

# JOURNAL DE LA SOCIÉTÉ STATISTIQUE DE PARIS

GEORGES ROYOT

## **Les mouvements internationaux de capitaux**

*Journal de la société statistique de Paris*, tome 74 (1933), p. 123-143

[http://www.numdam.org/item?id=JSFS\\_1933\\_\\_74\\_\\_123\\_0](http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1933__74__123_0)

© Société de statistique de Paris, 1933, 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

---

Lorsque, il y a à peu près exactement quatre ans de cela — c'était le 20 février 1929 — j'avais fait devant la Société de Statistique de Paris un exposé doté du même titre que celui de ce soir, mes remarques avaient porté principalement sur les mouvements internationaux de capitaux à long terme. Sans doute n'était-il pas alors question de méconnaître l'importance des mouvements de

fonds à court terme d'un pays à l'autre; bien au contraire, nous avons attiré tout spécialement l'attention sur le fait que, dans ce domaine, la grande différence avec la période d'avant-guerre résidait 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 système du Gold Exchange Standard.

Jusqu'à fin 1928, toutefois, les mouvements de capitaux à court terme n'avaient pas revêtu l'importance et surtout n'avaient pas exercé l'influence qu'on leur a reconnue depuis. Ce n'étaient alors, disions-nous, que certaines théories qui admettaient l'existence d'une « masse de manœuvre » composée de capitaux flottants sur les divers marchés, masse que l'on retrouvait à l'origine des spéculations qui s'étaient exercées en divers sens sur certaines monnaies, puis à l'origine des mouvements spéculatifs sur les bourses, puis que l'on espérait enfin fondue dans une certaine mesure dans les économies des pays à monnaie récemment stabilisée. Depuis ce moment, toutefois, le volume comme les mouvements de cette catégorie de fonds se sont amplifiés, et on peut dire que les grands courants internationaux de capitaux observés au cours de ces dernières années ont été alimentés principalement par des fonds à vue ou à court terme.

Aussi nous proposons-nous, dans la causerie de ce soir, de retracer brièvement la naissance et l'évolution de ces mouvements, puis d'examiner dans quelle mesure l'économie actuelle en est affectée et pourra, dans l'avenir, soit en conserver, soit en effacer l'empreinte.

\* \* \*

C'est à une époque relativement récente que la notion de prépondérance des mouvements de capitaux internationaux à court terme dans l'évolution financière du monde a commencé à se faire jour ailleurs que dans les milieux d'économistes. Ce n'est en effet que tout dernièrement qu'un de nos plus grands leaders politiques constatait que « les migrations de capitaux correspondaient, non plus à des placements raisonnés et durables, mais, pour une large part, à un désir de spéculation. » « Ces capitaux vagabonds », ajoutait-il, « ont afflué en France soit par un rapatriement d'avoirs émigrés, soit par suite des événements d'Allemagne, d'Angleterre, d'Amérique, ou d'Espagne ». Dans quelle mesure ces paroles étaient-elles justifiées?

Avant la guerre, il y avait déjà des fonds à court terme qui passaient d'un pays à l'autre. Leur existence s'expliquait par des raisons de trésorerie, ou par le souci d'éviter les mouvements d'or qu'aurait sans cela nécessités l'évolution saisonnière du commerce extérieur d'un certain nombre de pays. Les mouvements de fonds internationaux à court terme correspondaient en fait au règlement de soldes non compensés et, à cet égard, le marché de Londres était merveilleusement organisé pour jouer le rôle d'un régulateur délicat et précis. La grande majorité des migrations de capitaux correspondait toutefois à des désirs de placements à long terme dont nous ne nous attarderons pas à rappeler les directions et l'importance.

Après la guerre et pendant les années d'instabilité monétaire qui l'ont suivie, on put assister à la formation de masses de capitaux à court terme évitant les investissements durables que l'on n'estimait pas suffisamment rémunérateurs et recherchant surtout des emplois spéculatifs sur devises ou sur titres une fois les stabilisations achevées. Ainsi que nous l'avons évoqué au début de cet exposé, ces capitaux ont tiré leur origine soit des politiques d'inflation de crédit comme celle qui a été suivie à New-York, soit de la pratique du Gold Exchange Standard et de la nécessité où certaines banques centrales s'étaient trouvées d'acquérir et de conserver à court terme des réserves de devises considérables. Le remplacement, effectué dans la plupart des cas suivant un processus connu que l'on a qualifié autrefois de « circuit infernal des devises », de ces réserves sur leur marché d'origine auprès des banques privées, en l'absence d'investissements en papier commercial de caractère self-liquidating, amenait une augmentation de cette fraction de la masse des fonds internationaux à court terme dangereuse pour les marchés sur lesquels ces fonds se trouvaient concentrés, c'est-à-dire principalement Londres et New-York.

Indépendamment des fonds des Instituts d'Émission, une fraction appréciable de ces capitaux a trouvé des emplois sous forme de crédits à plus ou moins court terme octroyés aux industries, aux banques et surtout aux entités politiques des pays pauvres en capitaux comme l'Allemagne et les pays de l'Europe Centrale, crédits rapportant un intérêt élevé. Cette fraction, qui comprenait surtout des fonds américains, échappe donc au caractère spéculatif que l'on s'est plu à reconnaître à presque tous les fonds à court terme.

Enfin, une masse relativement importante de capitaux à court terme a recherché une rémunération résidant dans des différences de cours plutôt que dans le droit à un intérêt fixe ou même variable en raison, en particulier, des fluctuations violentes des prix. Ces fonds sont demeurés sans emploi précis et l'on peut considérer que leurs mouvements ont été l'une des causes principales de la crise qui, dès le début de 1930, a ébranlé le système de crédit moderne. Cette part se trouvait de plus accrue par le passage au court terme ou même au vue — comme dans le cas de la thésaurisation — d'une fraction appréciable de capitaux placés antérieurement à plus long terme, pour des raisons que l'on pourrait qualifier de peur fiscale ou de peur monétaire.

Si l'on s'attache principalement aux mouvements de ces capitaux, nous pouvons donc dire que nous nous trouvons en présence de trois catégories de fonds à court terme : les devises des Banques Centrales, les fonds à court terme stabilisés en quelque sorte temporairement sous forme de crédits ou de placements et les fonds à court terme que l'on pourrait appeler « libres ». Quels ont été l'évolution, les mouvements et les modes d'action de ces classes de fonds au cours des dernières années ?

En ce qui concerne les réserves de devises des Banques Centrales, nous ne nous attarderons pas sur les questions d'ordre théorique et d'ordre monétaire que soulève leur existence : ce serait une étude des avantages et des inconvénients du système du Gold Exchange Standard qui n'entre pas dans le cadre de notre exposé. Nous pouvons seulement en observer l'évolution, et constater que, depuis la fin de 1928, nous avons enregistré une liquidation progressive des réserves de devises des banques d'émission qui a diminué ainsi d'autant

la masse totale des capitaux à court terme. En millions de francs français, les chiffres montrant le total de ces réserves s'établissent en effet comme suit pour les instituts d'émission européens (il ne s'agit naturellement que des devises portées au bilan : on sait que la plupart des Banques Centrales ont souvent des devises cachées à d'autres postes du bilan et qui s'élèvent parfois à des montants assez considérables) :

Fin 1928 . . . . .	63.400	millions de francs
Fin 1929 . . . . .	57.600	—
Fin 1930 . . . . .	57.400	—
Fin 1931 . . . . .	31.700	—
Fin 1932 . . . . .	11.800	—

En 1929, 1930 et 1931, le volume des réserves de devises des Instituts d'émissions européens a donc diminué de moitié et, pour l'année 1932, la diminution ressort à 63 % du chiffre de fin 1931, ramenant, à fin 1932, le volume de ces réserves de devises au cinquième environ de leur volume à fin 1928. C'est là le résultat des conversions en or auxquelles ont procédé la plupart des Banques Centrales. Dans le cas de la Banque de France, ces opérations de conversion sont presque terminées; au cours de l'année dernière, le portefeuille de devises de notre Institut d'Émission s'est réduit de 16 milliards 378 millions de francs (82 % environ de la réduction totale des encaisses-devises des banques européennes au cours de 1932) pour se trouver ramené à 3 milliards 222 millions de francs au 30 décembre 1932.

Cette évolution est-elle appelée à se poursuivre? Sans entrer dans de longues discussions à ce sujet, nous nous permettons d'exprimer l'opinion qu'au contraire, les stabilisations à venir impliqueront vraisemblablement la nécessité pour certaines Banques Centrales de disposer de réserves de devises assez considérables à l'effet de parer à des « chocs en retour » sur les monnaies qu'elles auront à protéger contre de nouvelles dépréciations et que, dans ces conditions, le montant actuel total des devises de Banques Centrales sera plutôt appelé à s'accroître qu'à se réduire encore.

En ce qui concerne la deuxième catégorie de fonds à court terme, il peut sembler utile de préciser le mode et les conditions dans lesquels ces crédits à court terme se sont en général trouvés consentis.

Nous avons vu que les principaux bénéficiaires de ces apports de capitaux ont été l'Allemagne et les pays de l'Europe Centrale et Orientale : d'une façon générale, les pays qui avaient stabilisé leurs monnaies et qui, pour reprendre une expression que nous avons utilisée il y a quatre ans, étaient par là-même devenus « à la mode ». D'autres considérations que celle de la « mode » sont naturellement intervenues; mais cela n'empêche pas que de nombreuses erreurs de jugement et d'appréciation doivent être relevées dans le mécanisme de l'octroi de ces crédits. Comme le fait remarquer le professeur Condliffe dans l'ouvrage intitulé : *La situation économique mondiale en 1931-1932*, et publié sous les auspices de la Société des Nations, dans les « booms » de reconstruction dont la base se trouvait nécessairement dans l'octroi de crédits importants à des pays qui n'avaient jamais pu emprunter dans le passé sur une échelle aussi considérable, il y a eu inévitablement du gaspillage, phénomène

qui ne s'est d'ailleurs pas produit seulement dans les pays emprunteurs. Les prêts ont été trop souvent consentis sans s'assurer que le produit en était consacré à des emplois productifs susceptibles d'accroître la capacité de remboursement du débiteur.

Dans une conférence sur l'Internationalisme monétaire et ses conditions d'application faite il y a exactement un an à Paris, M. Pierre Quesnay, Directeur général de la Banque des Règlements internationaux, citait à cet égard l'exemple typique suivant :

« Si nous considérons ce qui s'est passé en Allemagne, nous trouvons que les banques américaines désireuses de placer leurs disponibilités avaient offert aux municipalités des avances importantes. Une ville désirait-elle emprunter 3 millions de dollars pour réorganiser ses entreprises municipales, elle trouvait toujours un banquier pour lui dire : ma maison ne traite pas à moins de 5 millions de dollars; prenez une avance à court terme pour un tel montant, nous la convertirons en emprunt à long terme dès que l'état du marché permettra de procéder à des émissions au public. »

« La crise est venue » ajoutait M. Quesnay, « avant que n'aient eu lieu ces consolidations, et le capital avancé à court terme a soudainement été rap-pelé. »

Ces mouvements d'investissement à court terme — principalement du côté américain — et l'usage à long terme qui en a été fait par les bénéficiaires des crédits se sont en outre effectués sans contrôle véritable et d'une façon que l'on pourrait à juste titre qualifier d'incohérente. Avant 1928-1929, les offres de capitaux étaient nombreuses; les débiteurs avaient le plus grand choix pour adresser leurs demandes, et ils ont en général toujours trouvé, même quand leur crédit n'était pas de premier rang, des prêteurs de deuxième ordre ou même de premier ordre pour leur consentir, à des taux élevés, les avances sollicitées. De plus, principalement dans le cas des industries, la multiplicité des filiales, l'enchevêtrement des entreprises contrôlées, des holdings, permettait d'emprunter à diverses sources et par divers canaux et de grossir inconsiderablement la charge incombant en fait à un seul débiteur.

L'immobilisation de fait des fonds empruntés à court terme et l'absence de tout contrôle de leur utilisation constituaient donc à elles seules un vice fondamental de fonctionnement du système et nous en verrons plus loin les conséquences.

Si nous passons enfin à la troisième forme sous laquelle se présentent ces capitaux internationaux à court terme, nous nous trouvons en présence de fonds dont la mobilité est relativement encore bien plus grande que celle des fonds composant les deux premières catégories. Car les Banques Centrales observent toujours une certaine prudence dans leurs mouvements de passage d'une monnaie à l'autre ou d'une devise à l'or, guidées en cela par un souci légitime de collaboration; sauf dans les cas de panique, on met toujours des formes au rappel de crédits lorsqu'on est une grande banque et, en tout cas, on accorde des délais ou on est lié par des conventions; mais les spéculateurs ou même les simples particuliers qui veulent, pour des raisons de profit ou de sécurité fiscale ou monétaire, passer d'une bourse à l'autre ou fuir devant une monnaie ne se préoccupent que fort peu de l'intérêt général et des consé-

quences possibles de leurs actes, qui leur apparaissent d'ailleurs comme isolés, donc de peu d'influence.

En fait, il en est tout autrement et les mouvements de cette catégorie de fonds ont eu, au cours des dernières années, une influence considérable, quoique les montants en cause aient été peut-être très inférieurs à ceux des fonds de la deuxième catégorie. On pourrait dire que ce furent les gouttes d'eau qui firent déborder les vases; que ce furent les ventes de marks des particuliers qui, le 13 juillet 1931, montrèrent la nécessité urgente d'établir les restrictions de devises allemandes; que ce furent les retraits particuliers de livres sterling dans la semaine précédant le 21 septembre 1931 qui amenèrent la Grande-Bretagne à quitter l'étalon d'or; que ce furent les dépôts particuliers en Suisse et en Hollande qui, dans l'été 1931 et 1932, déprimèrent à un tel point les taux du marché monétaire que les banques suisses, par exemple, se sont vues un moment réduites à ne plus accepter de dépôts nouveaux qu'à la condition de ne pas leur servir d'intérêts.

Pour les mouvements de ces capitaux que l'on pourrait nommer fugitifs ou erratiques, deux questions semblent compter principalement : la sécurité fiscale et la sécurité monétaire, autrement dit, le désir de sauvegarder son avoir. Plus de question de rendement; plus de question d'intérêt. Le jeu normal de l'attraction des taux élevés a cessé, surtout après le déclenchement de la crise dont nous allons parler. Et l'on se trouve en présence du paradoxe de capitaux ayant fui les pays débiteurs à taux d'intérêt élevé pour chercher un refuge dans les pays créditeurs où ils ne peuvent matériellement trouver d'emplois.

Il arrive même — ce qui est pis — que ces capitaux ne demeurent plus sans emploi sous forme de dépôts à vue en banque, mais se cristallisent en quelque sorte par la thésaurisation d'or ou de billets nationaux ou étrangers. C'est ainsi que — pour prendre immédiatement des exemples, anticipant par là sur notre histoire des mouvements de fonds — on estime à 8 à 10 milliards de francs le montant de l'or et à 15 à 20 milliards de francs le total des billets thésaurisés en France par les banques ou par les particuliers — ces billets étant susceptibles ainsi de se transformer en monnaies étrangères; on évaluait tout récemment à 500 millions de francs suisses le chiffre des billets de la Banque Nationale Suisse aux mains d'étrangers; on a constaté que les billets dollars jouaient le plus grand rôle comme instruments d'échange et de monnaie stable dans les pays comme la Pologne, les pays de l'Europe Centrale ou les Balkans (pour ne citer que le cas de la Pologne, on estimait l'année dernière à 50 millions de dollars le total des billets dollars circulant ou thésaurisés dans le pays, la moyenne des billets zloty en circulation ayant été pour 1932 approximativement 140 millions de dollars).

Si ces mouvements de capitaux ont leurs lois, il faut convenir qu'elles sont bien différentes de celles auxquelles on était accoutumé!

\* \* \*

Comment tous ces fonds, dont nous venons d'esquisser d'une façon très générale quelques traits distinctifs, se sont-ils comportés au cours des dernières années? Il semble qu'à cet égard on puisse distinguer deux périodes.

Avant 1928, la situation était la suivante :

Contrairement à ce que l'on pouvait constater avant la guerre, les États-Unis étaient passés au groupe des pays créanciers où ils figuraient presque en première place et constituaient, surtout vis-à-vis de l'Europe, où certains créanciers d'avant-guerre comme l'Allemagne se classaient alors parmi les plus grands débiteurs, un réservoir de crédits qui se distribuaient principalement sous la forme de court terme et dans les conditions que nous avons précisées plus haut.

Les achats de devises par les Banques Centrales et les différents « circuits infernaux », pour reprendre l'expression consacrée, qui en résultaient, étaient, au moins en partie, la cause d'une certaine abondance monétaire qui se manifestait principalement sur les places de Londres et de New-York (de fin 1926 à fin 1928, le total des réserves de devises des banques européennes passait, nous l'avons vu, de 27 à 63 milliards 500 millions de francs français). On assistait enfin au mouvement d'offre de devises contre francs français qui grossissait, avant la stabilisation du franc, le portefeuille de devises de la Banque de France dans les conditions qui sont encore présentes à toutes les mémoires.

A partir de 1928-1929, l'évolution du marché aux États-Unis et la hausse de Wall Street commencèrent à attirer certains capitaux à court terme européens vers l'Amérique et eurent surtout pour effet de retenir aux États-Unis les fonds nationaux qui, de ce fait, ne se trouvaient plus disponibles pour l'Europe dans les conditions précédentes. En même temps, la stabilisation du franc français permettait le rapatriement des capitaux français encore à l'étranger, sauf à les inciter, dans la mesure où la rémunération offerte leur paraissait insuffisante, à se diriger eux aussi ou à retourner vers Wall Street pour y « tenter leur chance ». Au fond, quoiqu'il soit extrêmement difficile de tirer une indication précise de statistiques souvent contradictoires de ces mouvements, on peut estimer que le résultat principal de cette évolution ait été de priver l'Europe débitrice du courant régulier des prêts américains qui lui permettaient de faire face sans difficulté au service d'intérêt et d'amortissement d'une dette extérieure toujours croissante.

Dès 1930, sans que cela apparût d'ailleurs très clairement, les difficultés commencèrent pour cette fraction de l'Europe. Les pays emprunteurs se virent obligés de payer eux-mêmes. On essaya de le faire, tout d'abord, en réduisant les importations et en augmentant les exportations. Par exemple, alors qu'en 1928 et 1929, tous les pays faisant partie du bloc agricole d'Europe Centrale et Orientale avaient des balances commerciales passives (la Tchécoslovaquie exceptée), les balances commerciales de 1930 et 1931 devenaient toutes actives. La baisse des prix survenue dans l'intervalle rendant moins efficace cette évolution, on essaya de compenser la diminution de la valeur par une augmentation de la quantité, c'est-à-dire par un accroissement de la production. Mais cet accroissement de production n'aurait été utile que s'il s'était produit dans un système économique où il aurait pu s'écouler, c'est-à-dire si les pays créditeurs n'avaient pas refusé de l'accepter, se retranchant derrière un système de tarifs élevés, si le mécanisme du commerce mondial avait été libéré des entraves que les Gouvernements avaient accumulées partout pour des raisons de protection de leur marché, de politique intérieure ou même simplement de

prestige, comme il fut le cas pour certains États d'Europe Centrale. Et ce fut bientôt, principalement pour les pays dépendant presque exclusivement des exportations de matières premières ou de denrées alimentaires, l'impossibilité de faire face par eux-mêmes à leurs obligations extérieures, surtout lorsque, en outre, à la fois pour des motifs de sécurité et pour des raisons de trésorerie trouvant leur justification dans les difficultés bancaires partout grandissantes, des retraits de crédits commencèrent à se produire.

Pendant la même période, que l'on peut considérer comme s'étendant jusqu'à mai 1931, il y avait eu d'ailleurs des mouvements de capitaux « de la troisième catégorie », puisque nous les avons qualifiés ainsi, d'une importance assez considérable. Cette fois, c'étaient surtout des considérations politiques qui les déterminaient : pour ne prendre qu'un ou deux exemples, l'évasion considérable de capitaux allemands à l'automne 1930, principalement vers la Suisse, la Hollande et la France, et leur retour après les élections de septembre; le mouvement d'afflux vers ces trois derniers pays de capitaux à court terme non seulement allemands, mais provenant d'autre pays européens où les conditions politiques ou économiques laissaient prévoir des troubles imminents. Le montant des capitaux ainsi exportés était considérable. On estimait par exemple, avant les élections allemandes du 14 septembre 1930, à 8 milliards de reichsmarks le chiffre des capitaux allemands exportés et transformés en d'autres monnaies.

C'est l'annonce de la défaillance, le 7 mai 1931, du plus grand établissement financier d'Europe Centrale, la Crédit-Anstalt de Vienne, qui a, en quelque sorte déclenché la crise du court terme en en soulignant la gravité. Dans son livre *Recovery*, Sir Arthur Salter raconte qu'il se trouvait dans le bureau du gouverneur de la Banque de réserve Fédérale de New-York lorsque la nouvelle de la défaillance de la Credit-Anstalt parvint aux États-Unis. Ce fut là, déclare-t-il, le premier signe d'événements dont l'importance s'avéra hors de proportion avec ce fait isolé, tout comme après l'attentat de Sarajevo dix sept années auparavant : c'était également d'Europe Centrale qu'était partie la catastrophe.

Ce fut dès lors, suivant une expression de M. Quesnay, une véritable vague de rappels de capitaux à court terme non encore consolidés qui déferla sur l'Europe. On estime qu'au cours des mois de mai, juin, juillet, août et septembre 1931, plus de 100 milliards de francs français furent retirés par les marchés prêteurs aux économies débitrices. Les conséquences, vous les connaissez : c'est, après la proposition Hoover de suspension des paiements en juillet, — qui a d'ailleurs eu un effet contraire à l'effet vraisemblablement prévu — les moratoires plus ou moins déguisés, les restrictions au commerce des devises, les accords de prorogation (*standstill*) des dettes privées à court terme, bref, un ensemble de réglementations de toute sorte aboutissant en fait à un arrêt du commerce international et à une impossibilité de nouveaux mouvements de la deuxième fraction de nos capitaux. Enfin, un peu plus tard, venait l'abandon de l'étalon d'or par un certain nombre de pays à la tête desquels se trouve, le 21 septembre 1931, la Grande-Bretagne.

Deux exemples montreront l'amplitude de ces mouvements. En Allemagne, on évaluait, à fin 1930, à 10 milliards 300 millions de reichsmarks, dont 7 mil-

liards 200 millions pour les banques, le montant des engagements extérieurs à court terme du pays. Au 31 juillet 1931, ce chiffre s'était trouvé ramené à 7 milliards 400 millions de reichsmarks (dont 5 milliards 100 millions pour les banques). Les retraits de capitaux étrangers avaient donc atteint 2 milliards 900 millions de reichsmarks; si l'on tient compte d'ailleurs des cessions par des étrangers de placements à long terme en Allemagne et d'obligations hypothécaires, ainsi que des acquisitions par des Allemands de placements à l'étranger, on peut estimer à 3 milliards 500 millions de reichsmarks, soit à plus de 21 milliards de francs, le total de ces retraits de capitaux dans les sept premiers mois de 1931.

En Angleterre, on évaluait à 160 millions de livres sterling au minimum le volume des fonds étrangers à court terme sur le marché de Londres au début de septembre 1931, sans compter les dépôts de la Banque de France et les avoirs étrangers en titres (pour les seuls emprunts de guerre entre les mains d'étrangers, leur montant aurait atteint de 100 à 150 millions de livres sterling). Or, on affirme que les retraits de capitaux de Londres pour compte étranger auraient atteint près de 200 millions de livres sterling, soit 25 milliards de francs, dans les premières semaines de septembre.

Au même moment, deux autres phénomènes importants se produisaient simultanément : après la crise boursière de Wall Street, un mouvement analogue à celui que nous venons de décrire était enregistré en ce qui concerne les fonds à court terme précédemment laissés aux États-Unis, et le point d'attraction des fonds à court terme étrangers devenait la France.

Pour les États-Unis, en effet, on évaluait, au 31 décembre 1929, le total de l'endettement extérieur à court terme à 3 milliards 77 millions de dollars (chiffres du département of Commerce). Ces engagements se trouvaient réduits à 2 milliards 737 millions de dollars au 31 décembre 1930 et à 1 milliard 473 millions de dollars seulement au 31 décembre 1931. Sur ces retraits de 1 milliard 300 millions de dollars environ pour l'année 1931, retraits européens pour la plus grande partie, les retraits de dépôts dans les banques américaines atteignaient près de 600 millions de dollars et les ventes d'acceptations américaines près de 500 millions de dollars.

Remarquons en passant que si New-York avait résisté proportionnellement plus longtemps que les autres pays à un mouvement de retraits de capitaux à court terme, c'était parce qu'une grande partie de ses engagements de cette nature envers l'étranger était constituée par des soldes de Banques Centrales détenus par ces dernières à des fins à la fois de défense monétaire et de profits à réaliser sur leur placement et que ces soldes avaient revêtu l'aspect de réserves présentant un certain caractère de fixité. Toutefois, après la chute de la livre, le 21 septembre 1931, une certaine évolution semble s'être produite dans la notion de réserves de devises, que les Banques Centrales ont bien été amenées à considérer, pour reprendre les termes de l'étude sur le marché monétaire et les changes en 1931 parue dans la *Revue d'Économie politique*, comme « une simple créance à intérêt et non comme un droit réel privilégié sur la garantie de la monnaie du pays dépositaire. » Ce fut alors la liquidation accélérée de cette fraction du crédit bancaire international gérée par les Banques Centrales et qui paraissait pour ainsi dire consolidée et renouvelable à perpé-

tuité : nous avons vu que cette liquidation a porté, pour l'année 1931, sur un total de 26 milliards de francs français.

En ce qui concerne la France, d'après les études publiées régulièrement chaque année dans la *Revue d'Économie politique* par M. Pierre Meynial, le solde net des créances de la France sur l'étranger aurait, au cours de l'année 1931, diminué de 21 milliards 500 millions de francs environ. M. Meynial estime à 10 milliards de francs le montant des placements à court terme rapatriés pendant cette année 1931 par les banques, l'industrie, le commerce et les particuliers, à 4 milliards 500 millions de francs l'augmentation des dépôts étrangers à court terme, à 10 milliards de francs environ le total des valeurs étrangères vendues par des Français et des valeurs françaises achetées par des étrangers. On voit ainsi combien ce mouvement d'attraction des capitaux par la France a revêtu d'ampleur au cours de 1931. La France est véritablement devenue, à ce moment, le refuge des capitaux inactifs, étrillés à la Bourse de New-York, inquiets sur le sort des autres monnaies.

Au début du printemps 1932, toutefois, certaines tendances différentes commencèrent à s'esquisser. Les capitaux qui avaient fui Londres pour éviter le risque d'une dépréciation plus grande de la livre sterling, New-York pour échapper à l'éventualité, alors proclamée dans certains milieux, d'une défaillance du dollar et qui avaient continué à affluer principalement vers la France et vers la Suisse reprennent la direction de Londres, où l'on parle de revalorisation de la livre sterling, et de New-York, où l'attrait de Wall Street n'est pas mort et où l'on se livre à des comparaisons de cours — d'ailleurs tendancieuses — entre les maxima d'il y a deux ou trois ans et les cours actuels (à titre d'exemple, on compare des cours de 101 et de 8 1/2 pour la General Electric, de 183 1/4 et de 31 1/2 pour la Consolidated Gas of New-York, de 174 7/8 et de 3 pour l'Anaconda Copper, de 261 3/4 et de 21 1/4 pour l'United States Steel, les premiers cours ayant été atteints en 1929 et les autres 3 ans après, au cours de l'année 1932). On peut dire, à ce moment, que c'est l'Europe qui fait la hausse de juillet à août 1932 à Wall Street.

Mais cette hausse ne dure pas; pour prendre une expression boursière courante et expressive, « le mouvement n'est pas bien accroché ». Alors, on revient vers Paris, même vers Londres, où les dépôts dans les grandes banques anglaises passent de 1 milliard 764 millions de livres sterling à fin juin 1932 à 1 milliard 983 millions à fin décembre, où l'on en profite pour rembourser le crédit de réescompte de 50 millions de livres accordé à la Banque d'Angleterre, ainsi que la majeure partie du crédit des trésoreries de 80 millions de livres. Mais le fait le plus curieux est sans doute le mouvement de retour des fonds vers l'Allemagne, qui commence dans les derniers mois de 1932 pour se poursuivre et même s'accroître au début de 1933. Sans doute ne s'agit-il pas de mouvements très importants : les banques suisses ou hollandaises n'observent que des retraits de quelques milliers de francs ou de florins, mais la continuité du courant de retraits est remarquable. Même chose pour l'Autriche, où la hausse de la Bourse de Vienne en janvier 1933 semble résulter en partie du rapatriement de capitaux émigrés ou du retour au schilling. Que des difficultés politiques sérieuses viennent à nouveau à surgir, et ce sera naturellement à nouveau l'exode de ces timides capitaux, exode qui ne causera naturellement pas

plus de troubles que leur retour; toutefois, le fait du retour était significatif.

Nous devons enfin noter, depuis le début de décembre 1932, un mouvement très net d'afflux de capitaux sur le marché de Londres, les fonds étant prélevés principalement sur le marché français. Du 2 décembre 1932 au 24 janvier 1933, le total des réserves d'or et de devises de la Banque de France diminue, en effet, de 1 milliard 548 millions de francs. Il peut s'agir à la fois d'une exportation de capitaux français redoutant le risque d'une inflation et de l'exode de capitaux étrangers ayant élu domicile en France.

A cet égard, le compte rendu présenté à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque de France, tenue le 26 janvier de cette année, constate que la situation actuelle de la Banque de France peut se modifier sous des influences parfaitement normales. « Les disponibilités flottantes qui se sont employées en francs au cours des dernières années », y lit-on « sont susceptibles, en effet, d'être attirées de nouveau vers les marchés extérieurs, lorsque ceux-ci auront recouvré leur équilibre. Cet exode ne devra provoquer aucune inquiétude, s'il marque une reprise des échanges internationaux de marchandises et de capitaux, et s'il ne s'accompagne d'aucun mouvement précipité de spéculation et de défiance. La puissance et l'extrême élasticité de l'armature du franc permettent, en effet, d'envisager sans appréhension des sorties de métal qui ne seraient dues qu'au fonctionnement régulier du régime de l'étalon-or, »

Il est intéressant d'observer d'autre part que la Banque d'Angleterre se trouve, dans une certaine mesure, dans une situation analogue à celle dans laquelle la Banque de France s'était vue placée en 1927 et 1928 : pour empêcher la livre de remonter, le Fonds d'intervention anglais doit acheter constamment des devises. Toutefois, il semble qu'une fraction appréciable de ces devises soit immédiatement convertie en or, et on estime à 50 millions de livres sterling d'or et 50 millions de livres sterling de devises les achats du Fonds depuis décembre.

\* \* \*

Voilà où nous en sommes en ce début d'année 1933. Suppression au moins temporaire, par certains pays, de la possibilité d'une diminution rapide des crédits extérieurs dont ils ont bénéficié; paradoxe de la pléthore de capitaux dans les pays où la rémunération des fonds à court terme est des plus médiocres, mais où la sécurité monétaire apparaît la plus complète; potentialité d'attraction des fonds d'un certain côté par Wall Street, d'autre côté par les pays à monnaie non encore stabilisée si l'on fait miroiter les possibilités de revalorisation; tels semblent être les traits principaux de la situation du marché international des fonds à court terme.

Il ne nous appartient pas — et cela sortirait du cadre que nous nous sommes assignés pour cet entretien — d'envisager les diverses hypothèses d'une redistribution de ces capitaux et de rechercher quelles seront les directions futures de leurs mouvements. Toutefois, j'aimerais envisager rapidement avec vous les modalités d'une semblable redistribution et les conditions pratiques du retour à la normale.

Vous avez certainement lu, dans les comptes rendus des diverses conférences récentes, les conditions que l'on met au retour graduel à un régime d'étalon-or fonctionnant librement et à un régime en général normal dans tous les domaines : le rétablissement de la liberté du mouvement des capitaux, ce qui présupposerait, en particulier, une solution à apporter à divers problèmes concernant l'endettement excessif, notamment à court terme (liquidation du passé), ainsi que le passage du court terme au long terme d'une fraction au moins de ces capitaux « erratiques ». En dehors de mesures techniques comme la suppression des restrictions au commerce des devises, l'unification des taux d'impôts sur valeurs mobilières, le perfectionnement des conditions d'émission, l'octroi de plus grandes facilités aux placements extérieurs, l'introduction en Bourse de valeurs étrangères, les décisions qui permettront de rétablir la confiance en général et surtout la confiance si ébranlée dans le respect des contrats internationaux revêtent naturellement une importance primordiale.

A vrai dire, s'il est nécessaire de parvenir en quelque sorte à une certaine simultanéité dans l'application de ces mesures, il en est qui doivent obligatoirement précéder les autres, et on conçoit aisément qu'il soit vain de parler de nivellement de tarifs d'impôts et de perfectionnement de conditions d'émission tant que ne sera pas proclamée l'abolition du système hégélien dont l'application a conduit trop de peuples à des états de quasi-faillite collective. Et il ne saurait certes être question de rétablissement complet de la confiance tant que ne seront pas réglés de grands problèmes comme celui de la liberté du commerce international, des dettes de guerre, de la stabilisation des unités monétaires.

Mais, même dans ce cas, même si on liquidait le passé et qu'on puisse parvenir à l'oublier, aurait-on la possibilité de demeurer sous le même régime qu'autrefois ? Dans les annotations au projet d'ordre du jour de la Conférence Monétaire et Économique présenté par la Commission préparatoire des Experts le 20 janvier 1933 à Genève, on lit qu'« il est hors de doute que, dès que la situation mondiale deviendra normale, le système de crédit commencera à fonctionner comme par le passé ; le crédit sera demandé, accordé ou refusé par les moyens ordinaires. »

Sans doute en sera-t-il ainsi dans l'ensemble ; toutefois, si nous nous permettons de juxtaposer notre opinion à celle d'experts aussi autorisés, nous dirions qu'il semble très probable que la proportion des capitaux à court terme aux capitaux à long terme demeurera plus importante dans l'avenir que par le passé. A côté des raisons psychologiques qui militeraient en faveur du maintien à court terme d'une partie des fonds particuliers même dans un régime de confiance rétablie et renouvelée existent en effet des raisons en quelque sorte pratiques. Les affaires se traitent plus rapidement maintenant qu'autrefois ; les délais de transport des marchandises sont moins longs ; les modalités de paiement plus rapides. Pour prendre une expression générale, la vie va plus vite. On a pris l'habitude, dans les banques comme chez les particuliers, de conserver plus de liquidités. Il y a davantage de fonds à court terme nationaux. Et qui dit augmentation des fonds à court terme nationaux dit augmentation des fonds transférables internationalement.

De plus, on s'est aperçu que les placements à long terme exprimés en mon-

naie et soumis ainsi aux vieilles règles du droit romain faisaient courir aux parties contractantes des risques provenant de variations dans la valeur de la monnaie, variations dont on a été à même d'apprécier, depuis le début du siècle, les possibilités brutales. Et, tant que de nouveaux systèmes — systèmes indiciaires ou autres — ne seront pas parvenus à éviter ce risque pour le prêteur comme pour l'emprunteur, la pleine confiance dans les placements à long terme effectués autrement qu'en valeurs négociables ne sera pas rétablie.

Et si l'on prend des valeurs négociables, ce sera peut-être quand même, au fond, pour obéir à l'esprit malin de spéculation qui évoquera sans doute plutôt la différence de cours possible que le revenu certain !

D'ailleurs, dans ce cas spécial de placements de fonds en titres cotés aux Bourses, nous devons observer que, de plus en plus, l'application des principes de répartition géographique des risques et des cotations sur plusieurs places a conduit le capitaliste moyen à placer à l'étranger des sommes proportionnellement plus considérables qu'auparavant. Les progrès du téléphone, du télégraphe, de la radiophonie font que l'on n'ignore plus, maintenant, ce que sont l'American Telegraph et Telephone, l'United Steel, la Canadian Pacific, etc., et même que l'on en connaît, jour par jour, soir après soir, les cotations. Et le fait de garder davantage de fonds à l'étranger en valeurs négociables et immédiatement réalisables implique un accroissement de la potentialité, si l'on peut dire, des mouvements internationaux des capitaux à court terme.

Il ne semble donc pas qu'au moins immédiatement, on revienne à une répartition des capitaux comparable à celle de l'avant-guerre, où les mouvements de fonds à court terme ne soulevaient aucune inquiétude et trouvaient leurs leviers de commande à Londres et dans le maniement des taux d'escompte des Instituts d'Émission. Il faudra, dans ces conditions, tenir compte, dans l'exercice de la politique monétaire confiée aux Banques Centrales responsables de la monnaie, de l'existence et des possibilités de mouvement de ces capitaux qui, nous l'avons vu, obéissent à des lois qui nous paraissent actuellement irrationnelles, mais qui n'en existent sans doute pas moins. Il faudrait que les Banques Centrales puissent exercer sur ces fonds un certain contrôle et soient éventuellement mises à même de leur imprimer des impulsions, de leur montrer des directions.

Et ceci, ce n'est pas, ce n'est plus seulement par le maniement des taux d'escompte, par l'influence possible sur les taux du marché monétaire découlant d'opérations sur le marché libre qu'elles pourront l'obtenir : c'est, d'un côté, par une collaboration étroite avec les banques privées de leur marché et, d'un autre côté, par une collaboration étroite entre elles.

Des progrès d'ordre technique sont à faire pour permettre à la première de ces conditions de pouvoir se réaliser. Pour ne présenter qu'une suggestion, ces progrès pourraient s'effectuer dans la direction des indications données par le professeur Sprague à la réunion des représentants des Banques Centrales participant à la Banque des Règlements Internationaux qui s'est tenue à Bâle le 10 mai 1932. Dans un rapport sur « les données statistiques concernant les fonds à court terme prêtés à l'étranger, la façon de les recueillir et de les utiliser », le professeur Sprague recommandait, en effet, la création, sur les principaux marchés, de ce qu'il appelle des « Départements de Crédit », dont l'objet

serait de dresser la liste des emprunts étrangers contractés sur chaque place et d'établir en particulier la liste des emprunteurs à ressources multiples, le résultat global de ces informations étant ensuite centralisé auprès d'un organisme indépendant qui pourrait être la Banque des Règlements Internationaux. M. Sprague estimait — et on ne saurait que lui donner raison — que si l'on avait pu disposer, au cours des dernières années, d'informations de cette nature, des avantages immenses auraient pu en être retirés.

Sans doute cette procédure exigerait-elle que, dans certains pays, on fit abandon de certaines susceptibilités individuelles et de certaines méthodes qui semblent à l'heure actuelle désuètes et surtout peu appropriées à l'état de choses nouveau. Cela peut sembler difficile; mais, si l'on réfléchit, saurait-on, sous le prétexte d'avoir à consentir des sacrifices bien légers, renoncer à se procurer des avantages considérables qui donneront une sécurité accrue à la gestion de ses affaires?

Sur le deuxième point — collaboration des Banques Centrales — nous nous abstenons de présenter des suggestions. Les événements des deux dernières années ont montré que, pour n'être peut-être pas parfaite, cette collaboration n'était pas un vain mot. Et, à cet égard, nous ne pouvons mieux faire, tout en rappelant la tâche accomplie par la Banque des Règlements Internationaux dans ce domaine, que de citer encore un passage de la Conférence de M. Quesnay sur l'Internationalisme monétaire :

« On a dit parfois... que la Banque des Règlements Internationaux avait rendu de grands services; on a écrit que ses gouverneurs avaient sauvé l'Europe d'une catastrophe. On a dit aussi tout le contraire, reprochant à la Banque de n'avoir absolument rien fait, d'avoir été uniquement le parapluie qu'on vous prête quand il fait beau et qu'on vous enlève lorsqu'il pleut. Nous pouvons accepter beaucoup de critiques, mais pas cette dernière.

En fait, les différentes Banques Centrales et la Banque des Règlements Internationaux ont eu, bien au contraire, au suprême degré, la notion du devoir qui incombe aux organismes disposant d'une part de responsabilité en régime capitaliste : éviter la panique, ne pas se condamner soi-même en s'enfuyant au moment du sauve-qui-peut. Il est juste de constater que les fonds de la Banque des Règlements Internationaux et des Banques Centrales sont les seuls qui aient pris le chemin des pays en difficultés à l'heure où le capital privé se retirait. Leur ordre de grandeur n'était malheureusement pas tel qu'ils pussent contre-balancer l'importance des rappels de fonds. Mais loin d'être enlevés comme le parapluie dont on parle, ils ont été donnés au moment du besoin, ils ont joué leur rôle et rempli leur devoir. »

Vivre avec les fonds internationaux à court terme et ne pas négliger leur existence ou s'imaginer qu'on peut les transformer ou les regarder sans réagir obéir à leurs lois, telle serait donc la tâche des années prochaines dans ce domaine particulier. Il ne semble pas qu'elle soit insurmontable; là encore, les hommes de bonne volonté ont un rôle à jouer. Et c'est sur l'espoir que rien ne sera fait pour les contrarier et, au contraire, tout pour les aider, pour collaborer avec eux, que nous aimerions terminer.

Georges Royot.

## DISCUSSION

M. le Président, en ouvrant la discussion, remercie M. Georges Royot de sa très intéressante communication. Il souligne les développements qui viennent d'être exposés sur les mouvements des capitaux dus à des extensions de crédit et la transformation des prêts à court terme en prêts à long terme, sur les capitaux vagabonds destinés à garantir les avoirs, sur les réserves de devises qu'ont exigées les stabilisations, sur l'évasion des capitaux par crainte fiscale ou par manque de confiance, ainsi que sur les mouvements correspondant aux échanges de marchandises. Il est souhaitable que ces derniers mouvements soient intensifiés le plus possible, par la suppression ou tout au moins l'atténuation des entraves à la circulation des devises et des produits échangés.

Il retient aussi de la communication de M. Royot le passage concernant l'utilité de statistiques des emprunts étrangers sur chaque place, et il envisage l'intérêt qu'il pourrait y avoir à ce que la Banque des Règlements internationaux (qui est déjà à sa troisième année d'existence) permette de retrouver dans ses bilans, calculés exclusivement jusqu'à maintenant au pair monétaire en francs suisses, les mouvements des dépôts à long terme ou à court terme consentis par les souscripteurs de ses actions, c'est-à-dire par les banques centrales des pays adhérents.

M. Georges POTUR, député, s'exprime en ces termes :

« Qu'il me soit permis, tout d'abord, de dire quel intérêt j'ai pris et quel fruit j'ai recueilli à entendre la remarquable conférence de mon distingué collègue et ami Georges Royot.

« Il a analysé avec une très grande clarté des phénomènes qui se déroulent sous nos yeux depuis quelques années et qui témoignent du trouble profond de l'économie internationale.

« L'idée maîtresse qu'il convient de dégager de son exposé, si je l'ai bien suivi, est que l'instabilité des capitaux est déterminée par un mobile, au surplus beaucoup plus psychologique que technique, qui est le désir de chercher, avant tout, la sécurité monétaire et la sécurité fiscale.

« C'est pour cette raison que l'argent à court terme demeure oisif, au lieu de suivre des courants normaux définis par des nécessités économiques naturelles, qui le font habituellement passer des pôles positifs où il a tendance à s'accumuler vers les champs négatifs où il est cependant indispensable pour vivifier la production et la consommation.

« En somme, pour reprendre la formule d'un homme d'État qui est, en même temps, un grand économiste, ces deux aspects du même phénomène, la surabondance des capitaux à court terme et la pénurie des capitaux à long terme d'une part et, d'autre part, l'inégale répartition des premiers, tout cela constitue « la tragédie de la pléthore et de la défiance ».

« Je voudrais examiner très rapidement et apporter modestement quelques remarques à propos de cette situation en considérant comment elle peut évoluer, notamment à l'égard de notre pays. La France, jusqu'ici, a été la

bénéficiaire de cette instabilité des capitaux puisque ceux-ci sont venus affluer sur notre place pensant, non sans raison, trouver une sécurité qu'ils n'étaient pas sûrs de rencontrer ailleurs à un égal degré. Mais de quoi demain sera-t-il fait et cet état de choses, en poursuivant son évolution, ne va-t-il pas jouer contre nous après nous avoir favorisés ?

\* \* \*

« L'émigration de capitaux hors de France peut, en effet, être soumise à deux séries de causes principales, les une, tenant à une nouvelle détérioration de notre économie et de nos finances, et les autres à une amélioration sensible de l'économie des pays étrangers ayant les apparences de la durée.

« Je vous demande la permission de passer en revue, très brièvement, ces deux ordres de causes.

« Il ne paraît pas douteux que si l'instabilité économique et politique de l'Europe tend à s'apaiser, une redistribution des capitaux à court terme ne va pas tarder à s'opérer. Nous ne saurions, quant à nous, nous y opposer ni le regretter dans le souci de l'équilibre économique, non seulement de l'Europe, mais du monde. Cependant, nous avons le droit d'avoir la préoccupation que cette redistribution se fasse posément, rationnellement, méthodiquement et non à la débandade, sous l'empire de la peur et de la panique, car il se produirait alors de nouveau des perturbations qui, une fois de plus, entraîneraient des désordres profonds dans l'économie générale et rendraient assurément plus aléatoires et plus lointaines ces perspectives de relèvement.

« Au premier chef, si nous voulons éviter que les disponibilités s'enfuient de chez nous brusquement et en désordre il ne faut pas que nous donnions l'impression qu'elles n'y sont pas en sûreté. C'est pourquoi le problème de l'assainissement financier présente, à cet égard, une importance de premier plan. Le monde extérieur nous observe et, s'il avait le sentiment que le déficit du budget, la crise de la trésorerie et les désordres de la fiscalité étaient de nature à altérer, d'une façon durable, notre structure financière et économique, si, allant plus loin, les perspectives de notre monnaie devenaient préoccupantes, les crédits dont nous n'avons que le dépôt précaire ne tarderaient pas à chercher à rejoindre les pays qui leur offriraient une plus grande sécurité.

« En outre, si le risque monétaire disparaît à l'étranger, les soldes sans emplois iront s'investir sur les places où il existe un marché monétaire organisé et, à ce propos, je renouvelle les regrets que j'ai eu maintes fois l'occasion d'exprimer et qui sont ceux de nombreux économistes qualifiés, à savoir qu'il n'existe pas, sur la place de Paris, de marché monétaire organisé. S'il en était autrement et si nous disposions d'un large marché d'acceptations et d'un large marché de bons, nous retiendrions ces capitaux qui trouveraient désormais, à côté de la sécurité, une rémunération raisonnable.

« Si cette notion du placement a été peu à peu primée par celle de la sécurité, elle ne tardera pas à reparaitre et à reprendre toute son importance dans des conditions plus normales. C'est pourquoi nous devons souhaiter que se crée enfin à Paris un vaste marché monétaire qui puisse soutenir la compa-

raison avec ceux qui fonctionnent, d'une manière si remarquable, sur certaines places étrangères.

\* \*

« D'autre part, il n'est pas moins important d'apporter toute notre vigilance à la surveillance et à l'organisation de notre marché financier. La France étant un pays où s'élabore l'épargne, le marché de Paris devrait être un des plus actifs et des plus vivants du monde. Il risque toutefois d'être sérieusement distancé si son fonctionnement est entravé par des mesures s'opposant à sa libre circulation, par une fiscalité excessive ou par des vexations de natures diverses.

« La fluidité des capitaux a été le grand agent de progrès économique depuis un siècle. Si celle-ci se trouve limitée ou gênée notre marché sombrera dans une décadence définitive au profit des marchés étrangers mieux avisés qui assureraient désormais seuls le financement de l'essor économique du monde. C'est pourquoi il y a une grande importance à éviter que, par des mesures de fiscalité maladroite ou inopportune, les intérêts nationaux soient méconnus.

« On ne serait pas plus heureux en mettant entrave à la libre transmission des valeurs mobilières par des mesures de contrôle dont le résultat serait de ralentir les transactions.

« Voilà quelques-uns des éléments de sauvegarde par lesquels nous devrions être capables de nous prémunir contre un reflux trop brusque des capitaux migrants. Mais, à côté du plan national, il y a le plan international.

\* \*

« Dans l'état d'interprétation des relations économiques, avec les interférences financières multiples par lesquelles les nations réagissent les unes sur les autres on ne peut pas parler de l'économie intérieure sans être obligatoirement amené à considérer l'économie internationale.

« Cependant, pour que les mouvements internationaux de capitaux puissent être régularisés, pour qu'ils correspondent à des mouvements réels de marchandises et de services, les banques centrales d'émission doivent suivre, les unes et les autres, une tactique appropriée.

« Une banque centrale dispose d'un certain nombre de moyens efficaces pour assurer la stabilité de l'argent à court terme parmi lesquels je citerai l'action sur le taux d'intérêt par la manœuvre du taux de l'escompte, la régularisation des mouvements d'or, la neutralisation du mouvement saisonnier de métal, et, d'une manière générale, la dilatation des crédits ou, au contraire, la contraction de ceux-ci.

« Mais l'action d'une banque d'émission déterminée peut contrecarrer celle d'une autre banque. Afin que les phénomènes s'harmonisent les uns par rapport aux autres, on est en droit de souhaiter que les différentes banques centrales s'associent dans une entreprise commune de collaboration. Des contacts extrêmement féconds ont été pris en différentes circonstances, mais la nécessité d'un organisme régulateur apparaît aux yeux de chacun.

« La Banque des Règlements internationaux pourra-t-elle être, dans l'avenir, l'instrument qui assurera, d'une manière complète et durable, cette coopération? Cette institution a été souvent critiquée, mais on peut bien dire que l'activité qu'elle a manifestée dans une période singulièrement troublée constitue l'amorce et, en quelque sorte, la promesse d'une action coordinatrice extrêmement utile.

\* \* \*

« Cependant, ici, le problème cesse d'être exclusivement technique. Il déborde de plusieurs manières sur le domaine politique et nous entrons ainsi dans un ordre d'idées beaucoup plus délicat, car ce ne sont plus seulement les banques d'émission qui doivent combiner leurs efforts, mais les États eux-mêmes, en vue d'une politique économique concertée.

« Est-il possible d'envisager l'existence d'une autorité internationale, d'une sorte de « conseil supérieur de l'économie européenne », si je puis ainsi parler, pour reprendre une idée exprimée par mon éminent ami, Pierre Quesnay, directeur général de la Banque des Règlements internationaux?

« On conçoit que la réalisation d'une telle idée peut apparaître, à l'heure où nous sommes, assez lointaine, car elle implique une chose particulièrement grave : c'est la limitation de la souveraineté des États.

« Toujours est-il que, quelle que soit la méthode employée, personne ne conteste plus depuis longtemps la nécessité d'une collaboration entre les différents États dont les efforts doivent se porter d'abord vers l'assainissement de l'économie, en faisant disparaître les obstacles qui s'opposent à un retour à l'équilibre. En premier lieu, je citerai l'abaissement des barrières douanières, car, aussi longtemps que les marchandises ne circuleront pas avec facilité en suivant des courants réguliers, les mouvements internationaux de capitaux ne pourront pas être régularisés, et ils continueront à conserver leur allure erratique et désordonnée.

« La situation, à cet égard, est des plus graves et, disant cela, je n'apprendrai rien à personne ici. Je me bornerai à signaler que les experts de Genève, pour montrer d'une manière saisissante le déclin du commerce international, ont imaginé de prolonger, par hypothèse, la courbe du commerce international dans la direction que celle-ci suit actuellement, et sont arrivés à cette constatation théorique que, si aucun facteur de redressement n'intervient d'ici là, le commerce international deviendrait nul vers la fin de l'année 1934.

\* \* \*

« Mais du côté du commerce international et des restrictions qui le paralysent, il y a un obstacle qui n'est pas moins grave à l'encontre de la restauration de l'équilibre, c'est la persistance des obligations financières nées de la guerre. Tout le monde tombe d'accord que si, dans l'avenir, des transferts de capitaux sans contre-partie économique devront persister, il subsistera, de cette manière, une cause profonde de perturbations économiques.

« On peut bien dire qu'à cet égard les États-Unis portent une large part de responsabilité dans les difficultés actuelles. Ainsi que M. Royot l'a lumineusement fait ressortir, le moratoire Hoover, sans apporter les bienfaits que son promoteur en attendait, a été générateur de troubles profonds dans l'économie en général et dans la situation des capitaux à court terme. Ce geste a entravé la libre circulation des richesses correspondant à des opérations de commerce et ses conséquences pèsent également sur le monde en prolongeant les causes du malaise.

« Mais il faudra en venir, et c'est la dernière idée que je me proposais d'exprimer, à un régime monétaire international sur des bases à déterminer. Peut-être, comme certains l'ont suggéré, par une répartition concertée de l'or : cela me paraît, quant à moi, une méthode dangereuse et probablement vaine, mais, plutôt par des ententes touchant à la politique du crédit lui-même. La situation est trop troublée pour que l'on puisse présager maintenant de quelle manière évolueront la politique et même les conceptions monétaires.

« En concluant, pour en revenir à notre pays, j'insiste sur ce point qu'il pourrait résulter pour lui de graves dangers si le mouvement international, après avoir joué à son profit, opérait désormais contre lui avec brusquerie et d'une manière désordonnée. Nous devons donc apporter à l'extérieur une volonté de coopération et de collaboration réfléchie et raisonnée, à l'intérieur un désir de procéder énergiquement à l'assainissement de notre économie et de nos finances, et réorganiser sans tarder chez nous les éléments constitutifs d'un grand marché de capitaux, de manière susceptible de retenir, sans nous opposer à une rétribution équitable des crédits, sur notre place, une partie des disponibilités qui vivifient l'activité économique, en leur apportant ces deux garanties fondamentales : la sécurité du placement et l'attrait d'une rémunération raisonnable. »

M. GUILLAUME. — La conférence de M. Royot est un exemple de ce qui se fait de mieux en matière de recherches économiques. Elle montre l'effort considérable qui est tenté par des hommes désireux d'avoir des lueurs sur les phénomènes économiques, et qui traitent des sujets qu'ils ont pu pénétrer mieux que quiconque de leur poste d'observation.

Si donc j'osais me permettre un reproche, ce ne serait pas à la conférence elle-même qu'il s'adresserait, mais à la méthode économique en général dont elle procède, et qui est pour ainsi dire universellement appliquée.

En considérant, ainsi qu'on le fait toujours, des phénomènes économiques pris isolément, on ne parvient pas à fermer les circuits dont ils font partie; cette lacune rend contestable les conclusions.

Pour ne retenir qu'un exemple, les migrations de capitaux *pris à eux seuls* ne constituent pas une « cause » de la crise actuelle dont l'esprit puisse se satisfaire : les capitaux ne peuvent en effet, par seule migration, que changer de main, mais non pas pour cela disparaître. Or, le conférencier constate un appauvrissement simultané et général. La contradiction est formelle.

Les professionnels qui se sont attachés à l'interprétation des séries statistiques en dehors de la simple recherche des corrélations, technique elle-même insuffisante à notre avis, savent bien qu'ils ne parviennent jamais à éviter

cette sorte d'échec. Aussi peut-on se demander si l'on parviendra un jour à dominer par la pensée un problème si vaste et si complexe qui a jusqu'ici défié toutes nos tentatives angoissées.

Il semble cependant qu'une nouvelle méthode analytique ait donné tout récemment des résultats encourageants. En parler ici serait sortir du cadre de la conférence; je me bornerai à dire que, pour la première fois, l'on se trouve en face d'une théorie mathématique générale qui a permis de procéder à des vérifications numériques saisissantes.

Les variations cycliques depuis 1900 jusqu'à l'heure présente sont en effet suivies pratiquement au moyen de « cinémogrammes » illustrant commodément les déductions des calculs, et ceci malgré les différences essentielles entre les structures apparentes d'avant, pendant et après la guerre.

Je mets à la disposition de tous ceux que la question intéresse, des tirages à part gratuits du premier Bulletin édité par l'Association des anciens Élèves de Polytechnique, groupe X-Crise (1), qui est précisément consacré à la publication des deux conférences données en son sein sur la nouvelle théorie dite de la Parité.

M. LESCURE. — Dans sa très intéressante communication, M. Royot a étudié l'une des manifestations et des causes essentielles de la crise actuelle. Les capitaux sont aujourd'hui des capitaux à court terme. Il n'y a plus de capitaux à long terme : la statistique des émissions de titres en témoigne. Les titres déjà créés se transforment en argent liquide, en capitaux à court terme et refusent de se placer. Les cours en Bourse s'effondrent. Et le marché des produits, de même, car les capitaux cessent de demander des marchandises. Le capital a cessé d'être créateur. Une fonction vitale de l'organisme capitaliste est ralentie ou presque paralysée : la fonction de placement du capital. Et les industries, qui sont immédiatement sous la dépendance du placement du capital — la métallurgie, les constructions mécaniques — manquent de commandes et sont écrasées par le chômage.

Par leur déplacement brusque de pays à pays, par la thésaurisation, ces masses exagérées de capitaux liquides menacent l'encaisse or des banques centrales.

Les capitaux au lieu de rechercher un revenu, sont préoccupés surtout de la sécurité. Les écarts de taux d'escompte, qui jadis suffisaient à rétablir l'équilibre de ces vases communicants que sont les grands marchés monétaires, deviennent inefficaces. Et les facteurs d'insécurité ou de sécurité jouent le rôle essentiel. M. Royot nous a entretenu de la sécurité monétaire, de ce qu'il appelle la sécurité fiscale. Mais il est hélas ! d'autres facteurs d'insécurité, aussi agissants peut-être que les deux précédents : l'insécurité juridique (il y a trop de débiteurs défaillants), l'insécurité politique.

Pour rétablir la situation, la collaboration de banques centrales ne suffirait pas. Mais les troubles dont nous souffrons s'atténueraient ou même disparaîtraient très vite, si nous réussissions à rétablir, pour les capitaux, la sécurité :

---

(1) Prière de demander ce Bulletin à la Société d'Économie appliquée, 34, rue Tronchet, Paris.

sécurtié monétaire, sécurité fiscale, sécurité juridique sécurité politique. Les émissions de titres reprendraient. Les écarts de taux retrouveraient leur efficacité.

Mais si l'économiste, le statisticien aperçoivent comment rétablir les monnaies, comment aménager les impôts ou comment rétablir le respect des signatures, il n'en est pas de même de la restauration de la sécurité politique. La politique les dépasse.

M. le Président renouvelle à M. Royot ses félicitations pour le travail si documenté qu'il a apporté à la Société de Statistique et il remercie les trois personnalités qui ont pris part à la discussion : M. Potut, député de la Nièvre, qui a su si nettement dégager l'utilité pour la France d'un marché monétaire et d'une politique monétaire tenant compte des réalités nationales et des possibilités internationales; M. Guillaume dont les travaux d'économie rationnelle sont si intéressants, et qui a fait un exposé très net des conséquences susceptibles d'être amenées par l'évanouissement de capitaux engagés considérément ou inconsidérément dans les affaires; M. le professeur Lescure, de la Faculté de Droit, dont les études sur les crises périodiques sont unanimement appréciées, et qui a exposé des compléments intéressants sur les mouvements des capitaux liés à la crise actuelle.

---