JOURNAL DE LA SOCIÉTÉ STATISTIQUE DE PARIS

GEORGES ROYOT

Les mouvements internationaux de capitaux

Journal de la société statistique de Paris, tome 70 (1929), p. 129-143
<http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1929__70__129_0>

© Société de statistique de Paris, 1929, tous droits réservés.

L'accès aux archives de la revue « Journal de la société statistique de Paris » (http://publications-sfds.math.cnrs.fr/index.php/J-SFdS) implique l'accord avec les conditions générales d'utilisation (http://www.numdam.org/conditions). Toute utilisation commerciale ou impression systématique est constitutive d'une infraction pénale. Toute copie ou impression de ce fichier doit contenir la présente mention de copyright.

NUMDAM
Article numérisé dans le cadre du programme
Numérisation de documents anciens mathématiques
http://www.numdam.org/

II

LES MOUVEMENTS INTERNATIONAUX DE CAPITAUX

La question des mouvements internationaux de capitaux est une des questions les plus complexes qui se posent, aussi bien dans la théorie que dans la pratique.

Si l'on veut traiter à fond cette question, on se heurte à des problèmes de tous ordres. Si l'on étudie les mouvements de capitaux à court terme, il est nécessaire d'envisager sous leurs divers aspects les conditions des marchés monétaires, les réactions réciproques de leurs divers compartiments, les taux qui prévalent pour chacun d'eux; on ne peut, à cet égard, se dispenser, par exemple, d'exposer les phénomènes monétaires qui se sont déroulés en France au cours des deux dernières années. Un exposé complet des mouvements de capitaux à long terme impliquerait l'étude de tout le processus des exportations de capitaux réalisées par l'Angleterre, les États-Unis et, d'une manière générale, par les pays créditeurs, et, par ailleurs, l'étude du mécanisme de l'absorption et, en quelque sorte, de la digestion des capitaux par les pays auxquels ils sont destinés. Il nous faudrait, en somme, assister à la vie des capitaux, à leur naissance, à leurs transformations, à leur évolution. Par ailleurs, l'utilisation des capitaux par les pays emprunteurs et leur exode hors des pays prêteurs confère à la question un aspect à la fois de politique intérieure et de politique internationale. On peut observer que le problème politique prend des formes et des dénominations appropriées à chaque situation : en

Allemagne, on l'appellera question de la productivité des emprunts extérieurs et question des transferts; en France, on lui donnera la forme de la main-mise des étrangers sur les affaires françaises, et on l'exploitera en faveur du système des actions à vote privilégié; en Amérique, on fera du fait de l'exportation des capitaux la base d'une théorie — souvent dissimulée — du « monopole de financement » des pays qui ont commencé à faire appel aux capitaux américains, et l'on essaiera d'appliquer à certains États européens — qui s'en défient maintenant — cette formule née dans l'esprit des hardis, mais encore jeunes banquiers de l'après-guerre.

La simple énumération des questions qui se posent — et qui sont toutes intéressantes — prendrait à elle seule une partie du temps dont nous disposons. Aussi désirons-nous limiter notre exposé à celui des mouvements de capitaux à long terme, tels qu'ils nous sont révélés par les statistiques dressées dans divers pays pour les émissions étrangères et par l'examen des conditions dans lesquelles ces migrations de capitaux se produisent. Mais il n'est guère possible d'établir une distinction absolue entre les mouvements des diverses sortes de capitaux, et d'« isoler » en quelque sorte le problème d'une façon parfaite : l'élément caractéristique de ces dernières années, aussi bien dans les pays prêteurs que dans les pays emprunteurs, a été, en effet, la superposition, l'enchevêtrement, et pour tout dire, l'échafaudage des crédits à court et à long terme.

Il semble que l'on puisse, malgré tout, distinguer deux natures de mouvements de capitaux : les mouvements *libres*, *automatiques*, et les mouvements *dirigés*, et observer tout de suite que, dans les mouvements de capitauxdirigés, le problème économique cède les plus souvent le pas au problème politique.

Suivant l'économiste allemand A. Lansburgh, partout où l'on s'abstient d'interventions violentes, les mouvements de capitaux sont la suite logique du rapport existant entre la formation des capitaux et l'utilisation des capitaux, rapport dont l'existence se traduit par le taux d'intérêt pratiqué pour les prêts à court terme et à long terme.

Un pays devient exportateur de capitaux lorsque, dans ce pays, la formation des capitaux prend un développement tel que les entreprises et les collectivités privées ou publiques qui utilisent en temps ordinaire les capitaux d'épargne ne possèdent plus d'emploi rémunérateur pour l'ensemble du produit de l'épargne. Lorsqu'un pays développe régulièrement, pendant de longues années, son activité industrielle et commerciale, la production et la consommation demeurent dans un état d'équilibre. Or, l'affectation aux industries productrices, pendant une période déterminée, de la totalité des capitaux d'épargne qui se créent dans un pays amène une augmentation de la production qui détruit l'équilibre précédemment établi. Cet équilibre ne se rétablit que si la consommation s'accroît dans une mesure correspondant à cette augmentation. Mais un accroissement de la consommation et, en particulier, de ces consommations qualifiées d'improductives, emporte généralement des conséquences dommageables. Il donne lieu à des investissements inutiles, à la création d'entreprises improductives, et la baisse du taux de l'intérêt qui en est une conséquence amène une diminution dans la formation des capitaux. Tout cela peut être évité si l'on se ménage une sorte de soupape de sûreté..., qui est la possi-

bilité de l'exportation des capitaux et du placement à l'étranger de l'excédent des produits de l'épargne.

On a constaté que la nature des revenus propres à certains pays, ou l'évolution industrielle et commerciale de ces pays, les condamnait en quelque sorte à devenir exportateurs de capitaux : tels sont, par exemple, la Suisse, ou les États-Unis depuis la guerre. Mais, s'il existe, pour certains États, une tendance naturelle à l'exportation des capitaux, elle se trouve compensée par la tendance inverse à l'importation des capitaux qui se fait jour dans d'autres pays, des pays neufs qui se sont créés après la guerre et dans lesquels la formation de l'épargne n'a pu suffire, malgré l'absence de toute dette intérieure et parfois extérieure, à assurer l'essor économique et industriel.

***

Nous avons déjà dit à quel point était complexe le problème des conséquences des mouvements de capitaux. Mais la notion, le concept même de mouvement de capital, qui, à première vue, semble très facile à réaliser, est elle-même extrêmement délicate à saisir : c'est ainsi que M. Max Hermant a pu dire, dans un exposé fait au début de l'année dernière, que la circulation des capitaux posait, au sens de la critique Kantienne, une véritable antinomie de la raison.

D'une part, en effet, on parle de mouvements saisonniers d'importation et d'exportation de capitaux; on étudie les importations des capitaux étrangers dans divers pays, en France, en Allemagne, en Pologne, par exemple. On admet donc comme possible, par là même, une certaine mobilité des capitaux : on a évoqué en France, à diverses reprises, et en particulier, après 1921 et après 1926, la menace de ces « capitaux flottants » qui, d'abord, représentaient des francs, et, plus tard, étaient devenus des devises.

D'autre part, la doctrine classique des transferts s'oppose à cette conception de la mobilité de capitaux. Suivant l'économiste suédois Gustave Cassel, un mouvement d'exportation de capitaux ne serait rien autre que l'échange d'une monnaie contre une autre monnaie. Pour cet auteur, l'élément caractéristique d'un mouvement de capital serait qu'il implique un transfert de sommes d'une monnaie en une autre monnaie et que ce transfert se trouve étroitement lié à la balance du commerce international. Cassel affirme, en effet, que le transfert de capital est toujours contrebalancé par une exportation de marchandises de même valeur, les marchandises pouvant naturellement être remplacées par des services tels que les frets, les services de banque et de compagnies d'assurance, etc... Mais dans tous les cas, le transfert des capitaux doit toujours être compensé par une certaine espèce de transferts d'utilité.

Avant tout, Messieurs, il nous faut faire justice de certaines théories des mouvements internationaux de capitaux qui, en pratique, rendent ces mouvements impossibles. En réalité — nous ne nous attarderons pas à une démonstration qui ressort de l'économie politique — en temps normal, les transferts de capitaux ne se traduisent *jamais* par des transferts de marchandises, mais bien par des transferts de *créances*. Il y a longtemps déjà, Léon Say avait

signalé cette confusion entre la possession d'une richesse et la possession d'un titre qui ouvre un droit sur cette richesse.

Les théories du transfert, que nous avons évoquées — théories qui font d'ailleurs actuellement l'objet de discussions suivies — d'une part ne s'appliquent qu'aux capitaux créés par les mouvements de marchandises sans tenir compte des mouvements des capitaux-crédits et, d'autre part, ne s'appliquent qu'à des capitaux échangés à termes égaux : elles négligent l'intervention dans les échanges du facteur *temps;* ce qui pis est, elles font usage de la notion du taux de l'intérêt alors qu'en faisant abstraction du temps elles nient implicitement l'existence d'un taux de l'intérêt, qui ne se conçoit qu'en fonction du temps.

On peut donc se rallier, pour définir un transfert de capitaux, à la formule suivante : *un échange de créances à termes différents.* Ainsi, quand on parle d'un mouvement de capitaux à long terme, on entend simplement un échange de créances à vue ou à court terme contre des créances à long terme, soit récupérables en une seule fois à un terme fixe, soit récupérables par annuités. S'il s'agit de mouvements de capitaux à court terme, il s'agit de l'échange de créances à vue contre des créances récupérables dans un délai qui n'excède pas, par exemple, un certain nombre de mois. Nous verrons d'ailleurs qu'il n'y a pas une distinction parfaite entre ces divers courants de capitaux.

***

Aux questions de doctrine, il convient de juxtaposer les questions pratiques. Et celle qui se pose ici est celle du *mécanisme* de ces mouvements de capitaux.

Quoique cette question paraisse se poser uniquement dans le domaine pratique, elle a cependant donné lieu à des controverses théoriques interminables. Il semble toutefois que l'on puisse envisager l'opération de la façon suivante :

Supposons qu'une banque américaine accorde un emprunt à long terme de 10 millions de dollars à une société industrielle allemande — c'est là un cas qui s'est présenté de nombreuses fois au cours de ces années dernières. En créditant de 10 millions de dollars — moins sa commission bien entendu — la banque correspondante à New-York de la Société allemande, la banque américaine met à la disposition de l'emprunteur une partie déterminée du pouvoir d'achat qui existe à cette époque en Amérique.

Or, l'emprunteur allemand souhaite obtenir, non pas un pouvoir d'achat exclusivement utilisable en Amérique, mais un pouvoir d'achat utilisable en Allemagne. Il vend donc, sur le marché mondial, ses dollars à de tierces personnes qui sont devenues débitrices de dollars à la suite d'achats effectués sur le marché américain, ces tierces personnes pouvant être d'ailleurs allemandes aussi bien qu'étrangères. Par exemple, la société allemande a vendu ses dollars à des importateurs allemands de grains d'Argentine. Les vendeurs argentins, à leur tour, emploient une partie du produit de leurs ventes à l'acquisition directe de marchandises aux États-Unis, et le surplus au paiement de produits importés en Argentine par des exportateurs anglais. Les fabricants anglais utiliseront à leur tour le crédit sur New-York qu'ils ont obtenu pour payer du cuivre ou des métaux qu'ils auront achetés en Amérique.

En même temps que vendeur de 10 millions de dollars, l'emprunteur allemand se porte acheteur, sur le marché mondial, de 42 millions de Reichsmarks et se procure un pouvoir d'achat exclusivement allemand auprès de personnes qui, à la suite de livraison de marchandises ou de services en Allemagne, y ont acquis des avoirs en Reichsmarks. L'Amérique paye ainsi en dollars sans qu'un seul dollar quitte le pays et l'Allemagne reçoit des Reichsmarks sans qu'un seul Reichsmark vienne s'adjoindre aux autres : il y a simplement changement du possesseur des titres de créances, changement d'étiquettes sur les tiroirs.

Il serait trop long d'insister sur l'examen des modes pratiques de circulation des capitaux : nous serions entraînés trop loin, et le temps nous est mesuré : nous nous limiterons, avons-nous dit, à l'étude des mouvements de capitaux à long terme.

L'expression en elle-même semble assez explicite; on croit pouvoir distinguer aisément, en effet, les capitaux à long terme des capitaux à court terme. Mais si aucune confusion n'est possible dans l'objet de ces mouvements, il est beaucoup moins aisé d'isoler les mouvements eux-mêmes.

Il est bien évident que l'on ne saurait séparer radicalement le problème des transferts internationaux de capitaux à long terme du problème des crédits extérieurs à courte échéance.

Au cours de ces dernières années, certains pays disposant, à la suite d'emprunts extérieurs importants, de fonds dont ils n'avaient pas l'utilisation immédiate, ont reprêté à court terme les capitaux qu'ils s'étaient procurés à long terme. Les pays emprunteurs sont donc devenus prêteurs, et il nous a ainsi été donné d'assister à des superpositions de crédits qui n'avaient jamais revêtu une telle ampleur.

De plus, des différences très sensibles se manifestent entre les théories des mouvements de capitaux avant et après la guerre. Tandis que les problèmes qui se posaient avant la guerre, pour l'Europe, étaient en général de simples problèmes de cession, ils sont devenus, après la guerre, des problèmes de réception. En outre, on ne peut plus considérer les mouvements de capitaux comme ordinairement libres; ils ne sont plus uniquement guidés par des considérations de taux d'intérêt et de sécurité. Ce fait est beaucoup plus sensible, il est vrai, dans le domaine des capitaux à court terme que dans celui des capitaux à long terme. Les mouvements des fonds des instituts d'émission, par exemple, sont souvent indépendants du taux de l'intérêt, surtout lorsqu'ils résultent de l'application du système du Gold Exchange Standard. Des déplacements des fonds des Instituts d'Émission peuvent se produire pour des raisons politiques indépendantes des tendances générales : on retrouve, là encore, l'influence de la politique.

La grande différence avec la période d'avant-guerre réside, en effet, dans l'existence d'une masse de capitaux flottants créés, tant par les diverses inflations qui furent une conséquence de la guerre que par l'application du Gold Exchange Standard. Certaines théories actuelles admettent même l'existence d'un total, désormais fixe, il faut l'espérer, de capitaux flottants sur les divers marchés, constituant une sorte de « masse de manœuvre » dont les mouvements sont extrêmement préjudiciables à l'équilibre des marchés monétaires, capi-

taux en quête d'emplois et pour lesquels les emplois spéculatifs sont les bienvenus. On retrouverait les mêmes capitaux, transformés en francs ou en monnaies étrangères, à l'origine des spéculations qui se sont exercées dans divers sens sur certaines monnaies; ce sont les mêmes capitaux qui auraient ensuite découvert, lorsque l'espèce « change » n'a plus éprouvé de variations suffisamment sensibles, donc suffisamment rémunératrices, que l'espèce « titres » était susceptible de variations plus importantes et qu'il devenait plus intéressant de jouer à la Bourse des valeurs que de jouer à la Bourse des changes. Ce sont les mêmes capitaux-crédits, parés d'étiquettes d'origines différentes, que l'on a retrouvés à la Bourse de Berlin avant le « vendredi noir » de 1927, puis à la Bourse de Paris à la fin de 1927 et en 1928. Ce sont enfin ces capitaux qui se sont portés, à plus long terme cette fois, vers les pays nouvellement stabilisés, se fondant sur l'observation psychologique qu'un pays qui stabilise devient à la mode et concentre momentanément l'attention des grands marchés internationaux, surtout s'il s'agit d'un pays dont la place sur le marché mondial est déjà importante.

Cette petite incursion dans le domaine des mouvements de capitaux à court terme, — où nous n'avons fait qu'esquisser la position de la question, mais qui nous semble nécessaire pour évoquer le problème dans sa généralité — nous permet d'affirmer qu'au fond, malgré tout, sauf dans le cas particulier des fonds des Instituts d'Émission, c'est bien toujours une question de rémunération, une question de taux d'intérêt qui guide l'orientation des capitaux. Dans le cas des spéculations sur les titres, les différences de cours constituent, en effet, la rémunération du capital investi. Une hausse donnée réalisée sur un titre dans un temps donné représente un intérêt de...

L'étude des mouvements de capitaux à long terme, pour impossible qu'elle soit à séparer complètement de celle des mouvements de capitaux à court terme, est la seule, avons-nous dit, à pouvoir relever, dans une certaine mesure, des travaux de la statistique. Et comme il nous faut bien prendre des éléments de comparaison, il nous faut adopter ceux dont nous disposons, c'est-à-dire les statistiques des émissions étrangères, publiques et privées, dressées dans les divers pays. Mais nous nous heurtons, dans ce domaine, à des difficultés considérables.

Il est certain que la statistique des valeurs mobilières a fait de grands progrès depuis la fin du siècle dernier. Toutefois, quelle que soit l'abondance des documents dont nous disposons à cet égard, il est à la fois très difficile de trouver des statistiques comparables dans des pays différents, et la comparaison des diverses statistiques dressées à l'intérieur d'un même pays est elle-même extrêmement délicate. La difficulté des comparaisons est même accrue par ce fait que, presque toujours, les diverses évaluations sont publiées sans aucune indication, même sommaire, sur les bases adoptées. De très nombreuses questions doivent se poser à cet égard : en particulier, il faudrait savoir si les statistiques sont établies d'après la valeur nominale ou le prix d'émission des titres; si l'on considère, pour les actions, la totalité du capital émis ou seulement la fraction libérée; si les obligations ou les lettres de gage émises directement par certaines collectivités publiques telles que les chemins de fer ou les Landschaften sont reprises à la statistique et pour quel montant (valeur nominale

ou prix de vente); si les titres étrangers faisant partie d'une émission internationale sont repris pour l'intégralité de l'émission ou seulement pour la partie réellement offerte sur le marché; si les émissions de titres par des Holding Companies ou des Investments Trusts sont englobées dans les autres opérations; si les conversions, les échanges ou les fusions sont portés d'une façon distincte; enfin, si les actions d'apport sont comprises ou non dans les statistiques.

Je ne voudrais pas, Messieurs, faire uniquement œuvre négative et m'autoriser des objections que je viens de formuler à l'encontre des statistiques des émissions pour ne pas utiliser ces statistiques et donc arrêter là mon exposé. Si les chiffres établis par diverses organisations des différents États ne sont pas internationalement comparables — ce qui rendra particulièrement ardue la tâche d'unification qu'à l'intention d'entreprendre la Chambre de Commerce Internationale — on peut toutefois suivre « relativement » les mouvements des émissions d'une année à l'autre en adoptant les statistiques élaborées suivant la même méthode par tel ou tel organisme. Ainsi, nous pourrons avoir des éléments comparables en prenant, aux États-Unis, les chiffres donnés par le département of Commerce, d'une part, par le Financial Chronicle d'autre part; en Allemagne, nous pourrons prendre les chiffres de la *Frankfurter Zeitung* et de sa Wirtschaftskurve, du *Berliner Tageblatt* et des Rapports de l'agent général des paiements de Réparations.

C'est, en effet, aux États-Unis et à l'Allemagne que nous allons limiter notre étude des émissions. Ces deux exemples constituent ceux d'un pays essentiellement créancier et d'un pays essentiellement débiteur. Je m'étais excusé auprès de vous, au début de cet exposé, d'avoir choisi pour titre de cette causerie, où je n'ai fait jusqu'à présent, au fond, que développer des idées qui vous sont certainement familières, des termes qui dépassent largement le cadre d'un exposé d'une heure. J'espère avoir montré une grande partie des difficultés du sujet, et je suis sûr que vous me pardonnerez volontiers de me limiter et de ne pas abuser de votre attention.

Avant d'étudier les statistiques américaines de mouvements de capitaux, il serait évidemment utile de préciser la différence entre les rôles de l'Amérique avant et après la guerre : mais nous serions, là encore, entraînés dans une étude, fort intéressante certes, mais qui nous mènerait trop loin et nous conduirait au problème des migrations de capitaux à court terme. Cette étude nous montrerait — je ne puis en effet m'empêcher de vous en citer un résultat assez paradoxal — que l'abondance des crédits aux États-Unis et la hausse extraordinaire de Wall Street au cours de l'année 1928 tiennent à ce que les prêts et les crédits extérieurs consentis par les États-Unis au cours de l'année dernière l'ont été, soit directement, soit indirectement, aux Instituts d'Émission, qui les ont replacés à court terme sur le marché de New-York, et que ces prêts n'ont pas eu pour objet de développer l'industrie et le commerce des pays qui en ont bénéficié; dans cette hypothèse, en effet, les achats de matières premières à l'étranger, aux États-Unis en particulier, auraient conduit à un développement des affaires : ce développement aurait attiré des capitaux et les aurait de la sorte retirés des spéculations boursières. Au fond, le marché

des États-Unis est devenu un marché d'émissions en gros et un centre de réserve où les fonds sont déposés en attendant leur utilisation.

Pour en revenir aux statistiques américaines, c'est à elles que pourraient s'adresser la plupart des critiques que nous avons formulées tout à l'heure. C'est en effet, une tâche singulièrement compliquée que de comparer entre eux les divers groupes d'indications fournies par les organismes tels que le Chronicle, le Department of Commerce, le Bureau of Foreign and Domestic Commerce, la New-York Trust Cy, ou les évaluations de certains statisticiens privés tels que Max Winkler. Quelques exemples vont vous permettre d'apprécier l'étendue de ces divergences.

Les diverses statistiques dressées par le Department of Commerce ne sont pas comparables entre elles à l'état brut. Remaniées à diverses reprises, elles ne sont comparables qu'à condition de leur faire subir certaines transformations.

Dans le tableau ci-dessous, nous donnons une première décomposition des emprunts extérieurs émis par les États-Unis depuis 1923 (Statistiques du Department of Commerce) :

Emprunts des Gouvernements, des provinces et des municipalités (y compris emprunts privés officiellement garantis)	1923	1924	1925	1926	1927	1928 (11 mois)
			(millions de dollars)			
Europe	85	512	405	188	301	217
Canada	40	99	71	80	146	51
Amérique latine	62	81	93	283	302	223
Asie	71	81	75	20	111	76
Possessions territoriales américaines	2	2	3	12	10	5
Total	260	775	647	583	870	572
Emprunts privés						
Europe	28	14	207	307	281	344
Canada	54	35	67	158	136	117
Amérique latine	53	38	43	71	63	24
Asie		15	67	12	32	55
Possessions territoriales américaines		1		3	12	3
Total	135	103	384	551	524	543
Total						
Europe	113	526	612	495	582	561
Canada	94	134	138	238	282	168
Amérique latine	115	119	136	354	365	247
Asie	71	96	142	32	143	131
Possessions territoriales américaines	2	3	3	15	22	8
Total	395	878	1.031	1.134	1.395	1.115
Consolidations	143	332	224	184	191	248
TOTAL GÉNÉRAL	538	1.210	1.275	1.318	1.586	1.363

Les travaux annuels du Department of Commerce, effectués à l'occasion de l'établissement de la balance des comptes du pays, permettent également de suivre, dans une certaine mesure, les mouvements des valeurs mobilières étrangères aux États-Unis. Mais, sans vouloir présenter une critique de la statistique en général, et des statistiques américaines en particulier, on ne peut s'empêcher d'adresser aux statistiques du Department of Commerce de sérieuses critiques, tant au point de vue de leur mode d'établissement qu'au point de vue de la possibilité de les comparer. La distinction effectuée dans

les divers postes qui concourent à l'établissement de la balance des paiements américaine est certes excellente. A l'actif figurent, en effet, les rubriques : « Nouvelles émissions d'emprunts extérieurs »; « Achats de valeurs américaines détenues à l'étranger »; « Paiements effectués pour rachats et amortissements ». Au passif, nous trouvons « Nouveaux investissements étrangers aux États-Unis »; « Ventes de valeurs étrangères détenues aux États-Unis »; « Recettes provenant de rachats et d'amortissements »; « Accroissement du solde des dépôts de banques étrangères »; postes dont nous donnons ci-dessous les valeurs pour les années 1926 et 1927. Mais cette présentation des éléments de la balance des comptes par le « Department of Commerce » détruit toute possibilité de comparaison avec les années précédentes.

MOUVEMENTS DE CAPITAUX
(Department of Commerce.)

	1926	1927
	(millions de dollars)	
Nouvelles émissions d'emprunts extérieurs	1.357	1.648
Achat de valeurs américaines détenues à l'étranger	509	639
Paiements effectués pour rachats et amortissements	65	70
Total	1.931	2.357
Nouveaux placements étrangers aux États-Unis	668	919 (1)
Vente des valeurs étrangères détenues aux États-Unis	337	463
Recettes provenant de rachats et d'amortissements	322	304
Accroissement du solde des dépôts de banques étrangères	359	(2)
Total	1.686	1.686

Une autre source intéressante de statistique des émissions étrangères aux États-Unis est celle qui résulte des données du « Financial Chronicle ». C'est même, selon nous — ce n'est pas l'avis général — la source qui nous semble la meilleure pour l'étude des émissions aux États-Unis. D'une part, en effet, la méthode d'élaboration des statistiques demeure la même au cours des années; d'autre part, les chiffres font abstraction des émissions qui ne représentent pas de nouvelles opérations de financement faites par les compagnies.

La valeur nominale des émissions étrangères aux États-Unis, évaluées d'après le Chronicle, est donnée par le tableau ci-dessous :

	Capitaux nouveaux	Consolidations (millions de dollars)	Total
1919	342,1	263,4	605,5
1920	383,5	139,0	522,5
1921	527,5	50,0	577,5
1922	634,5	125,3	759,8
1923	280,3	79,9	360,2
1924	996,6	248,2	1.244,8
1925	1.086,2	221,1	1,307,3
1926	1,145,1	204,7	1,349,8
1927	1,603,7	170,1	1,773,8
1928	1,319,1 (1)	257,7	1,576,8

(1) Les 919 millions de dollars se décomposent ainsi : 210 millions de capitaux frais; 70 millions d'amortissements de dettes américaines envers d'autres pays; 639 millions de valeurs américaines placées à l'étranger.

(2) Les statistiques du Department of Commerce ont négligé ce chiffre.

(1) Le chiffre se décompose ainsi : Canada, provinces et municipalités. 35,0, sociétés canadiennes 183,3; gouvernements étrangers : 550,6; sociétés étrangères : 550,2.

Une évaluation qui nous semble beaucoup plus sujette à caution, mais qui présente l'avantage d'une méthode d'établissement uniforme, est celle du «Bureau of Foreign and domestic Conditions». Elle est donnée dans le tableau ci-dessous.

ÉMISSIONS ÉTRANGÈRES AUX ÉTATS-UNIS

	Privées			Total, y compris les emprunts garantis par les gouvernements étrangers
	Obligations	Act. de priorité	Act. ordinaires	
	(millions de dollars)			
1914	9	»	»	38
1915	76	1	1	833
1916	80	63	16	1.131
1917	109	19	15	718
1918	12	1	1	30
1919	97	14	34	813
1920	161	19	30	636
1921	157	25	9	675
1922	209	4	7	828
1923	96	38	16	496
1924	313	28	12	1.226
1925	461	65	12	1.330
1926	575	34	120	1.319
1927	685	24	65	1.593
Total	3.040	335	338	11.659
	3.713			

Décomposition		
	Services publics	723
	Chemin de fer	720
	Banques et Sociétés de crédit	493
	Industrie Sucrière	348
	Industrie du Papier	347
	Industrie minièress	239
	Industrie du Pétrole	176
	Industrie du fer et de l'acier	136
	Compagnies de navigation	83
	Industries chimiques	71
	Allumettes	70
	Construction de machines	63
	Industries diverses	244
	Total	3.713

On ne saurait enfin passer sous silence les estimations du Dr Max Winkler, vice-président de la Maison d'Émission Bertron, Griscom et Co Inc., publiées dans le *Bulletin de l'Information Service* de la Foreign Policy Association. Les tableaux ci-dessous nous donnent, l'un, les émissions de valeurs étrangères aux États-Unis, l'autre, les chiffres des capitaux privés investis à l'étranger.

TOTAL DES ÉMISSIONS D'OBLIGATIONS ÉTRANGÈRES AUX ÉTATS-UNIS

	Gouvernements étrangers	Sociétés étrangères (Canada compris)	Gouvernement canadien	Possessions américaines	Total
1915		1.275.000		857	1.275.857
1916		1.381.000		7.725	1.388.725
1917		650.000		1.780	651.780
1918		520.000		717	520.717
1919	514.679		93.637	11.700	620.016
1920	291.000	189.400	79.222	16.000	576.322
1921	406.070	118.750	76.000	25.000	625.820
1922	422.758	189.427	207.220	50.587	869.992
1923	271.602	167.519	101.333	8.186	543.640
1924	791.256	568.599	220.946	8.330	1.589.131
1925	1.087.254	992.916	116.334	9.015	2.206.019
1926	629.720	1.119.933	130.882	11.429	1.891.964
1927	898.582	1.219.713	114.357	42.054	2.184.706

CAPITAUX PRIVÉS INVESTIS A L'ÉTRANGER

	(Million de dollars) A la fin de :					
	1913	1923	1924	1925	1926	1927
Europe	350	1.300	1.948	3.361	3.597	4.327
Canada	750	2.500	2.819	3.135	3.558	3.922
Amérique du Sud	100	1.230	1.359	1.525	1.973	2.247
Amérique centrale (y compris Mexique, Cuba, Indes occidentales)	1.200	2.530	2.575	2.665	2.789	2.915
Japon, Chine, Philippines	175	440	486	657	713	726
Divers	50	175	182	193	225	363
	2.625	8.175	9.369	11.536	12.855	14.500

Les chiffres calculés par M. Winkler, que nous reproduisons dans le premier tableau, sont nettement plus élevés que les chiffres que nous avons donnés jusqu'ici et, d'une manière générale, que les chiffres publiés à cet égard aux États-Unis. Cela tient à ce que l'auteur y comprend, non seulement la totalité des émissions nouvelles offertes par voie de souscription publique, sans tenir compte de la fraction qui a pu être souscrite par des étrangers, surtout pour les émissions d'obligations canadiennes, mais aussi les émissions placées sur le marché autrement que par voie de souscription publique, les achats directs de biens étrangers n'impliquant pas une vente de valeurs, l'acquisition par des Américains de valeurs déjà émises et la vente de titres américains, tant actions qu'obligations. En outre, les chiffres des investissements de capitaux privés à l'étranger ne tiennent pas compte, comme ceux qui sont établis par le Gouvernement, des rachats d'emprunts et du remboursement de la dette consolidée d'emprunts antérieurs.

Enfin, en ce qui concerne les émissions d'*obligations* étrangères, des renseignements très précis nous sont fournis dans une circulaire trimestrielle éditée par la New-York Trust Company sous le titre : *Foreign dollar Bonds.* Nous extrayons de cette publication les chiffres suivants (les chiffres relatifs aux émissions d'obligations en Australie et en Asie pendant les années 1919 et 1926 n'ayant pu être reconstitués que fragmentairement, je ne les ai pas indiqués dans le tableau ci-dessous) :

ÉMISSIONS DE VALEURS ÉTRANGÈRES AUX ÉTATS-UNIS

	(En milliers de dollars)			
	Europe	Amérique latine	Australie	Asie
1919	50.700	81 000		
1920	355.800	46.000		
1921	206.300	238.200		
1922	218.800	257.500		
1923	108.060	173.100		
1924	572.900	202.900		
1925	700.000	214.000		
1926	722.000	466.000		
1927	741.600	409.470	97.500	28.290
1928	575.500	402.030	57.500	98.900

On pourrait encore chercher et trouver d'autres sources d'informations pour mesurer la puissance de placement des États-Unis au cours de ces dernières années. Mais, tout incomplets et quelque difficiles à comparer que soient les tableaux que nous avons donnés, ils nous permettent de nous rendre compte de la prépondérance vraiment extraordinaire qu'a prise l'Amérique dans le domaine du financement international. Même si l'on admet qu'une partie des prêts à long terme des États-Unis n'a été possible que parce que les emprunteurs laissaient en dépôt sur le marché de New-York une partie des fonds qui leur étaient destinés, et que, sur la base de ces capitaux exigibles à court terme, les Américains développaient quand même l'édifice des crédits à long terme, il n'en reste pas moins que les sommes nettes prêtées au dehors par les États-Unis sont considérables. En faisant subir aux chiffres de M. Winkler un abattement de 30 % pour tenir compte des remboursements et des conversions, on parvient à un total de plus de 10 milliards de dollars — plus de 250 milliards de francs — investis à l'étranger par les États-Unis.

Cette situation de l'Amérique, emprunteuse à court terme et prêteuse à long terme — à des taux différents, ce qu'on néglige en général de faire observer là-bas — semble assez paradoxale. Elle permet à certains économistes de tirer argument de ce fait que les prêts à long terme ne peuvent être rappelés alors que les crédits à court terme sont pratiquement remboursables à vue ou à très court préavis pour prétendre que les réserves d'or américaines sont tout juste suffisantes pour faire face à des retraits éventuels qu'entraînerait une dénonciation rapide et importante de ces crédits : nous rattachons par là le problème des mouvements de capitaux au problème de l'or.

Franchissons l'Océan, et nous allons nous trouver dans le clan adverse, celui des débiteurs. Le plus important d'entre eux, à tous égards, est l'Allemagne.

Il ne nous appartient pas de discuter le « pourquoi » de la question et de savoir si, en définitive, l'endettement de l'Allemagne, au cours de ces dernières années, a été voulu, si les emprunts à long terme et les crédits à court terme consentis au Reich ou à ses collectivités n'ont pas servi à autre chose qu'à accroître les réserves d'or de la Reichsbank, à combler le déficit de la balance commerciale et à faciliter les paiements de Réparations : nous avons dit que le problème de l'utilisation des capitaux était, à nombre d'égards, un problème politique et que nous le laissions délibérément de côté.

Les dernières statistiques dont nous disposons sont celles du rapport au 22 décembre 1928 de l'Agent général des Paiements de Réparations, donnant les chiffres des émissions jusqu'au 31 octobre 1928, et celles de la Frankfurter Zeitung, qui donnent les chiffres arrêtés au 31 décembre dernier.

D'après le rapport de Sir Parker Gilbert, pendant les quatre années qui se sont écoulées depuis la mise en vigueur du Plan Dawes, le montant nominal des emprunts à long terme contractés à l'étranger pour compte allemand, non compris l'emprunt extérieur allemand 7 % 1924, a atteint un total de 5 milliards 750 millions de Reichsmarks environ, réduit à l'heure actuelle, par remboursements, amortissements ou autrement, à 5 milliards 400 millions de reichsmarks environ, soit à 32 milliards de francs.

Nous extrayons du dernier rapport de Sir Parker Gilbert, le tableau suivant :

Millions de Reichmarks	1925	1926	1927	1er janvier 1928 au 31 oct 1928	Total
Emprunts des États.	138,6	270,6	267,3	»	676,5
Emprunts provinciaux et municipaux.	256	249,5	112,3	193,7	811,7
Emprunts d'entreprises publiques : a) du Reich.	161,7	25,2	336	152,3	675,2
b) des États provinciaux et municipaux	202,8	351,5	205,7	530,8	1.290,8
Emprunts d'entreprises privées. .	472	742	597,3	354,5	2.165.8
Emprunts de diverses organisations religieuses.	25,1	57,6	4,1	29,8	116,6
Total.	1.256,2	1.696,4	1.522,9	1.261,1	5.376,6

Nous donnons ci-dessous un tableau élaboré d'après les statistiques de la *Frankfurter Zeitung* et présentant les émissions extérieures allemandes en valeurs à revenu fixe sous une forme légèrement différente.

Les chiffres de la *Frankfurter Zeitung* ne tiennent pas compte, comme ceux du Rapport Gilbert, des amortissements déjà effectués, et c'est ce qui fait qu'ils sont un peu plus élevés.

Mais, ainsi que nous l'avons fait remarquer précédemment, il convient d'ajouter à ces chiffres ceux des crédits à court terme. Quoique l'endettement de l'Allemagne ait marqué un ralentissement au cours de l'année 1928, on peut évaluer encore à 6 milliards de marks environ, soit à 36 milliards de francs, l'ensemble des crédits à court terme consentis à l'Allemagne. Il faut observer que les apports de capitaux en provenance de l'étranger ont compris également des avoirs allemands rapatriés à la suite de la restitution des biens et intérêts allemands séquestrés aux États-Unis.

EMPRUNTS EXTÉRIEURS DE L'ALLEMAGNE

(Études publiées par la *Frankfurter Zeitung*.)

Millions de Rmk	Total	Pour le compte de			Provenance				Taux moyen de rendement pour les souscripteurs
		Collectivit. publiques officielles	Entreprises publiques	Entreprises privées	U. S. A.	Angleterre	Hollande	Autres pays	
1924. . .	1.002,0	960,0		42,0	503,8	245,2	51,0	202,0	8,68 %
1925. . .	1.241,0	379,7	274,6	586,7	922,9	122,2	117,7	78,2	7,87 %
1926. . .	1.516,8	481,2	340,8	694,8	1.077,6	135,6	168,0	135,6	7,21 %
1927. . .	1.686,4	790,8	268,8	626,8	1.159,2	174,4	237,6	115,2	6,72 %
1928. . .	1.648,6	678,0	160,9	809,7	1.253,9	162,2	148,7	83,8	7,06 %
Total. . .	7.094,8	3.289,7	1.045,1	2.760,0	4.917,4	839,6	723,0	614,8	

Ainsi, suivant les estimations de la *Frankfurter Zeitung*, le volume global des capitaux empruntés à l'étranger par l'Allemagne était de 12 milliards 500 millions de marks, soit de 75 milliards de francs; on peut estimer à 750 millions de marks, soit à 4 milliards 500 millions de francs, le service d'intérêt des dettes commerciales extérieures du pays. Sur ces 12 milliards 500 millions de marks, il semble que 6 milliards 500 millions représentent l'excédent des importations du Reich et que 6 milliards aient été échangés contre les avoirs en Reichsmarks de l'agent des réparations et soient passés entre les mains des créanciers de l'Allemagne.

On voit à quel point l'endettement de l'Allemagne, au cours de ces dernières années, a été considérable.

Il serait certes intéressant, renversant les termes de la question que nous avons posée tout à l'heure, d'examiner dans quelle mesure les paiements effectués par l'Allemagne au titre des Réparations ont été possibles en raison de l'afflux des capitaux étrangers à long terme, et jusqu'à quel point les crédits à long terme sont nécessaires à l'Allemagne pour permettre les paiements de réparations ou simplement le transfert de ces paiements : c'est sans doute là un des aspects des problèmes qu'a étudiés le Comité des Experts. Mais ce serait, encore une fois, sortir du cadre, pourtant assez vaste, que nous nous sommes tracé.

Messieurs, je ne voudrais pas terminer cet exposé, dans lequel nous avons effleuré tant de questions capitales, qu'il nous eût été difficile et surtout trop long de traiter complètement — c'est mon excuse — sans insister sur un aspect un peu spécial de l'internationalisme actuel des capitaux : nous voulons parler de la solidarité qui commence à se manifester avec une certaine ampleur entre les diverses Bourses des valeurs. Pour prendre un exemple géographiquement proche, notons l'inscription récente à la cote française de valeurs belges telles que : Cockerill, Ougrée-Marihaye en avril 1928; l'inscription à la cote belge de valeurs françaises : la Banque de Paris en février 1928, l'Électricité et Gaz du Nord, l'Électricité de la Seine en avril 1928; Citroën en juin 1928. Un autre exemple est celui de la cotation aux Bourses de l'Europe centrale de l'Union Européenne; de la cotation de la Royal Dutch sur six places différentes. Plus importante encore est la cotation des obligations étrangères à la Bourse de New-York : le nombre des cotations et la valeur des titres cotés se sont en effet accrus singulièrement au cours de ces dernières années, ainsi qu'en témoigne le tableau suivant :

	Nombre des émissions d'obligations étrangères cotées à la Bourse de New-York	Valeur nominale des séries cotées (millions de dollars)
1er janvier 1925	163	3.881,1
1er janvier 1926	184	4.410,8
1er janvier 1927	225	4.848,5
1er octobre 1927	271	5.350,9
1er août 1928	313	18.138,8 (1)

L'introduction à la Bourse de New-York des titres étrangers autres que ceux qui avaient été émis aux États-Unis date d'ailleurs seulement d'octobre 1927. On comprend aisément la nécessité pour l'Amérique de cette mesure, si l'on se rappelle l'accroissement formidable des investissements américains à l'étranger et, en particulier, des achats de valeurs étrangères par les ressortissants américains.

D'une manière générale, d'ailleurs, les achats de valeurs étrangères répondent, dans tous les pays, à des besoins d'épargne et au grand principe de la

(1) L'accroissement considérable de la valeur nominale des émissions cotées survenu du 1er octobre 1927 au 1er août 1928 résulte de l'inscription à la cote, au mois d'avril 1928, d'environ 12 milliards de dollars d'obligations du Gouvernement britannique.

division des risques. Nous ne parlons pas, bien entendu, des achats massifs de valeurs étrangères qui traduisent l'utilisation des capitaux de spéculation dont nous avons évoqué précédemment le rôle néfaste. C'est alors diminuer les aliments offerts à ces capitaux erratiques qu'aider à l'internationalisation des marchés. Les titres cotés sur plusieurs marchés différents, et dont un arbitrage incessant nivelle les cours, jouent en somme le rôle de volants régulateurs dans les mouvements généraux des Bourses. A cet égard, il serait donc désirable que le système des cotations multiples et simultanées sur plusieurs marchés se développât. Mais nous nous heurtons, dans ce domaine, aux obstacles qu'oppose une législation fiscale souvent sévère... et nous rattachons par là le problème des mouvements de capitaux au problème des modifications à apporter au régime fiscal des valeurs mobilières...

Messieurs, je pourrais exiger de votre attention une preuve nouvelle — rassurez-vous : je ne le ferai pas — en vous conviant à réfléchir avec moi sur la conclusion à donner à cet exposé.

Mais cette étude appelle-t-elle vraiment une conclusion?

Il ne nous appartient pas, et il ne nous est guère possible de prévoir l'orientation future des grands courants de capitaux : je ne crois guère, pour ma part, à l'existence de lois cycliques des mouvements de capitaux, quoique l'on ait affirmé que la sinusoïde, image du mouvement vibratoire, soit à la base de tous les phénomènes, vitaux, physiques, sociaux, voire même économiques. Je serais heureux d'avoir atteint le but que je me proposais si j'avais pu simplement contribuer, dans une certaine mesure, à préciser certains aspects et à faire entrevoir toute la complexité du mécanisme des mouvements de capitaux.

Je vous remercie de m'avoir aidé dans la tâche que j'avais assumée en m'accordant toute votre bienveillante attention.

Georges Royot.