

505 LH 271 / 7

6133

(1938-39)

A

Couverture des achats payables en devises
étrangères

	C.D.	23.	2.38	49	VII	2°	
	C.D.	5.	4.38	50	IX		
(s)	C.D.	10.	5.38	6	II	2°	
(s)	C.D.	2.11.	38	10	II	2°	
(s)	C.D.	8.11.	38	9	II	2°	
(s)	C.D.	29.11.	38	9	IX 3° - II	2°	
(s)	C.D.	14.	3.39	9	II	2°	
(s)	C.D.	18.	7.39	5	II	2°	

Couverture des achats payables en devises
étrangères

18 juillet 1939

QU. II - Comptes rendus hebdomadaires

2°) Trésorerie

Couverture des achats payables en devises étrangères

(S) p. 5

M. FILIPPI

Je rappelle que le Comité avait pris la décision de couvrir, dès la passation du marché, les achats payables en devises étrangères, notamment nos achats de charbons. Les mesures d'exécution de cette décision ont été assez longues à mettre au point. Nous nous sommes mis en rapport avec la Banque de France qui a accepté d'assurer, pour le moment, cette couverture aux taux normaux de report, mais n'a voulu prendre aucun engagement définitif, se réservant d'agir selon les circonstances. Si, à un moment donné, la Banque de France est amenée à nous refuser cette couverture, c'est évidemment dans le désir qu'à ce moment-là, ^{nous ne pesions} ~~enxxxxxxx~~ pas sur le marché à terme des changes; on ne voit pas comment nous pourrions alors avoir recours au marché libre, sans aller par là même à l'encontre de la politique de la Banque de France.

M. René MAYER. - Je pense que la Banque nous fera connaître sa décision suffisamment à temps pour que nous puissions alors passer nos commandes de combustibles ailleurs.

M. FILIPPI. - Je le pense.

M. LE BERNERAIS. - Nos achats de charbons à l'étranger ont beaucoup diminué; ils atteindront à peine 20% de notre consommation totale. La question a ainsi beaucoup perdu de son importance depuis l'an dernier.

M. FILIPPI. - Ces achats sont d'ailleurs couverts pour moitié par nos recettes en livres.

C.D. 14 mars 1939

QU. II - 2°

Couverture des achats payables en
devises étrangères

(s) 9

Je vous signale enfin que la mise en oeuvre de la décision, prise récemment par le Comité d'effectuer la couverture de nos achats en devises étrangères, rencontre quelques difficultés. Cela tient à ce que les services acheteurs ne peuvent pas encore établir leurs prévisions avec beaucoup de précisions.

C'est ainsi que nous n'avons pas procédé à la couverture de devises belges, pour une opération s'élevant à 1 million de francs belges.

J'espère néanmoins que nous arriverons à surmonter rapidement les difficultés que je viens de vous indiquer.

3°) Couverture des achats payables en devises étrangères -P.V. joint -

La Banque de France ne pouvant allouer en toutes circonstances à la S.N.C.F. les conditions prévues au P.V. de la séance du Comité du 5 avril 1938 (Question IX) pour la couverture de ses achats payables en devises étrangères, le Comité décide que ces achats seront couverts à terme, aux conditions du marché, lors de la passation du contrat, sous réserve d'un échelonnement raisonnable.

Sténos une et unique -

M. FILIPPI. - Il y a une dernière question dont j'ai à vous parler: elle avait été traitée au Comité, il y a quelque temps, mais on attendait, pour l'évoquer à nouveau, la présence de M. RUEFF; c'est celle de la couverture, en devises étrangères, de nos achats à l'étranger.

Je rappelle qu'il avait été indiqué que la Banque de France pourrait vraisemblablement, pour cette couverture, nous accorder des conditions très intéressantes, puisqu'elle nous ferait payer, non pas le taux des reports en devises, mais ceux en vigueur sur le marché français. Après avoir pris contact avec la Banque de France, il est apparu qu'il n'était pas possible que cette formule nous fût garantie à tout moment et que la Banque de France n'était, en somme, disposée à l'appliquer que dans les moments où les taux des reports n'étaient pas tendus. Dès lors, la question de la couverture de nos achats à l'étranger en devises se posait à nouveau dans des termes un peu différents. Le Comité avait estimé, à la dernière séance où cette question a été examinée, qu'il était de saine gestion industrielle et commerciale de se couvrir de ses engagements en devises étrangères dès le moment où ces engagements étaient contractés. Mais, on a fait

remarquer que l'Etat lui-même ne pratiquait pas cette politique et, d'autre part, que la Société Nationale ne pouvait pas être assimilée à une Société industrielle et commerciale ordinaire; le Comité a dès lors décidé d'attendre, pour se prononcer sur ce point, la présence de M. RUEFF.

Il y a lieu d'ajouter que, comme pratiquement nous ne pourrions nous couvrir en achats à terme des devises étrangères que par l'intermédiaire de la Banque de France, celle-ci refusera de le faire, lorsqu'il y aura tension sur le marché. De telle sorte que, si le Comité prenait la décision de couvrir tous les engagements de la Société Nationale en devises étrangères dès qu'ils sont contractés, cette décision ne pourrait jouer à notre profit ~~seulement~~ que dans les ~~prochaines~~ périodes où les reports ne seraient pas tendus.

M. GOY. - Je crois qu'il y a un terme intermédiaire entre les deux solutions: C'est celui qu'on emploie bien souvent et qui consiste, non pas à se couvrir en une fois à terme de la totalité des devises dont on a besoin, mais à se couvrir progressivement par échelons.

M. FILIPPI. - Il est bien entendu que nous nous couvririons par échelons.

M. GOY. - Si vous vous couvrez par échelons, l'objection que vous faisiez au sujet de l'attitude de la Banque de France tombe, parce que vous vous couvrirez, non pas en une fois, mais pendant une période pouvant s'étendre jusqu'à 1 ou 2 mois.

M. FILIPPI. - La situation sera la même, ~~lorsqu'une~~ lorsqu'une partie de ces achats devra être effectuée dans une période de tension des changes, car la Banque de France nous demandera alors de ne pas acheter de devises.

M. GOY. - Je suis hostile à toute solution consistant à ne pas se couvrir à l'avance contre le risque de change.

M. RUEFF. - La question de la couverture des achats

de devises à terme ne se pose pas pour l'Etat et, si l'on ne considère pas la S.N.C.F. comme distincte de l'Etat, il n'y a pas d'intérêt général à ce qu'elle couvre ses achats à terme. Supposez, en effet, que l'Etat achète aujourd'hui du charbon payable à trois mois; s'il couvre son achat en demandant à la Banque de France de lui vendre des devises à terme, celle-ci est obligée de prélever une certaine quantité d'or, correspondant au montant des devises qu'elle devra remettre dans trois mois. Cet or est vendu au cours d'aujourd'hui; si, au cours des trois mois qui suivent, la monnaie se déprécie l'acheteur de devises bénéficiera du nouveau cours des changes, mais l'Etat, lui, ne bénéficiera pas de la réévaluation de cet or, alors que, par ailleurs, il en profite, du fait de la réévaluation de l'encaisse; il y a donc une perte éventuelle compensée par un gain et, dès lors l'Etat n'a pas intérêt à se couvrir à terme, puisque, s'il paie plus pour un achat à terme du fait qu'il ne s'est pas couvert, cette dépense supplémentaire est compensée par un bénéfice de réévaluation plus grand.

La question ne se pose que si on considère le budget de la Société Nationale isolément, si on tient à ne pas dépasser les prévisions faites en ce qui concerne les achats de matières ou de matériel à l'étranger et si on veut se rendre compte exactement de ce que coûtera une opération déterminée. C'est donc une préoccupation comptable, et non pas d'intérêt général, qui peut inciter à couvrir un achat sur le marché du terme. Ceci dit, et comme cette question est indifférente du point de vue de l'intérêt général, je n'ai pas d'objection à ce que la Société Nationale se couvre dans ces conditions de ses achats à l'étranger. J'avais espéré que la Banque de France vous ferait bénéficier, d'une façon constante, d'avantages particuliers. Dans la période actuelle, cette procédure n'aurait aucun avantage, puisque les taux des reports en devises ne présentent plus d'écart sensible avec les taux du marché. Dans les périodes de tension, il y a

une question d'opportunité qui se pose. Nous pourrions ne pas prendre dès maintenant une décision de principe, applicable dans tous les cas: notre décision pourrait ~~être~~ ne s'appliquer qu'à la situation actuelle, quitte à la ~~modifier~~ modifier si des difficultés surgissent à un moment donné.

M. René MAYER. - Il ne faut pas minimiser les questions, mais il ne faut pas non plus les grossir exagérément. Il s'agit surtout, en l'espace, de la ^{couverture} ~~couverture~~ des achats de charbons à l'étranger.

M. LE PRÉSIDENT. - Ces achats qui portent actuellement sur 4 M. 1/2 de T. seront réduits à 2 M. de T. l'an prochain.

M. René MAYER. - Du moment que la Société Nationale doit acheter, d'une façon normale, du charbon étranger et en quantité relativement peu importante, elle devrait pouvoir arrêter un programme raisonnable d'échelonnements des paiements et de couverture en devises, en même temps qu'elle passe les commandes. Du moment que nous sommes obligés d'avoir un budget en équilibre, ce qui n'est pas le cas de l'Etat, nous sommes obligés également de nous couvrir en devises, dès que la commande est passée.

M. LE PRÉSIDENT. - Je retiens de l'argumentation de M. RUEFF, que la question de la couverture des achats garde une importance au point de vue comptable. Or, c'est à ce point de vue qu'en nous jugera et cette considération commande notre

décision. Le Comité est d'accord pour que la Société Nationale se couvre de ses paiements à l'étranger par des achats de devises à terme, en les échelonnant judicieusement, comme le proposait M. GOY.

Question 12 - 2°

(5)

Couverture en devises des achats
à l'étranger.

Pas de PV cont. -

STENO

M. FILIPPI - La deuxième question concerne la couverture en devises de nos achats à l'étranger; nous pourrions attendre que M. RUEFF soit présent, mais je peux vous dire officieusement qu'il m'a indiqué ^{qu'à} son avis il était difficile en fait et en théorie, que la Société Nationale se couvre, au moment de la commande, étant donné son caractère de Société Nationale. Comme elle ne peut s'adresser qu'à la Banque de France, il est vraisemblable qu'en période de tension des changes, la Banque de France nous demanderait de ne pas venir sur le marché aggraver une situation déjà difficile.

M. GOY. - J'ai été témoin, à la Compagnie P.L.M., d'un cas où le Ministère des Finances, à deux reprises différentes, nous a interdit de nous couvrir. Cela a coûté 100 M. au Trésor.

M. LE PRESIDENT. - Nous en parlerons quand M. RUEFF sera là.

Quation 58 2°

Couverture des achats payables en devises étrangères.--Sténo

M. BILLET.-- Je dois rendre compte également au Comité qu'à la suite de diverses conversations entre les services financiers et la Banque de France, il semble que nous devions renoncer à couvrir nos achats en devises étrangères dans les conditions qui avaient été fixées par le Comité de Direction du 5 avril 1938, d'accord avec M. RUEFF. Le Procès-Verbal de cette séance indiquait que "le Comité accepte les conditions avantageuses offertes par la Banque de France pour la couverture des achats de la S.N.C.F. payables en devises étrangères (le cours de cession des devises sera égal au cours du comptant du jour de l'achat, majoré d'intérêts calculés au taux des avances de la Banque de France jusqu'au jour du paiement ; les opérations d'achat à terme porteront sur une durée maximum de trois mois)."

Or, la Banque de France nous a fait savoir qu'elle ne pouvait pas, en fait, appliquer ce système et qu'elle ne pourrait le faire que dans les périodes où elle a des disponibilités en devises, c'est-à-dire, celles précisément où nous en aurions nous-mêmes le moins besoin. Il faut donc reconsidérer la question et examiner si nous devons ou non couvrir nos achats à l'étranger par des achats de devises à terme, mais, et c'est là que le problème ^{change} ~~extremement~~, il faudrait que ce soit la Société Nationale qui prenne elle-même à sa charge le risque de change comme le fait l'Etat lui-même.

M. GUY.-- A ce propos, je reviens sur une observation que

j'avais déjà présentée, c'est qu'il ne paraît absurde de ne pas nous couvrir en devises étrangères le jour même où nous effectuons l'achat. Sinon, c'est la ruine.

M. FILIPPI.— Cui, si la Société Nationale était une entreprise privée.

M. GOY.— Que l'entreprise soit publique ou privée, l'opération se traduit par un déficit le jour où elle est obligée d'acheter les devises nécessaires. Elle doit donc se couvrir en devises le jour même de l'achat. Sinon, c'est spéculer et j'estime que nous ne devons pas faire de spéculation.

M. GRIMPET.— C'est tout à fait mon avis.

M. René HAYER.— De même que, quand on a une dette libellée en monnaie étrangère, on doit avoir une partie de sa trésorerie en monnaie étrangère.

M. LE PRÉSIDENT.— Cela ne paraît sage.

M. GOY.— C'est ainsi qu'opèrent tous les industriels et commerçants sérieux, qui se refusent à spéculer sur le change.

M. FILIPPI.— C'est une spéculation que d'acheter le jour où l'on passe la commande.

M. GOY.— Non, parce qu'alors, vous êtes certain de disposer des devises nécessaires pour assurer vos paiements le jour venu, et vous devez avoir cette certitude le jour même où la commande est passée.

M. FILIPPI.— Nous pourrions en parler à nouveau quand M. RUEFF sera là.

M. RENDU.— Tout dépend du montant des paiements à assurer à l'étranger.

M. GOY.— La Banque de France ne nous offre des devises

que le jour où elle en a elle-même en excédent.

M. FILIPPI.— Nous ne pouvons accepter les propositions de la Banque de France.

M. GOY.— Le seul système raisonnable et loyal, c'est de vous couvrir des devises nécessaires à vos paiements, le jour où la commande est acceptée.

M. René WAYER.— Cette manière de faire aura en outre l'avantage de vous permettre de vous approvisionner en devises par petits paquets, au lieu d'attendre la fin de la période envisagée de trois mois pour les demander en bloc à la Banque de France.

M. GOY.— Je ne veux pas dire qu'il faille acheter, le jour même où la commande est passée, la totalité des devises qui vous sont nécessaires ; vous pouvez échelonner vos achats, sur une période déterminée. C'est parfaitement compréhensible et raisonnable mais, ce qui n'est pas raisonnable, c'est d'attendre le jour du paiement pour vous couvrir en devises.

M. HARRIG.— Je suis bien de cet avis.

M. LE PRÉSIDENT.— Le Comité se paraît unanime pour approuver cette procédure.

M. FILIPPI.— Ce n'est peut-être pas la peine d'attendre l'avis de M. RUEFF.

M. BUREAU.— Je crois que si.

M. LE PRÉSIDENT.— Vous en direz un mot au prochain Comité.

En ce qui concerne le projet de budget d'exploitation de 1939, nous avons remis au Ministre la lettre que vous aviez donné mandat au bureau de préparer. Le Ministre est en train d'examiner le budget et nous fera connaître son avis ultérieurement.

M. BUREAU.— Le Ministre a demandé à M. le Commissaire du Gouvernement et à M. BERTHELOT de procéder à cet examen détaillé et a fait convoquer les chefs de services intéressés.

Question II 2°

Couverture en devises étrangères.

(s) P. 6

M. FILIPPI - Je dois rendre compte également au Comité des difficultés que nous venons de rencontrer en ce qui concerne nos achats de devises étrangères.

Il vous avait été précisé que la Banque de France était disposée à couvrir à terme ces opérations, dans des conditions particulièrement avantageuses.

Conformément à ces indications, les Services financiers de la Société Nationale se sont rapprochés de la Banque de France, mais, en raison des événements monétaires, les conditions du marché étaient telles qu'il n'a pas été possible à la Banque de France de remplir ses engagements.

La question de la couverture des achats à l'étranger de la Société Nationale devra donc faire l'objet de nouvelles conversations avec le Mouvement des Fonds et la Banque de France, et nous serons probablement amenés à vous proposer une solution autre que celle qui avait été adoptée, et qui consistait peut-être à prévoir la non couverture à terme de nos engagements.

M. COY - J'attire l'attention du Comité sur les très grands dangers qu'il y a, à ne pas couvrir à terme nos achats. Je puis vous citer des cas qui ont coûté des sommes importantes à l'Etat, par exemple, le cas des bateaux achetés pendant la guerre pour le compte du Domaine public et pour lesquels le F.L.N. avait demandé l'autorisation de se couvrir en achetant à terme les devises nécessaires. Le Ministère a refusé cette autorisation à trois reprises différentes, de sorte que l'opération a coûté 30 ou 60 M. à l'Etat.

5 Avril 1938

P. V. com.

QUESTION IX - Couverture des achats payables en
devises étrangères.

Le Comité accepte les conditions avantageuses offertes par la Banque de France pour la couverture des achats de la S.N.C.F. payables en devises étrangères (le cours de cession des devises sera égal au cours du comptant du jour de l'achat, majoré d'intérêts calculés au taux des avances de la Banque de France jusqu'au jour du paiement; les opérations d'achat à terme porteront sur une durée maximum de trois mois).

Stino revue et corrigée

M. FILIPPI. - Pour la couverture des achats payables en devises étrangères - ainsi que M. RUEFF avait bien voulu nous le laisser prévoir et grâce à qui nous avons pu obtenir ce résultat - la Banque de France nous a concédé un régime tout à fait spécial, qui consiste à nous assurer la couverture en devises pour une date limite de trois mois, moyennant un intérêt faible, puisque c'est celui des avances de la Banque de France, lequel est nettement plus faible que le taux de report.

Dans ces conditions, nous avons l'intention d'assurer, grâce aux moyens mis à notre disposition par la Banque de France, la couverture en devises étrangères de nos achats à l'étranger dans les limites de temps qui nous sont imparties par la Banque. Ce sont des opérations qui représenteraient en somme 150 à 200 millions de francs-français (au rythme de 50 à 60 millions par mois).

M. LE PRESIDENT. - Vous avez entendu l'exposé de M. FILIPPI. Il n'y a pas d'opposition ? Le Comité est d'accord.

SOCIETE NATIONALE DES CHEMINS DE FER FRANCAIS

Comité de Direction

Séance du 5 avril 1938

IX

VIII- Couverture des achats payables en
devises étrangères.

COMITÉ DE DIRECTION
du 5 AVR. 1938
(Question N° VIII)

SOCIÉTÉ NATIONALE DES CHEMINS DE FER FRANÇAIS

Comité de Direction

Séance du 5 avril 1938

Couverture des achats payables en devises étrangères

Comme suite à la décision du Comité du 23 Février dernier, relative à la couverture des engagements en devises étrangères, les Services Financiers se sont rapprochés du Service intéressé de la Banque de France en vue de mettre au point les conditions exceptionnelles de report que le Gouverneur de la Banque de France avait, à la demande de M. RUEFF, envisagé d'accorder à la S.N.C.F.

Les conditions offertes par la Banque de France seraient en définitive les suivantes :

Les opérations d'achat à terme par la S.N.C.F. porteraient sur une durée maximum de 3 mois, mais la Banque de France accepterait, au gré de la S.N.C.F., toute échéance plus rapprochée.

Le cours de cession des devises serait égal au cours du comptant du jour de l'achat, majoré d'intérêts calculés au taux des avances de la Banque de France jusqu'au jour du paiement, avec arrondissement au 1/4 de centime supérieur par unité de cotation.

Ces conditions sont particulièrement avantageuses, le taux des avances de la Banque étant actuellement très inférieur au taux des reports, ainsi qu'au taux effectif d'emprunt de la S.N.C.F. sur le marché pour une durée correspondante.

Certes, la restriction relative à la durée de la période de couverture ne permettrait à la S.N.C.F. de se couvrir de la totalité de ses engagements, dès leur naissance, que sous condition d'avoir à décaisser, au bout de 3 mois, la contre-valeur des devises, quelle que soit l'échéance des marchés correspondants.

La situation financière de la S.N.C.F. ne paraissant pas devoir lui permettre actuellement de supporter une telle surcharge de trésorerie, il est proposé au Comité d'approuver la politique suivante :

La S.N.C.F. se couvrira des paiements en devises étrangères à effectuer par elle au titre des marchés de combustibles ou de fournitures diverses au cours des trois mois à venir, par voie d'achats de devises à terme auprès de la Banque de France dans les conditions proposées par cette dernière.

A l'origine, les achats seront effectués à des dates échelonnées, couvrant respectivement les échéances des trois premiers mois ; par la suite, les opérations seront conclues au cours d'un mois n , d'après les prévisions fournies par les Services, en vue de couvrir les paiements à effectuer pendant le mois $n + 3$.

A titre indicatif, et en supposant constants le prix et le volume actuels des consommations de combustibles étrangers,

The first part of the paper is devoted to a discussion of the general principles of the theory of the structure of the atom. It is shown that the structure of the atom is determined by the laws of quantum mechanics, and that the laws of quantum mechanics are in agreement with the experimental facts. The second part of the paper is devoted to a discussion of the structure of the nucleus. It is shown that the structure of the nucleus is determined by the laws of quantum mechanics, and that the laws of quantum mechanics are in agreement with the experimental facts. The third part of the paper is devoted to a discussion of the structure of the molecule. It is shown that the structure of the molecule is determined by the laws of quantum mechanics, and that the laws of quantum mechanics are in agreement with the experimental facts.

The fourth part of the paper is devoted to a discussion of the structure of the crystal. It is shown that the structure of the crystal is determined by the laws of quantum mechanics, and that the laws of quantum mechanics are in agreement with the experimental facts. The fifth part of the paper is devoted to a discussion of the structure of the liquid. It is shown that the structure of the liquid is determined by the laws of quantum mechanics, and that the laws of quantum mechanics are in agreement with the experimental facts. The sixth part of the paper is devoted to a discussion of the structure of the gas. It is shown that the structure of the gas is determined by the laws of quantum mechanics, and that the laws of quantum mechanics are in agreement with the experimental facts.

The seventh part of the paper is devoted to a discussion of the structure of the solid. It is shown that the structure of the solid is determined by the laws of quantum mechanics, and that the laws of quantum mechanics are in agreement with the experimental facts. The eighth part of the paper is devoted to a discussion of the structure of the plasma. It is shown that the structure of the plasma is determined by the laws of quantum mechanics, and that the laws of quantum mechanics are in agreement with the experimental facts.

les opérations d'achats à terme envisagées s'effectueraient à un rythme de 50 à 60 millions de francs français par mois; elles représenteraient donc à l'origine une somme d'environ 150 à 200 millions de francs français.

23 Février 1938

P.V. comit

2°) Couverture éventuelle des marchés de combustibles en devises étrangères

Le Comité remercie M. RUEFF, qui a fait savoir qu'à sa demande le Gouverneur de la Banque de France acceptait de consentir à la Société Nationale des conditions spéciales pour la couverture des marchés payables en devises étrangères et décide que les Services de la Société Nationale se rapprocheront de ceux de la Banque de France à cet effet.

Sténo revue et corrigée

M. FILIPPI. - C'est une affaire très délicate et pour laquelle nous avons présenté au Comité de Direction un rapport purement objectif, parce qu'il nous a paru que c'était au Comité de Direction, en liaison avec le Ministère des Finances, qu'il appartenait de prendre une décision en la matière.

M. RUEFF. - Je crois que sur cette question, je puis vous donner des renseignements qui écourteront le débat. Si la S.N.C.F. était un organisme du Trésor, la couverture d'achat à terme en devises ne présenterait aucun intérêt (on ^{recupèrerait} ~~xxxxxxxxxxxx~~ par un profit de réévaluation); mais, pour la Société Nationale, les nécessités comptables donnent un intérêt particulier à la couverture d'un achat à terme à un prix connu d'avance, car elle permet de faire entrer cet achat dans le cadre des évaluations budgétaires.

Je crois donc qu'il est utile pour la Société Nationale de se couvrir à terme, pour tous ses achats de devises.

Il n'y a qu'une objection qui puisse être faite à ce système : le taux des reports constitue une sorte de prime d'assurance généralement très élevée et hors de proportion avec le risque à courir.

J'ai donc demandé au Gouverneur de la Banque de France si le fonds d'égalisation des changes ne pourrait pas consentir à la Société Nationale, pour la couverture de ses achats à terme, des conditions plus avantageuses que celles qui sont faites ordinairement.

Gouverneur
ment. Le ~~XXXXXXXXXX~~ a accepté. Dans ces conditions, je deman-
derai aux services de la Société Nationale de se mettre en rapport
avec la Banque de France, lorsqu'ils auront à effectuer un achat à
terme et la Banque de France assurera la couverture dans des
conditions intéressantes.

M. MARLIO. - C'est parfait.

M. LE PRESIDENT. - Nous vous remercions beaucoup.

M. LE SECRÉTAIRE. - A l'heure actuelle, nous avons des re-
cettes en devises étrangères. Avons-nous intérêt à les conserver ?

M. COY. - Bien entendu.

M. LE SECRÉTAIRE. - Elles sont de beaucoup inférieures au
montant des règlements que nous avons à faire à l'étranger.

M. RUEFF. - Vous avez intérêt à les conserver à condition
que vous ne les gardiez pas trop longtemps, par exemple, si vous
avez des échéances à trois mois, mais non si vous avez une échéance
à un an.

M. FILIPPI. - Nous avons en Angleterre des recettes ^{en livres} dont le
montant représente à peine le 1/10^e de la moyenne de nos engage-
ments. ~~xxxxxxxx~~

SOCIÉTÉ NATIONALE DES CHEMINS DE FER FRANÇAIS

Comité de Direction

Séance du 23 février 1938

VII - Services Financiers :

2°) Couverture éventuelle des marchés de combustibles
en devises étrangères.

Rueff Mieux vaut être à l'avance que
à l'arrière, car on ne peut pas
faire l'opération à l'arrière. On ne peut pas
faire l'opération à l'arrière.

Rueff Tant qu'on n'a pas de l'argent
à l'avance, on ne peut pas
faire l'opération à l'avance.

Illy 2 M
d'écus

1^{er} février 1938

Note sur la couverture éventuelle
des engagements à l'étranger
relatifs aux marchés de combustibles
passés par la S.N.C.F.

1^{re}) Politique précédemment suivie en la matière
par les Réseaux

a) A.L., Est, Etat, P.L.M.

Ces Réseaux avaient pour règle générale de ne pas se couvrir à l'avance pour leurs engagements en devises étrangères. Celles-ci n'étaient approvisionnées que lors de l'échéance, sous réserve d'un certain échelonnement lorsqu'il s'agissait de sommes importantes.

b) Nord

Les principaux engagements à l'étranger en matière de combustibles concernaient soit des livres Sterling, soit des francs belges.

Le trafic anglo-français constituait une source de recettes suffisante pour faire face aux engagements en livres Sterling. Aussi l'approvisionnement de ces devises s'effectuait-il au fur et à mesure de l'encaissement des recettes en Angleterre, recettes qui étaient conservées sur place jusqu'à leur emploi.

Par ailleurs, de par l'exploitation, par ce Réseau, du Nord belge, des fonds très importants étaient immobilisés en Belgique et le règlement des factures de combustibles s'effectuait au moyen de prélèvements sur ces fonds.

c) P.B.-Midi

Avant mai 1936, ce Réseau ne se couvrait pas à l'avance de ses engagements en devises. A partir de cette date et à la suite d'un vœu formulé par la Commission des marchés le 7 novembre 1934, et transmis par le Contrôle Financier le 10 novembre 1934, le Réseau s'est procuré, dès notification des marchés par le Service d'achat, les devises nécessaires aux règlements.

22) Examen des différentes politiques qui pourraient être suivies par la S.N.C.F.

On peut concevoir, en la matière, l'application de 3 méthodes distinctes :

- a) le débiteur achète à terme, à échéance des règlements considérés, les devises nécessaires, dès la commande;
- b) le débiteur achète au comptant les devises nécessaires aux règlements de ses engagements à l'étranger, dès que ceux-ci prennent naissance;
- c) le débiteur conserve à sa charge le risque de change en ne procédant à l'achat des devises nécessaires qu'au moment du règlement.

a) Les achats à terme de devises, bien que ne présentant pas, dans le cas d'espèce, un caractère spéculatif, risqueraient peut-être de susciter des critiques en raison de la sensibilité du marché à terme.

Par ailleurs, le taux des reports sur devises constitue souvent une prime d'assurance fort élevée.

b) La politique consistant à acheter au comptant dès engagement des dépenses les devises nécessaires à leurs

règlements paraît soulever deux objections.

Elle est tout d'abord coûteuse. Il ne peut, en effet, être pratiquement trouvé d'autre emploi aux devises ainsi achetées que le dépôt en compte courant à vue dans une banque étrangère. Or, à l'heure actuelle, ces dépôts ne produisent qu'un intérêt très minime ou n'en produisent aucun. A l'opposé, la S.N.C.F. serait bien souvent amenée, pour procéder à l'achat de ces devises, à emprunter à court terme sur le marché français; elle pourrait y éprouver de sensibles difficultés et aurait à payer, en tout état de causes, des taux beaucoup plus élevés.

Sous un aspect plus général, le principe même de la couverture des engagements à l'étranger semble critiquable tant que les circonstances conduiront les Compagnies ou la S.N.C.F. à emprunter à court terme à l'étranger. Il apparaîtrait quelque peu contradictoire de restreindre, par des opérations de couverture, le montant des engagements en devises, en même temps que l'on acquitte des intérêts élevés sur des emprunts qui aboutissent à accroître ce même montant.

Il n'en reste pas moins que les objections ci-dessus visées perdent de leur valeur lorsque l'approvisionnement en devises, comme c'est le cas pour les livres sterling provenant des recettes du trafic franco-anglais, résulte automatiquement de la marche naturelle de l'entreprise.

On peut en effet considérer dans ce cas que la conversion en francs des devises provenant des recettes serait souvent suivie à bref intervalle d'une opération en sens inverse; il en résulterait des frais appréciables, sans aucune utilité pratique.

c) La troisième méthode, consistant à ne procéder à l'achat des devises que lors du règlement, a évidemment l'avantage, par rapport à la précédente, de ne pas charger la trésorerie de l'entreprise, les décaissements s'effectuant aussi tard qu'il est possible. Elle doit d'ailleurs s'accommoder automatiquement d'un certain correctif, consistant à échelonner dans le temps l'achat des devises nécessaires, de façon à éviter de provoquer, en cas d'engagements importants, des mouvements défavorables sur le marché des changes.

Les considérations de fait ci-dessus exposées mises à part, il semble que le choix de la politique à suivre en la matière doit principalement être guidé par des éléments purement subjectifs.

Tout revient en effet à comparer deux risques opposés, risques d'avilissement, soit de la monnaie nationale, soit de la devise étrangère considérée. Outre que ces risques sont difficilement appréciables, et essentiellement variables dans le temps, leur comparaison peut ne pas être limitée au seul plan financier, et se rattacher, pour une entreprise aussi étroitement liée à l'activité nationale que la S.N.C.F., à des considérations de politique générale.

3 Février 1938

Complément à la Note du 1^{er} février sur
la couverture éventuelle des engagements à l'étranger
relatifs aux marchés de combustibles passés par la S.E.C.F.

La note du 1^{er} février expose, sur le plan objectif, les différentes politiques pouvant être suivies en la matière sans conclusion en faveur de l'une d'elles.

Il convient de noter la remarque suivante pour le cas où le Comité de Direction serait d'avis de ne pas adopter de règle fixe à l'égard de la couverture des engagements à l'étranger et de réserver sa décision suivant les circonstances pour chaque cas d'espèce.

Dans cette éventualité, il est à penser que l'on ne serait amené à se procurer à l'avance les devises nécessaires aux engagements en cours que lorsque s'accroîtraient les craintes d'une nouvelle dévaluation de la monnaie nationale. Or, c'est précisément à ce moment que le marché des changes revêt une grande sensibilité et l'action que pourrait alors y exercer la S.E.C.F., amplifiée du fait qu'elle pourrait s'étendre à tous les engagements en cours, non précédemment couverts, risquerait par elle-même d'accentuer la pression sur le franc et de concourir à entraîner sa dépréciation.

Pour cette raison il semblerait préférable de s'en tenir, en la matière, au moins pour une période déterminée, à une règle fixe

Cette question figure à
l'Ordre du Jour du Comité de
Direction

"Services Financiers 2°)"

SOCIETE NATIONALE DES CHEMINS DE FER FRANCAIS

Comité de Direction.

Séance du 23 février 1938

Couverture éventuelle des marchés de combustibles
en devises étrangères.

1°)- Politique précédemment suivie en la matière
par les Réseaux.

a)- A.L., Est, Etat, P.L.M.

Ces Réseaux avaient pour règle générale de ne pas se couvrir à l'avance pour leurs engagements en devises étrangères. Celles-ci n'étaient approvisionnées que lors de l'échéance, sous réserve d'un certain échelonnement lorsqu'il s'agissait de sommes importantes.

b)- Nord.

Les principaux engagements à l'étranger en matière de combustibles concernaient soit des livres sterling, soit des francs belges.

Le trafic anglo-français constituait une source de recettes suffisante pour faire face aux engagements en livres sterling. Aussi l'approvisionnement de ces devises s'effectuait-il au fur et à mesure de l'encaissement des recettes en Angleterre, recettes qui étaient conservées sur place jusqu'à leur emploi.

.....

Par ailleurs, de par l'exploitation, par ce Réseau, du Nord belge, des fonds très importants étaient immobilisés en Belgique et le règlement des factures de combustibles s'effectuait au moyen de prélèvements sur ces fonds.

c) P.O.-Midi

Avant mai 1936, ce Réseau ne se couvrait pas à l'avance de ses engagements en devises. A partir de cette date et à la suite d'un voeu formulé par la Commission des marchés le 7 novembre 1934, et transmis par le Contrôle Financier le 10 novembre 1934, le Réseau s'est procuré, dès notification des marchés par le Service d'achat, les devises nécessaires aux règlements.

2°)- Examen des différentes politiques qui pourraient être suivies par la S.N.C.F.

On peut concevoir, en la matière, l'application de 3 méthodes distinctes :

- a) le débiteur achète à terme, à échéance des règlements considérés, les devises nécessaires, dès la commande;
- b) le débiteur achète au comptant les devises nécessaires aux règlements de ses engagements à l'étranger, dès que ceux-ci prennent naissance;
- c) le débiteur conserve à sa charge le risque de change en ne procédant à l'achat des devises nécessaires qu'au moment du règlement.

a) Les achats à terme de devises ont évidemment l'avantage d'éviter tout risque de change mais bien que ne présentant pas, dans le cas d'espèce, un caractère spéculatif, ils risqueraient peut-être de susciter des critiques en raison de la sensibilité du marché à terme.

Par ailleurs, le taux des reports sur devises constitue souvent une prime d'assurance fort élevée.

b) La politique consistant à acheter au comptant des engagements des dépenses les devises nécessaires à leurs règlements évite également le risque de change.

Mais la S.N.C.F. serait bien souvent amenée, pour procéder à l'achat de ces devises, à emprunter à court terme sur le marché français; elle pourrait y éprouver de sensibles difficultés et aurait à payer, en tout état de causes, des taux beaucoup plus élevés que ceux dont elle pourrait bénéficier pour ses avoirs en devises étrangères.

Sous un aspect plus général, le principe même de la couverture des engagements à l'étranger semble critiquable tant que les circonstances conduiront les Compagnies ou la S.N.C.F. à emprunter à court terme à l'étranger. Il apparaîtrait quelque peu contradictoire de restreindre, par des opérations de couverture, le montant des engagements en devises, en même temps que l'on émet des emprunts qui aboutissent à accroître ce même montant.

Ces objections perdent du reste de leur valeur lorsque l'approvisionnement en devises, comme c'est le cas, pour les livres sterling provenant des recettes du trafic franco-anglais, résulte automatiquement de la marche naturelle de l'entreprise.

On peut en effet considérer dans ce cas que la conversion en francs des devises provenant des recettes serait souvent suivie à bref intervalle d'une opération en sens inverse; il en résulterait des frais appréciables, sans aucune utilité pratique.

c) La troisième méthode, consistant à ne procéder à l'achat des devises que lors du règlement, a exposé évidemment la S.N.C.F. à tous les risques de change, mais elle a l'avantage, par rapport à la précédente, de ne pas charger la trésorerie, les décaissements s'effectuant aussi tard qu'il est possible. Elle doit d'ailleurs s'accommoder automatiquement d'un certain correctif; l'échelonnement dans le temps de l'achat des devises nécessaires, de façon à éviter de provoquer, en cas d'engagements importants, des mouvements défavorables sur le marché des changes.