATIONAL DE

État des Recettes et des Paiements pour la huitième

Recettes	Tranche américaine Dollars	Tranches anglaise et hollandaise Sterling
1. SOLDES EN BANQUE au 1 ^{er} juillet 1937	780.924,88	106,346.17. 3
2. REÇU DU GOUVERNEMENT AUTRICHIEN pour :		
le service des intérêts :		
espèces	1.307.043,06	183,563. 3. 7
intérêts courus sur les obligations remises par le Gouvernement autrichien pour annulation (voir ci-dessous)	6.520,69	1,106.12. 3
l'amortissement des obligations :		
espèces	154.523,70	403. 2. 6
obligations remises par le Gouvernement autrichien pour annulation (voir ci-dessous)	462.470,—	84,778. 2. 6
les frais	3.342,60	853.16. 9
3. INTÉRÊTS PERÇUS sur les fonds employés en attendant leur utilisation pour le service de l'emprunt	1.188,90	277.13. 3
	2.716.013,83	377,329. 8. 1

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	1.447.142,45	203,373. 9. 7
Intérêts courus sur les obligations remises par le Gouvernement autrichien en paiement partiel des versements pour le service de l'emprunt (voir ci-dessus)	6.520,69	1,106.12. 3
2. AMORTISSEMENT		
Obligations sorties aux tirages et remboursées	—	—
Obligations rachetées par les Agents Financiers	138.021,25	454.—. 5
Obligations remises par le Gouvernement autrichien contre reversement en espèces	32.960,—	—
Obligations remises par le Gouvernement autrichien en paiement partiel des versements pour le service de l'emprunt (voir ci-dessus)	462.470,—	84,778. 2. 6
3. FRAIS		
Commission et frais des Agents Financiers et indemnités et frais du Mandataire (Trustee)	6.203,75	1,045. 7. 6
4. SOLDES EN BANQUE au 30 juin 1938, détenus aux fins indiquées à l'Annexe IV b	622.695,69	86,571.15.10
	2.716.013,83	377,329. 8. 1

NOTES — (1) L'obligation définitive de la tranche américaine de l'emprunt contient une clause de « monnaie-or », mais (2) En conséquence de l'union de l'Autriche et de l'Allemagne, les revenus gagés qui constituent la garantie versements mensuels qui auraient dû être effectués le 1^{er} juin 1938 et ultérieurement dans les monnaies des de l'année de l'emprunt qui a pris fin le 30 juin 1938, le Mandataire (Trustee) n'a, par conséquent, reçu, pour des coupons des tranches américaine, anglaise et hollandaise, italienne et suisse, échus le 1^{er} juillet 1938. dépensés, il a été prélevé sur ces derniers les montants supplémentaires nécessaires pour effectuer le paiement. L'obligation définitive de la tranche autrichienne contient une clause de « valeur-or » qu'il est impossible monnaie. Les autorités allemandes ont, en conséquence, décidé de payer en reichsmarks « livres » les coupons taux appliqué dans le régime intérieur au règlement de toutes les créances exprimées en schillings. On disposait au fonds d'amortissement de montants en schillings non dépensés, pour compléter le compte du fonds d'amortissement, ainsi que le montre l'Etat indiquant les Fonds entre les mains des d'après laquelle les fonds figurant au crédit des comptes en schillings du Mandataire (Trustee) représentent une

CERTIFICAT DES

Nous avons vérifié les livres et les comptes du Mandataire (Trustee) de l'Emprunt International 30 juin 1938, et nous déclarons qu'à notre connaissance l'État des Recettes et des Paiements qui l'accompagnent, les transactions de la période précitée. Nous avons aussi vérifié les soldes
 ZURICH, le 15 Février 1939.

LA RÉPUBLIQUE FÉDÉRALE D'AUTRICHE 1930

année de l'Emprunt (du 1^{er} Juillet 1937 au 30 Juin 1938)

Tranche italienne Lires	Tranche suédoise Cour. suédoises	Tranche suisse Francs suisses	Tranche autrichienne Schillings	Frais généraux	
				Sterling	Francs suisses
3.197.858,20	534.461,18	789.451,86	1.988.785,03	—	—
5.223.903,37	566.907,37	1.320.474,29	3.443.750,82	—	—
32.119,50	—	5.100,29	—	—	—
5.307,50	210.752,50	271.479,20	1.513.640,94	—	—
2.435.950,—	—	332.320,—	—	—	—
26.809,20	2.542,55	6.716,16	15.736,—	300.—,—	24.492,20
8.397,98	2.988,74	2.269,87	—	—	—
10.930.345,75	1.317.652,34	2.727.811,67	6.961.912,79	300.—,—	24.492,20

5.809.471,10	628.740,—	1.475.809,43	3.789.166,03	—	—
32.119,50	—	5.100,29	—	—	—
—	216.300,—	—	—	—	—
—	—	201.947,50	—	—	—
4.120,—	—	72.100,—	630.722,56	—	—
2.435.950,—	—	332.320,—	—	—	—
32.039,60	3.406,20	8.100,63	30.227,78	300.—,—	24.492,20
2.616.645,55	469.206,14	632.433,82	2.511.796,42	—	—
10.930.345,75	1.317.652,34	2.727.811,67	6.961.912,79	300.—,—	24.492,20

depuis juillet 1933, le Mandataire (Trustee) n'a pas reçu les sommes nécessaires pour que cette clause puisse être appliquée. collatérale de l'emprunt n'ont pas été passés par le compte du Mandataire (Trustee) depuis le mois d'avril 1938 et les tranches respectives pour le service de l'emprunt, n'ont pas été remis au Mandataire (Trustee). Pendant le second semestre le service de cet emprunt, que cinq versements mensuels et n'a pu payer que les cinq sixièmes du montant nominal Dans le cas de la tranche suédoise, comme le Mandataire (Trustee) disposait, au fonds d'amortissement, de montants non ment du montant nominal intégral des coupons venus à échéance le 1^{er} juillet 1938.

d'appliquer de la manière prescrite en raison du fait que le schilling autrichien a cessé d'exister effectivement comme de l'emprunt libellés en schillings venus à échéance le 1^{er} juillet 1938, au taux de 1,50 schilling pour 1 reichsmark,

paiement des coupons de la tranche autrichienne, échus le 1^{er} juillet 1938, mais la somme prélevée à cet effet sur le Dépositaires [Annexe IV b — poste 1. b)] s'est trouvée augmentée du fait d'une décision des autorités allemandes créance extérieure dont le taux de conversion est de 2 schillings pour 1 reichsmark.

COMMISSAIRES-VÉRIFICATEURS

de la République Fédérale d'Autriche 1930, pour la huitième année de l'emprunt ayant pris fin le ci-dessus est conforme à ces livres et comptes et qu'il reproduit correctement, avec les Notes en banque au 30 juin 1938, 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 1938 étaient détenus pour:

1. a) les coupons échus non encore présentés
- b) les coupons payables le 1^{er} juillet 1938
 sur le fonds du service des intérêts
- sur le fonds d'amortissement des obligations
2. les frais encourus au 30 juin 1938, 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 4.908,60 francs suisses déposés dans une banque, ancienne-
 ment Agent Financier, qui a suspendu ses paiements)
- Total des soldes en banque d'après l'État des Recettes et des Paiements — Annexe IV a .

État indiquant les obligations

Valeur nominale des obligations émises

Moins la valeur nominale des obligations amorties pendant:

1. les sept premières années de l'emprunt
2. la huitième année de l'emprunt

Valeur nominale des obligations non amorties au 30 juin 1938 (voir note ci-dessous)

NOTE: Quand elles sont amorties par tirages,

LA RÉPUBLIQUE FÉDÉRALE D'AUTRICHE 1930

des Dépositaires au 30 Juin 1938

Tranche américaine Dollars	Tranches anglaise et hollandaise Sterling	Tranche italienne Lires	Tranche suédoise Cour. suédoises	Tranche suisse Francs suisses	Tranche autrichienne Schillings
19.414,50	1,382.10.—	169.055,25	—	13.650,—	46.233,98
588.456,—	83,040. 8. 4	2.370.917,24	255.850,—	595.126,44	1.562.415,68
—	—	—	51.170,—	—	395.034,94
355,53	14.15.10	12.727,30	1.729,01	3.077,25	296,12
608.226,03	84,437.14. 2	2.552.699,79	308.749,01	611.853,69	2.003.980,72
20,77	37. 2. 4	1.619,26	159.782,50	462,16	488.011,46
14.448,89	2,096.19. 4	62.326,50	674,63	20.117,97	19.804,24
622.695,69	86,571.15.10	2.616.645,55	469.206,14	632.433,82	2.511.796,42

non amorties au 30 Juin 1938

25.000.000,—	3.500.000,—	100.000.000,—	10.000.000,—	25.000.000,—	50.000.000,—
4.201.200,—	569.500,—	16.340.000,—	1.018.000,—	3.983.000,—	7.575.500,—
618.000,—	83.400,—	2.369.000,—	210.000,—	608.000,—	478.400,—
20.180.800,—	2.847.100,—	81.291.000,—	8.772.000,—	20.409.000,—	41.946.100,—

les obligations sont remboursables à 103 %.

EMPRUNTS INTERNATIONAUX

pour lesquels la Banque est Trustee ou Agent Fiscal des Trustees
Fonds disponibles au 31 Mars 1939

	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 .	639.334,57	697,11	1.311,94	641.343,62
les obligations sorties aux tirages, mais non encore présentées au remboursement	3.517,62	—	—	3.517,62
les coupons échus, mais non encore présentés	63.067,30	55.549,92	149.220,04	267.837,26
des postes divers	292.702,37	6.306,67	85.915,05	384.924,09
TOTAL .	998.621,86	62.553,70	236.447,03	1.297.622,59

CONSEIL D'ADMINISTRATION

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

Dott. V. Azzolini, Rome.
** Prof. Dr. G. Bachmann, Zurich.
Baron Brincard, Paris.
Pierre Fournier, Paris.
Walther Funk, Berlin.
Alexandre Galopin, Bruxelles.
Georges Janssen, Bruxelles.
Hisakira Kano, Londres.
Montagu Collet Norman, Londres.
Ivar Rooth, Stockholm.
Dr. Hermann Schmitz, 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 F. Cobbold, Londres.
Emil Puhl, Berlin.
Dott. Pasquale Troise ou } Rome.
Dott. Mario Pennachio, }

DIRECTION

Dr. J. W. Beyen	Président.
Roger Auboin	Directeur Général.
Paul Hechler	Directeur Général Adjoint.
Dott. Raffaele Pilotti	Secrétaire Général.
Marcel van Zeeland	Directeur.

Dr. Per Jacobsson	Conseiller économique.
Dr. Felix Weiser	Conseiller juridique.

* Sera remplacé, comme Administrateur, par Prof. Francesco Giordani.

** Se retire du Conseil, le 8 mai 1939.