

**BANQUE DES
RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX**

QUATRIÈME RAPPORT ANNUEL

1^{ER} AVRIL 1933 — 31 MARS 1934

BÂLE

14 MAI 1934

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
I. Introduction	5
II. La Banque et les Problèmes Monétaires devant la Conférence de Londres	11
III. Une Année exceptionnelle en ce qui concerne l'Or, sa Production, ses Mouvements et sa Thésaurisation	22
IV. Le Volume de l'Endettement International à Court Terme et la Tendence des Taux d'Intérêt:	
a) Endettement International à court terme	34
b) Tendence des Taux d'Intérêt	38
V. Faits nouveaux de l'Année concernant les Banques Centrales . . .	41
VI. Fonctions de Mandataire (Trustee) et d'Agent Fiscal exercées par la Banque:	
Emprunts Internationaux de Gouvernements	48
Paiements d'Annuités à effectuer par les Gouvernements	58
VII. Dépôts et Placements; Crédits à Banques Centrales; Capital actions; Bénéfices nets; Composition du Conseil d'Administration	61
VIII. Conclusion	69

ANNEXES

- I. Banques Centrales ou autres Institutions bancaires auxquelles des actions de la Banque ont été attribuées.
- II. Personnel — 31 Mars 1934.
- III. Bilan au 31 Mars 1934.
- IV. Compte de profits et pertes pour l'exercice social prenant fin le 31 Mars 1934. Compte d'affectation du bénéfice net.

- V. Agent Fiscal des Trustees de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924:
- a) Etat des Recettes et des Paiements pour la neuvième année de l'Emprunt.
 - b) Etat indiquant les Fonds entre les mains des Dépositaires au 15 Octobre 1933.
- VI. Agent Fiscal des Trustees de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924 — Relevé en cours d'exercice des Recettes et des Paiements pour le semestre prenant fin le 15 Avril 1934.
- VII. Trustee de l'Emprunt International 5 $\frac{1}{2}$ % 1930 du Gouvernement Allemand :
- a) Etat des Recettes et des Paiements pour la troisième année de l'Emprunt.
 - b) Etat indiquant les Fonds entre les mains des Dépositaires au 1^{er} Juin 1933.
- VIII. Trustee de l'Emprunt International 5 $\frac{1}{2}$ % 1930 du Gouvernement Allemand. Relevé en cours d'exercice des Recettes et des Paiements pour le semestre prenant fin le 1^{er} décembre 1933.
- IX. Trustee de l'Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930 :
- a) Etat des Recettes et des Paiements pour la troisième année de l'Emprunt.
 - b) Etat indiquant les Fonds entre les mains des Dépositaires au 30 juin 1933.
- X. Trustee de l'Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930 — Relevé en cours d'exercice des Recettes et des Paiements pour le semestre prenant fin le 31 décembre 1933.
- XI. Emprunts Internationaux pour lesquels la Banque est le Trustee ou Agent Fiscal des Trustees — Fonds en caisse au 31 mars 1934.
- XII. Trustee des Gouvernements créanciers pour les annuités payables par l'Allemagne — Etat des recettes et des paiements pour la période du 1^{er} avril 1933 au 31 mars 1934.

QUATRIÈME RAPPORT ANNUEL

A L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DE LA
BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

Bâle, le 14 Mai 1934.

Messieurs,

Conformément aux Statuts, j'ai l'honneur de soumettre à votre approbation le Rapport Annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif aux opérations du quatrième exercice social couvrant la période du 1^{er} avril 1933 au 31 mars 1934.

Ces douze mois ont été marqués par les événements les plus exceptionnels de l'histoire financière moderne :

Ils ont vu se dérouler les épisodes dramatiques de l'évolution aux États-Unis d'Amérique, aboutissant tout d'abord à l'abandon de l'étalon-or, avec toutes ses répercussions économiques et monétaires mondiales, puis, à la dévaluation du dollar et à un retour, sous réserves, à l'étalon-or, après toute une série de nouvelles expériences monétaires et un changement profond de la structure bancaire du pays, tant en ce qui concerne les établissements financiers que le système de banque centrale.

Ce furent ensuite les vastes espoirs suscités de tous côtés par la convocation de la Conférence Monétaire et Economique de Londres, dont on attendait une solution commune aux maux financiers comme aux difficultés économiques, ainsi que la mise en train de premiers essais pour la reconstitution d'un système monétaire international. Ces espoirs se trouvèrent réduits à néant dès les premières réunions de cette grande Conférence, au cours desquelles on eut vite fait de se rendre compte, soit de l'existence d'un désaccord sur les questions de principe (particulièrement en ce qui concerne une stabilisation monétaire à bref délai), soit, même en cas d'accord de principe (par exemple sur des questions économiques), de divergences de vues quant aux modalités à adopter pour atteindre les objectifs communs.

C'est à cette époque, et en raison de l'évolution de la Conférence de Londres, que se créa le « bloc-or » entre pays résolus à défendre le statu quo de leur système monétaire reposant sur l'étalon-or classique, et qu'on vit le régime international de relations économiques et financières entre pays faire place de plus en plus à un régime de nationalisme autarchique plein de menaces pour l'avenir.

Au cours de cette année, toute une série de restrictions successives ont provoqué un recul très net dans les relations financières et monétaires internationales; on peut notamment citer: de nouveaux moratoires, de nouvelles difficultés de transferts, de nouveaux clearings artificiels, une thésaurisation d'or plus importante que jamais, de nouvelles conversions d'avoires-devises effectuées par des banques privées et des Banques Centrales avec rapatriement en monnaie nationale ou en or, un arrêt presque complet de l'octroi de nouveaux crédits extérieurs à long terme, et enfin une nouvelle limitation ou réduction du volume des crédits à court terme.

Par contre, dans le domaine proprement national, des progrès notables ont été faits. Dans l'état actuel des choses, il est bien possible d'ailleurs, qu'une période de repliement — au cours de laquelle chaque pays s'efforcera de liquider le passé par ses propres moyens et de lutter isolément pour sa reconstruction nationale — constitue la première étape pour retrouver le plus rapidement, mais aussi avec le plus de sacrifices, l'internationalisme sain et créateur qui existait avant la guerre à un tel degré en matière économique et financière, et qui, cependant, se remarquait si peu. Déjà, dans un nombre considérable de pays, les indices nationaux révèlent des symptômes d'amélioration: reprise de la production industrielle, grande diminution du chômage, mouvement plus animé des échanges pour la consommation, raffermissement des prix des matières premières, baisse des taux d'intérêt des crédits et des capitaux, tendance plus ferme en Bourse, ajustement des prix de revient et des prix de vente — tout cela constituant autant de témoignages d'un retour progressif à l'équilibre, grâce à des milliers d'efforts individuels, sous toutes les formes, ainsi qu'à ces forces profondes qui déterminent les mouvements cycliques de la vie économique.

D'importantes opérations de conversion de dette publique intérieure, portant sur de larges montants, ont été effectuées avec succès dans un grand nombre de pays, tels que l'Italie, l'Australie, la Hollande, la Belgique et le Japon. Sur maints marchés, le système bancaire national a subi d'importantes révisions et modifications. Une demi-douzaine de pays ont créé, ou sont en voie de créer, pour la première fois, des Banques Centrales destinées à régulariser la distribution du crédit, à émettre des billets de banque, et à concentrer les réserves des banques privées. La Grande-Bretagne fait état d'un excédent budgétaire et d'une balance internationale en équilibre. Les Etats-Unis tentent simultanément, avec hardiesse et autorité, de mettre en œuvre des réformes et d'assurer la reprise des affaires. La France s'attache avec vigueur au redressement de ses finances publiques. L'Allemagne, par d'énergiques mesures, provoque une importante diminution du chômage. Certains progrès ont été réalisés dans plusieurs pays, communément appelés pays débiteurs, en facilitant la liquidation des positions bloquées en devises, par l'émission de certificats utilisables pour acheter des marchandises exportables, ou par la mise en œuvre de plans de consolidation, comme cela a été le cas notamment, sur une large échelle, en Argentine.

Les exemples d'amélioration nationale, dès maintenant acquise, pourraient être multipliés, mais on n'en retirerait une juste vue d'ensemble qu'en tenant compte du grand nombre de cas dans lesquels le lent retour à un certain équilibre intérieur n'a été obtenu, pour une part, qu'aux dépens des pays voisins — parfois, en effet, les importations ont été délibérément réduites, parfois les clauses des contrats n'ont pas été respectées, et presque toujours des barrières ont été opposées au libre mouvement des marchandises et des capitaux par-dessus les frontières. La reconstruction par le moyen d'un repliement sur soi-même oblige à de pénibles sacrifices, mais lorsque cette méthode de relèvement national aura porté ses fruits et qu'une saine reprise des affaires semblera acquise, particulièrement sur quelques-uns des grands marchés de consommation et de capitaux, une base nouvelle se trouvera constituée pour la reprise de relations internationales normales. La prospérité ne peut pas être le privilège d'un seul; de même que de mauvaises conditions économiques et financières dans un pays important provoquent sans tarder des répercussions défavorables dans le monde entier, ainsi que le passé en témoigne, de même l'amélioration de la situation dans un pays donné exercera inévitablement son action bienfaisante sur d'autres régions, quoique à une cadence généralement moins rapide. C'est du moins ce que, du point de vue international, on peut déduire des événements des années dernières ainsi que des délibérations de la Conférence de Londres: tous les pays sont, en fait, solidaires tant financièrement qu'économiquement, et les problèmes de l'un — comme par exemple le chômage — sont les problèmes de l'autre. On peut ajouter qu'on en est venu à une compréhension beaucoup plus claire des rapports étroits qui lient nationalement et internationalement les questions économiques, monétaires et financières.

Alors que cette année a vu se produire, ainsi que nous l'avons rappelé, une nouvelle poussée de nationalisme et un échec apparent de l'effort international, on peut toutefois noter dans une importante question d'ordre international les progrès lents mais sûrs qui ont été réalisés; il s'agit de l'acceptation, de plus en plus générale, de l'opinion émise le 11 juillet 1932 par le Conseil d'Administration de la Banque des Règlements Internationaux, à savoir que l'étalon-or demeure le mécanisme monétaire le plus satisfaisant et qu'il est nécessaire de rétablir son fonctionnement entre les nations. Il peut paraître paradoxal, à première vue, de déclarer qu'un progrès a été réalisé si l'on pense que près de deux années se sont écoulées, depuis que cette décision a été adoptée par le Conseil, et qu'il n'a pas encore été rétabli de système monétaire international reposant sur l'or. Mais à mieux réfléchir, il paraît évident que l'opinion publique, les Gouvernements et les Banques Centrales comprennent beaucoup mieux à quel point le rétablissement de l'étalon-or est indispensable — ce qui ne veut aucunement dire qu'il n'est pas et qu'il ne sera pas nécessaire et désirable de s'efforcer continuellement d'améliorer son fonctionnement et de corriger ses défauts reconnus. La Conférence de Londres a affirmé de nouveau la signification fondamentale de l'or

dans le système monétaire, et les représentants de 64 pays se sont mis d'accord, dans le Rapport en date du 27 juillet 1933, pour convenir « qu'il est de l'intérêt de tous de réaliser, dès que les circonstances le permettront, la stabilité dans le domaine monétaire international » et « que l'or doit être rétabli comme étalon monétaire international, la date et la parité étant à déterminer dans chaque cas par le pays intéressé ». La Chambre de Commerce Internationale, qui groupe d'importantes personnalités du monde des affaires, a approuvé à l'unanimité, en mars 1934, une résolution demandant également une stabilisation immédiate des monnaies et le rétablissement d'un système monétaire sur la base de l'or. Il est véritablement significatif que dans certains pays, — la Grande-Bretagne et les Etats-Unis entre autres — où la question d'une altération de la base du système monétaire avait été fort discutée, les autorités monétaires se trouvent posséder aujourd'hui de plus importantes réserves d'or qu'à aucune autre époque. Lorsque la Tchécoslovaquie et les Etats-Unis ont pris l'initiative de dévaluer leurs monnaies, les nouvelles parités ont été non seulement fixées par rapport à l'or, mais le fonctionnement antérieur de l'étalon-or a été rétabli, sous réserve de modifications légères dans le cas de la Tchécoslovaquie, et importantes dans le cas des Etats-Unis. Quant à la confiance populaire dans l'or, confiance si largement répandue dans le public, elle ne s'est que trop manifestée par la thésaurisation considérable qu'on a pu observer au cours de l'année dernière. Dans aucun pays, on ne peut constater, de la part des personnalités responsables, le moindre doute quant au rôle que l'or continuera à jouer dans le futur système monétaire, ce qui n'empêche pas, bien entendu, un désir général d'apporter au fonctionnement de l'étalon-or et aux rapports entre marchés et Banques Centrales telles améliorations qui se révéleraient réalisables dans la pratique.

La Banque des Règlements Internationaux a suivi de très près tous les nombreux événements — dont quelques-uns ont été mentionnés plus haut et dont les autres seront traités plus loin — qui sont survenus, au cours de l'année, dans le domaine financier et dans le domaine monétaire; elle y a été parfois mêlée, parfois aussi elle a été directement affectée par eux. En particulier, elle a étudié et approfondi les moyens d'améliorer à l'avenir le fonctionnement de l'étalon-or international. A cet égard, elle a pris une part active aux délibérations de la Conférence de Londres: elle avait été invitée à envoyer à la Conférence un représentant, à titre consultatif — plus spécialement délégué auprès des comités chargés d'examiner cette question vitale. Ces comités ont été beaucoup plus près qu'on ne l'a généralement reconnu de réaliser un accord technique unanime sur la manière dont il conviendrait de traiter cette question, mais les résultats atteints sont passés inaperçus en raison de l'impossibilité pour la Conférence d'aboutir à des décisions sur les problèmes d'un caractère immédiat plus important. Pendant tout l'exercice, les réunions mensuelles à Bâle des Gouverneurs et des membres du Conseil d'Administration ont été extrêmement utiles en permettant aux membres du Conseil de suivre ensemble l'évolution rapide

de la situation, d'échanger constamment conseils et opinions sur les difficultés et les problèmes nouveaux, ainsi que sur leurs conséquences pour les divers marchés et sur les meilleures méthodes pour y faire face. Du point de vue affaires proprement dites, les activités de la Banque se sont réduites en raison de la diminution du volume des dépôts résultant naturellement du chaos monétaire persistant — chaos augmenté encore par les épreuves du dollar qui ont amené un retrait immédiat de dépôts pour une contre-valeur de 200 millions de francs suisses. Cette diminution a été en outre une conséquence normale du repliement croissant des différentes économies nationales sur elles-mêmes. Le bénéfice net réalisé pendant l'exercice n'est toutefois que légèrement inférieur à celui du troisième exercice social. En ce qui concerne les fonctions de la Banque en sa qualité de Mandataire (*Trustee*) d'emprunts internationaux, elles se sont révélées particulièrement délicates, à une époque de défauts de paiement ou d'exécution incomplète des clauses de contrats d'emprunts, dont il sera fait mention plus loin.

Après une année de bouleversements monétaires, la Banque des Règlements Internationaux regarde l'avenir avec confiance et avec courage. A aucun moment, elle n'a été en contact si continu et si étroit avec les problèmes financiers aux aspects toujours nouveaux qui se posent dans presque tous les domaines sur les marchés mondiaux. Jamais elle n'a fait l'objet d'autant de suggestions de publicistes, de banquiers, d'hommes d'affaires de diverses nationalités, quant aux directions dans lesquelles il serait désirable d'utiliser son activité ou au rôle qu'elle pourrait jouer dans le domaine de la reconstruction financière et de la science monétaire. De l'expérience acquise jusqu'à présent se dégage une conclusion parfaitement claire, qui n'exclut en aucune façon les nombreux autres services qu'elle peut être appelée à rendre par ailleurs: le système monétaire international reposant sur l'or qui sera forcément remis en vigueur, a besoin, pour fonctionner d'une manière plus satisfaisante qu'auparavant, d'un centre commun de contact, de consultation et de collaboration, qui puisse être international en fait aussi bien que de nom. En réalité, le fonctionnement de l'étalon-or dans le domaine international a été anarchique depuis la guerre en ce sens que, d'une manière générale, chaque pays a estimé que le seul fait d'avoir une monnaie rattachée à l'or et des points d'importation et d'exportation d'or effectivement fixés suffisait en lui-même pour faire participer le pays à un système monétaire international; pour tout le reste, il pouvait ne prêter aucune attention à ses voisins, pas plus qu'à l'effet produit sur eux et sur leurs monnaies par une série de changements brusques apportés dans sa politique des tarifs, dans sa politique de crédit, et même dans le contenu-or de sa monnaie nationale elle-même. Les diverses politiques suivies ont donc été en réalité des politiques régionales et isolées — par opposition à la politique de collaboration — ; bien plus: elles ont souvent méconnu le fait qu'on ne peut poursuivre avec succès une politique nationale, en matière monétaire, sans se préoccuper des conséquences que cette politique peut avoir à l'étranger ou des répercussions qui peuvent résulter

de la politique des voisins, car les systèmes financier, monétaire et économique se commandent mutuellement les uns les autres. Un certain ordre doit sortir de cette anarchie, pour le bien des pays eux-mêmes, tout d'abord, et dans l'intérêt international ensuite. Des règles pour le fonctionnement de l'étalon-or doivent être établies, reconnues et appliquées, et un organisme commun doit être chargé d'en réaliser la coordination. Les 64 pays représentés à la Conférence de Londres ont déclaré à l'unanimité que «la Banque des Règlements Internationaux constitue un organe essentiel pour l'action des Banques Centrales dans le sens d'une conciliation des opinions divergentes et pour de mutuels échanges de vues. Ce centre doit continuer à être utilisé et devra continuellement examiner l'application des principes du fonctionnement de l'étalon-or et étudier toutes les modifications à ces principes que l'expérience pourrait révéler désirables».

Le Rapport ci-dessous passe en revue quelques-unes des questions monétaires de l'avenir, la Conférence de Londres et le rôle de la Banque, les faits nouveaux de l'année intéressant les Banques Centrales, la production et les mouvements d'or, la situation des crédits à court terme internationaux et l'évolution des taux d'intérêt, les faits particuliers concernant le développement des affaires de la Banque et notamment le facteur nouveau que constituent les dépôts d'or, l'activité de la Banque en tant que Mandataire (Trustee) ou d'Agent en vertu d'accords internationaux et d'emprunts internationaux, ses fonctions propres comme centre de collaboration des Banques Centrales, enfin certains autres événements de caractère financier ou monétaire qui sont intervenus pendant l'année considérée.

II. LA BANQUE ET LES PROBLÈMES MONÉTAIRES DEVANT LA CONFÉRENCE DE LONDRES.

La Banque des Règlements Internationaux a été invitée à déléguer deux membres à la section monétaire de la Commission préparatoire des Experts chargée de préparer un projet d'ordre du jour annoté pour la Conférence Monétaire et Economique Mondiale, et elle a dûment accepté cette invitation. Elle a été, en outre, invitée à désigner deux représentants pour prendre part, à titre consultatif, aux travaux de la Conférence elle-même. Sept membres du Conseil d'Administration participant déjà à des titres divers aux travaux de la Conférence, il fut décidé de désigner un seul représentant; celui-ci fut ultérieurement investi des fonctions de Rapporteur du Sous-Comité des Mesures Permanentes pour le rétablissement d'un étalon monétaire international. Bien que la Conférence n'ait pas résolu le problème monétaire qui lui était soumis d'une stabilisation immédiate, ou tout au moins temporaire, des principales monnaies, elle a néanmoins provoqué deux mesures d'ordre monétaire de la plus haute importance. En premier lieu, les événements intervenus pendant que se déroulaient les séances ont provoqué trois déclarations formelles sur la politique monétaire de notre époque, et d'une importance non seulement historique, mais encore si vitale pour permettre de comprendre les développements monétaires de l'année qu'elles seront reproduites ci-après: les proclamations du Président Roosevelt, au mois de juin, sur la politique monétaire poursuivie à ce moment; la déclaration du «bloc-or» au moment de sa création, en juillet, qui a provoqué entre les Banques Centrales des pays intéressés la conclusion rapide d'arrangements techniques de collaboration qui répondaient à la politique commune adoptée par leurs Gouvernements; enfin en juillet également, la déclaration des nations de l'Empire Britannique qui affecte nécessairement les autres membres du Groupe Sterling. En second lieu, dans son effort pour tracer les grandes lignes d'une politique monétaire susceptible de répondre aux besoins futurs du monde lorsque les difficultés présentes auront été vaincues, le Sous-Comité des Mesures Permanentes a réalisé des progrès considérables, en élaborant cinq résolutions qui ont été adoptées par la Conférence.

La première de ces résolutions préconise une stabilisation monétaire aussi rapide que possible dans l'intérêt de tous les pays en cause. La seconde proclame la nécessité du rétablissement de l'or comme étalon monétaire international. La troisième examine certaines mesures destinées à économiser l'or et à lui assurer un maximum d'utilisation; elle se prononce, en conséquence, contre la circulation intérieure des monnaies d'or ou des certificats-or, estimant que l'or a pour principal objet, dans le système monétaire, de servir aux règlements internationaux. Dans un même but d'obtenir une économie d'or, et de rendre plus souples les règles fixant son emploi, cette résolution recommande un abaissement du pourcentage minimum de couverture-or qui devrait

être ramené du taux habituel d'un tiers à un taux ne dépassant pas 25 0/0. La quatrième résolution, allant au delà des méthodes suggérées pour économiser l'or, indique les moyens d'améliorer, par action concertée, le fonctionnement de l'étalon-or lui-même; elle spécifie que la collaboration des Banques Centrales est nécessaire à cette fin (collaboration qui présuppose l'existence d'une Banque Centrale dans tous les pays ayant acquis un certain développement économique), et elle exprime l'avis que la Banque des Règlements Internationaux devrait être appelée à jouer un rôle de plus en plus important comme instrument d'action concertée. La cinquième résolution aborde enfin quelques-uns des aspects fondamentaux du fonctionnement de l'étalon-or qui demande la collaboration des Banques Centrales. L'accord réalisé a été enregistré dans les résolutions suivantes:

- I. «Il est de l'intérêt de tous de réaliser, dès que les circonstances le permettront, la stabilité dans le domaine monétaire international;
- II. «L'or doit être rétabli comme étalon monétaire international, la date et la parité étant à déterminer dans chaque cas par le pays intéressé.
- III. «1) A notre époque, l'or monétaire est nécessaire, non pas pour les besoins de la circulation intérieure, mais pour servir de couverture aux engagements des Banques Centrales et essentiellement pour leur permettre de faire face aux paiements extérieurs dus à un déséquilibre des comptes envers l'étranger. Il est donc désirable de ne pas mettre en circulation à l'intérieur des monnaies d'or ou des certificats-or.
«2) Pour améliorer le fonctionnement d'un futur étalon-or, il conviendrait de donner plus d'élasticité aux dispositions relatives à la couverture légale des Banques Centrales, par exemple si l'on applique le système d'un pourcentage de couverture-or, une proportion minimum ne dépassant pas 25 pour cent devrait être considérée comme suffisante. Une élasticité analogue devrait être obtenue par des mesures appropriées là où d'autres systèmes sont en vigueur. Toutefois, ces modifications ne doivent pas servir de prétexte pour augmenter indûment le volume des billets et des crédits; en d'autres termes, la présente résolution devrait avoir pour effet d'accroître les réserves libres des Banques Centrales et de renforcer ainsi la situation de ces banques.
- IV. «La Conférence considère qu'il est essentiel, afin de doter un étalon-or international du mécanisme nécessaire à son fonctionnement satisfaisant, que des Banques Centrales indépendantes, jouissant des pouvoirs et de la liberté indispensables pour pratiquer, en matière de monnaie et de crédit, une politique appropriée, soient créées dans les pays ayant acquis un certain développement qui ne possèdent pas actuellement une institution bancaire centrale adéquate.
«La Conférence tient à renouveler les déclarations formulées par des conférences précédentes au sujet de la grande utilité d'une coopération étroite et

continue entre Banques Centrales. La Banque des Règlements Internationaux est en mesure de jouer, à cet égard, un rôle de plus en plus important, non seulement en favorisant ces rapports entre les banques, mais encore en tant qu'instrument d'action concertée.

V. «1) Le bon fonctionnement de l'étalon-or exige, en premier lieu, que chaque Banque Centrale suive une politique destinée à maintenir un équilibre fondamental de la balance des paiements de son pays. Les mouvements d'or qui révèlent une insuffisance de cet équilibre constituent donc un facteur essentiel pour la fixation de la politique des Banques Centrales.

«2) Aucune mesure ne doit être prise en temps normal qui empêcherait les mouvements d'or — pour autant qu'ils semblent avoir un caractère plus permanent — de faire sentir leur influence à la fois dans le pays qui perd de l'or et dans celui qui en reçoit.

«3) En même temps que l'or doit pouvoir sortir et entrer librement dans les pays intéressés, les Banques Centrales doivent être toujours disposées à acheter et à vendre l'or à des prix fixes publiquement annoncés, exprimés dans leur monnaie, la remise d'or devant avoir lieu tout au moins lorsque le cours des changes atteint le point d'exportation du métal.

«4) Les Banques Centrales doivent obtenir de leur marché les informations les plus complètes qu'il soit possible d'avoir sur les situations pouvant avoir un effet sur leurs réserves.

«5) Etant donné, ainsi qu'il a été établi au paragraphe 1), que le bon fonctionnement de l'étalon-or exige en premier lieu que chaque Banque Centrale suive une politique destinée à maintenir un équilibre fondamental de la balance des paiements de son pays, le pouvoir discrétionnaire de chaque Banque Centrale, pour régler le fonctionnement de l'étalon-or dans son propre pays, doit demeurer intangible. Les Banques Centrales doivent pourtant reconnaître qu'en plus de leur tâche nationale, elles ont également à remplir une tâche de caractère international. Leur but devrait être de coordonner la politique suivie sur les différentes places pour contribuer au bon fonctionnement du système de l'étalon-or international.

«De plus, pour autant que le permet leur situation propre, elles doivent s'efforcer d'adapter leur politique de crédit à tout mouvement tendant à provoquer une modification anormale de l'activité générale des affaires. Une expansion de l'activité générale, d'une telle ampleur qu'elle ne pourra évidemment pas être maintenue en permanence, doit amener les Banques Centrales à prendre des mesures dans le sens d'une restriction du crédit par les méthodes que chacune d'elles estimera les plus appropriées, compte tenu de la situation inté-

rieure du pays. Inversement, un fléchissement anormal de l'activité générale doit les amener à adopter une attitude plus libérale en matière de crédit.

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

«6) En vue d'arriver à un accord sur l'interprétation des éléments qui déterminent la tendance des développements généraux de l'activité économique et de parvenir à une politique commune, les Banques Centrales devront toujours se consulter, chaque Banque Centrale, en cas de divergence d'opinions, agissant selon son propre jugement de la situation. La Banque des Règlements Internationaux constitue un organe essentiel pour l'action des Banques Centrales dans le sens d'une conciliation des opinions divergentes et pour de mutuels échanges de vues. Ce centre doit continuer à être utilisé, dans toute la mesure du possible, pour la réalisation des principes exposés dans la présente note. La Banque devra continuellement examiner l'application des principes du fonctionnement de l'étalon-or et étudier toutes les modifications à ces principes que l'expérience pourrait révéler désirables.»

Toutes les résolutions ci-dessus, relatives aux principes permanents de la politique monétaire — qui sont, en fait, la répétition d'affirmations contenues dans la déclaration du Conseil de juillet 1932 au sujet d'un système monétaire international, ou des développements de cette déclaration —, ont été adoptées à l'unanimité par la Conférence plénière, à cette exception près que les délégués des Etats-Unis d'Amérique ont déclaré qu'ils jugeaient la discussion de la cinquième résolution prématurée, mais que les Banques de Réserve Fédérale seraient disposées, en temps opportun, à s'entretenir avec les autres Banques Centrales et avec la Banque des Règlements Internationaux des problèmes d'ordre technique soulevés par cette résolution. Il va de soi que la cinquième résolution est d'une importance primordiale. Elle marque un progrès défini en établissant publiquement quelques-unes des règles essentielles d'application de l'étalon-or. De telles règles ne peuvent être strictement obligatoires au sens juridique du terme, car la politique monétaire est matière vivante, dynamique, dont l'examen doit être repris de temps à autre, à la lumière d'une expérience progressive et de conditions économiques et mondiales changeantes. Mais en tant qu'exposé des objectifs et des méthodes qui ont été acceptés, cette dernière résolution, si elle est acceptée et appliquée par les Banques Centrales, n'en ouvre pas moins la voie à un fonctionnement beaucoup plus efficace du système monétaire.

L'Ordre du Jour annoté prévoyait l'examen de l'étalon de change-or et des modifications qu'il serait nécessaire d'y apporter pour remédier à ses insuffisances, révélées par la pratique. Le Sous-Comité de la Conférence a estimé qu'une étude ultérieure de ce problème devait être confiée à la Banque des Règlements Internationaux. Lorsque la restauration internationale de l'étalon-or lui-même aura fait de réels progrès,

la Banque sera en mesure de s'occuper de la question accessoire du fonctionnement ultérieur de l'étalon de change-or, dans des limites restreintes et sous une forme mieux contrôlée et plus centralisée que par le passé; ce système paraît présenter une utilité spéciale pour certains types d'économies, en particulier s'il peut faciliter et accélérer leur adhésion à un étalon international lorsqu'un tel étalon aura été rétabli.

Traitant de la politique monétaire permanente ainsi que des fonctions et de la position de la Banque des Règlements Internationaux, le Président de la Banque Nationale d'Autriche, qui présidait le Sous-Comité des Mesures Permanentes, a attiré l'attention, ainsi que l'a enregistré le procès-verbal du comité,

«sur le fait qu'un certain nombre de Gouvernements n'ont pas encore adhéré à l'Accord conclu le 20 janvier 1930 entre les Gouvernements de l'Allemagne, de la Belgique, du Royaume-Uni, du Canada, de l'Australie, de la Nouvelle-Zélande, de l'Union sud-africaine, de l'Inde, de la France, de la Grèce, de l'Italie, du Japon, de la Pologne, du Portugal, de la Roumanie, de la Tchécoslovaquie, et de la Yougoslavie. L'Article 10 de cet Accord, qui est reproduit en substance dans la Charte constitutive (conçue par la Suisse) de ladite banque, est rédigé comme suit:

«Sur les territoires relevant de l'autorité des Parties contractantes, la Banque (des Règlements Internationaux), ses biens et avoirs, ainsi que les dépôts et autres fonds qui lui auraient été remis, ne feront l'objet d'aucune disposition établissant une incapacité quelconque ou d'autre mesure restrictive telle que censure, réquisition, enlèvement ou confiscation en temps de paix ou de guerre, représailles, interdictions ou restrictions à l'exportation de l'or ou de devises ou de toute autre mesure analogue.

«Etant donné que la Deuxième Sous-Commission, sur la proposition du Sous-Comité, a adopté une résolution sur le rôle de la Banque des Règlements Internationaux, il y aurait quelque utilité à rappeler aux Gouvernements qui n'ont pas adhéré à cet accord qu'il serait souhaitable que ce dernier fût l'objet d'une adhésion aussi large que possible. Une lettre à ce sujet pourrait être adressée par qui de droit aux Gouvernements intéressés.»

Après l'ajournement, le Secrétaire Général de la Conférence a communiqué ces extraits du procès-verbal aux Gouvernements représentés à Londres et qui n'avaient pas encore accordé à la Banque des Règlements Internationaux les privilèges ci-dessus mentionnés. Ces privilèges, en étant accordés à l'organisme commun, sont, en fait, accordés à toutes les Banques Centrales du monde entier, puisque chaque Banque Centrale peut en bénéficier en effectuant ses opérations par l'intermédiaire de l'organisme central.

Le principe que les réserves des Banques Centrales, déposées à l'étranger, devraient jouir d'immunités et de privilèges spéciaux, est depuis longtemps reconnu entre Banques Centrales. La généralisation d'une telle mesure constitue un progrès

réel dans le sens d'une meilleure collaboration mutuelle, et de nature à perfectionner le fonctionnement d'un système monétaire international, à favoriser la création d'un Fonds-or de compensation et la centralisation des réserves de devises des Banques Centrales. Jusqu'à présent, les nations suivantes, en réponse à la lettre du Secrétaire Général de la Conférence de Londres, ont accordé les immunités en question ou se sont déclarées prêtes à les accorder et ont engagé la procédure nécessaire à cet effet. Ce sont: la Chine, Danzig, l'Esthonie, la Hollande, la Hongrie, le Luxembourg. Plusieurs autres Etats ont fait savoir que la question faisait l'objet de leur part d'un examen favorable et qu'une réponse définitive serait donnée à une date ultérieure. Les Etats-Unis d'Amérique ont répondu en novembre 1933 que l'octroi d'immunités ne pouvait être envisagé à ce moment d'après les décrets en vigueur sur l'importation et l'exportation de l'or, mais que, lorsque les circonstances se seraient modifiées, ils seraient disposés à remettre la question à l'étude.

Tandis que ces questions d'un caractère essentiellement technique étaient traitées dans les comités, des décisions d'une importante signification étaient prises en marge de la Conférence par des groupes de pays qui se réunissaient séparément pour examiner leur position ou leurs vues en matière monétaire. Ils furent en réalité obligés de le faire, par suite de l'inquiétude qui s'empara de l'opinion publique mondiale lorsque la Conférence faillit se dissoudre, devant l'impossibilité d'un accord, résultant principalement du changement imprévu d'attitude des Etats-Unis, quant aux mesures immédiates à prendre dans le domaine monétaire.

Le 3 juillet 1933, la déclaration suivante a été publiée par les représentants de la Belgique, de la France, de l'Italie, de la Hollande, de la Pologne et de la Suisse, groupe que l'on a généralement désigné sous le nom de «Bloc-or».

« Les gouvernements soussignés :

« Convaincus que le maintien de leur monnaie est essentiel pour la restauration économique et financière du monde, pour la reprise du crédit et pour la sauvegarde des progrès sociaux accomplis chez eux ;

« Confirment leur volonté formelle de maintenir le libre fonctionnement de l'étalon-or dans leurs pays respectifs aux parités-or actuelles et dans le cadre des lois monétaires existantes ;

« Demandent à leurs Banques Centrales de demeurer en étroit contact pour donner à la présente déclaration la plus grande efficacité possible. »

Afin de bien prouver qu'il ne s'agissait pas d'un simple geste diplomatique, les Gouverneurs des Banques Centrales des six puissances intéressées ainsi que le Président de la Banque des Règlements Internationaux, invité à titre d'observateur, se sont rencontrés cinq jours plus tard à la Banque de France, en vue de rechercher les mesures pratiques qui pourraient être prises d'un commun accord pour combattre la spéculation sur les changes, protéger leurs monnaies respectives et mettre à exécution la déclaration de leurs Gouvernements. A la suite de cette réunion et des décisions

qui y furent prises, les devises des six puissances se renforcèrent immédiatement, la confiance se raffermi à l'intérieur de ces pays et non seulement les sorties d'or cessèrent, mais des entrées d'or se produisirent sur le champ.

La déclaration du « bloc-or » fut suivie d'une seconde déclaration de politique monétaire, d'un caractère entièrement différent, mais d'une importance fondamentale. C'est la déclaration collective des Gouvernements de la Grande-Bretagne, du Canada, de l'Inde, de l'Australie, de la Nouvelle-Zélande et de l'Union Sud-Africaine, confirmant leur adhésion aux principes monétaires précédemment adoptés à Ottawa, et exposant à nouveau leur position dans les termes suivants :

« A la Conférence d'Ottawa, les gouvernements représentés ont fait connaître qu'ils étaient d'avis qu'un relèvement du niveau général des prix de gros dans le monde entier serait extrêmement désirable et ils ont déclaré qu'ils souhaitaient vivement prendre, de concert avec les autres nations, toute mesure permettant de relever les prix de gros. Ils se sont mis d'accord pour reconnaître qu'un relèvement des prix ne peut s'obtenir au moyen de mesures monétaires seulement, puisque divers autres éléments, qui contribuent à déterminer la dépression actuelle, doivent également être modifiés ou supprimés avant qu'on ne puisse garantir l'efficacité du remède.

« Il a été indiqué qu'il serait nécessaire de recourir à une action internationale pour supprimer les divers éléments, autres que les facteurs monétaires, qui contribuent à l'abaissement du niveau des prix.

« Dans le domaine monétaire, il a été exposé que la première ligne de conduite à suivre pour provoquer une hausse des prix était la création et le maintien, dans les limites d'une politique financière saine, des conditions susceptibles d'amener la reprise de l'activité industrielle et commerciale, ainsi que des taux d'intérêt peu élevés et l'abondance sur le marché de capitaux à court terme. La création, par des mesures inflationnistes, de moyens de paiement supplémentaires pour le financement des dépenses publiques a été écartée et une politique monétaire saine a été demandée qui garantirait que les mouvements dus à la spéculation et affectant les marchandises et les valeurs mobilières ne sortiraient pas de certaines limites et perdront par là toute violence.

« Depuis lors, la politique de l'Empire britannique a été orientée dans le sens d'une hausse des prix. Les délégués soussignés notent avec satisfaction que cette politique a été suivie avec un succès qui est un encouragement pour l'avenir. Pendant quelques mois, elle s'est, il est vrai, heurtée à des obstacles dus à une tendance persistante à la baisse des prix-or et, pendant cette période, les résultats obtenus ont été limités à une hausse des prix en monnaies des pays de l'Empire par rapport aux prix-or. Au cours des tout derniers mois, le maintien persistant par le Royaume-Uni d'une politique de capitaux à bon marché et abondants a donné des résultats de plus en plus satisfaisants, en raison des

conditions meilleures créées alors par le changement de politique des Etats-Unis et par l'arrêt qui s'est produit dans la baisse des prix-or.

« Prenant dans son ensemble la période écoulée depuis le 29 juin 1932, date qui a immédiatement précédé la Conférence d'Ottawa, une hausse de 12 % des prix de gros en livres sterling s'est produite, d'après l'indice de l'«Economist». La hausse des prix en livres pour les produits de première nécessité pendant la même période a été beaucoup plus considérable, s'établissant aux environs de 20 %.

« Les délégations soussignées sont d'avis que les opinions exprimées par elles à Ottawa en ce qui concerne la nécessité d'un relèvement du niveau des prix gardent toute leur valeur et qu'il est de la plus haute importance que le mouvement actuellement commencé se poursuive. Quant au niveau définitif vers lequel il faut tendre, elles estiment qu'il n'est pas possible, en pratique, de le déterminer avec précision. Tout niveau sera satisfaisant qui restaurera l'activité normale de l'industrie et du marché du travail, qui assurera au producteur un rendement économique pour les produits de première nécessité et qui mettra la charge des dettes et des engagements fixes en harmonie avec la capacité économique du pays. Il est important que la hausse des prix ne soit pas poussée jusqu'à ce qu'elle produise une marge de bénéfices exagérée et risque de détruire l'équilibre en sens contraire. C'est pourquoi les délégations soussignées estiment que les Gouvernements de l'Empire britannique devraient, avec tous les moyens dont ils disposent, tant en matière monétaire qu'en matière économique, et dans les limites requises pour le maintien de finances saines, poursuivre la politique qui consiste à favoriser un relèvement des prix de gros jusqu'à ce que, de toute évidence, l'équilibre ait été rétabli, et qu'ils devraient prendre ensuite toutes mesures en leur pouvoir pour stabiliser la position ainsi acquise.

« Se référant à la proposition faite de temps à autre pour le développement de programmes gouvernementaux entraînant des dépenses de capital, les délégations de l'Empire britannique estiment que cette question doit être traitée par chaque gouvernement à la lumière de son expérience personnelle et des conditions qui lui sont particulières.

« La Conférence d'Ottawa a déclaré que l'objet final de la politique monétaire doit être la restauration d'un étalon monétaire international satisfaisant, tenant compte non seulement de la nécessité de maintenir la stabilité du cours des changes entre tous les pays, mais aussi de l'intention de conduire la politique d'étalon international de telle sorte que le fonctionnement régulier et efficace du commerce international et des finances internationales en soit assuré. Les conditions principales nécessaires au rétablissement de tout étalon monétaire international ont été formulées, notamment celle qui présuppose un relèvement général des prix de vente dans les divers pays à un niveau plus en rapport avec

le niveau des prix de revient, compte tenu du fardeau des dettes et des autres engagements fixes ou semi-fixes; la Conférence a, en outre, indiqué à quel point il est important, selon elle, d'assurer et de maintenir la coopération internationale en vue d'éviter, autant qu'il sera possible, des fluctuations excessives dans le pouvoir d'achat de l'unité monétaire.

« Les délégations soussignées affirment aujourd'hui, à nouveau, que l'objet final de la politique monétaire doit être, selon elles, la restauration d'un étalon-or international satisfaisant, sous le régime duquel la coopération internationale devra être assurée et maintenue en vue d'éviter, autant qu'il sera possible, des fluctuations excessives dans le pouvoir d'achat de l'or. Le problème qui se pose au monde consiste à concilier la stabilité du cours des changes et une stabilité raisonnable non seulement du niveau des prix dans un pays déterminé, mais des prix mondiaux. Il dépendra en grande partie de la coopération internationale que des mesures effectives soient prises à cet égard et, dans toute session ultérieure de la Conférence monétaire et Economique Mondiale, il faudra faire à cette question une place particulièrement importante.

« En attendant, les délégations soussignées reconnaissent l'importance que présente, pour le commerce, la stabilité du cours des changes entre les pays de l'Empire. Les Gouvernements garderont sans cesse cet objet présent à l'esprit lorsqu'ils arrêteront leur politique monétaire et cet objet sera plus facilement atteint au moyen d'une politique concertée tendant au relèvement du niveau des prix. La stabilité du cours des changes dans les relations entre les pays de l'Empire est facilitée par le fait que le Gouvernement du Royaume-Uni n'a pris aucun engagement envers d'autres pays au sujet de sa politique future en ce qui concerne la livre sterling et qu'il garde une entière liberté d'action à cet égard. L'adhésion d'autres pays à une politique établie sur des directives semblables permettrait d'atteindre et de maintenir la stabilité des changes dans une sphère encore plus étendue.

« Parmi les facteurs qui contribuent au rétablissement économique des pays de l'Empire, la baisse des taux d'intérêt pour les emprunts à long terme présente une importance toute spéciale. Les délégations soussignées notent avec satisfaction les progrès effectués, tant dans cette direction que dans le sens d'une reprise de l'activité sur le marché de Londres en ce qui concerne les prêts consentis à l'étranger. Elles s'accordent à reconnaître qu'il sera avantageux que de nouveaux progrès soient effectués dans ce sens.

« Les délégations soussignées se sont mises d'accord pour recommander à leurs Gouvernements de se consulter réciproquement de temps à autre sur les questions de politique monétaire et économique en vue de fixer leur objectif commun et d'élaborer les mesures qui pourront en assurer l'exécution. »

Cette importante déclaration de politique monétaire faite par les principales nations de l'Empire britannique, insistant sur la signification du niveau des prix des marchandises et sur la nécessité d'une stabilité relative du pouvoir d'achat de l'or, fit suite à la déclaration précédente des pays du « bloc-or », insistant sur la nécessité d'une stabilité des changes. L'une et l'autre furent précédées par les déclarations du Président des Etats-Unis précisant les objectifs que visait alors sa politique monétaire, et transmises en deux messages adressés à la Conférence, dont sont extraites les citations suivantes :

« L'équilibre du système économique intérieur d'un pays est un plus grand facteur de bien-être que la valeur de sa devise exprimée en termes variables par rapport aux devises des autres pays.

« Permettez-moi d'être franc et de vous dire que les Etats-Unis recherchent un dollar tel qu'il ait, dans une génération, le même pouvoir d'achat et la même valeur pour le règlement des dettes que celui que nous espérons lui assurer dans un avenir prochain. Cet objectif est de plus de prix, pour le bien des autres nations, que l'établissement d'un cours fixe, pendant un mois ou deux, par rapport à la livre ou au franc.

« Notre but général est la stabilisation permanente des devises de chaque nation. L'or, ou l'or et l'argent, peut parfaitement rester une réserve métallique des monnaies, mais ce n'est pas le moment de dissiper les réserves d'or. Quand le monde sera parvenu à établir des politiques concertées entre la majorité des pays, pour réaliser des budgets équilibrés et pour que les nations puissent vivre selon leurs moyens, alors nous pourrons discuter utilement d'une meilleure distribution du stock d'or et d'argent du monde et de leur rôle comme couverture des monnaies nationales.

« La réévaluation du dollar par rapport aux marchandises américaines est un objectif dont le Gouvernement et le peuple des Etats-Unis ne peuvent se laisser détourner. Nous désirons être parfaitement clairs : ce qui nous intéresse, c'est le prix des marchandises américaines. La valeur que représentera le dollar par rapport aux devises étrangères n'est pas et ne peut pas être notre préoccupation immédiate. La valeur internationale du dollar dépendra, en dernier ressort, de la mesure dans laquelle les autres nations auront réussi à relever les prix de leurs propres produits dans leurs monnaies nationales et ne peut donc être déterminée avant que nous ne connaissions les résultats qu'elles obtiendront. »

Pendant les mois qui suivirent l'ajournement de la Conférence de Londres, l'événement monétaire le plus marquant a été l'adoption aux Etats-Unis, en janvier 1934, du Gold Reserve Act par lequel le dollar a été de nouveau rattaché à l'or. En transmettant cette Loi au Congrès, le Président a insisté sur l'avantage « d'une stabilité plus grande par rapport au cours des changes dans l'intérêt de notre peuple », révélant ainsi combien ses opinions avaient évolué depuis l'envoi de ses messages à

Londres. La Section 10a du Gold Reserve Act lui-même contient la disposition suivante: « Dans le but de stabiliser la valeur internationale du dollar, le Secrétaire du Trésor..... est autorisé à effectuer, pour le compte du Fonds établi dans la présente section, des transactions en or et en devises ainsi qu'en tous autres instruments de crédit et valeurs mobilières qu'il estimera nécessaire pour atteindre le résultat que se propose la présente section.» Le Secrétaire d'Etat a, en outre, expliqué, dans un discours prononcé le 23 avril 1934, que le Gouvernement américain était « en faveur d'une politique aboutissant, à une date aussi rapprochée que possible, à la stabilisation permanente du cours des changes et à des arrangements monétaires durables.»

Le retour à l'or et l'exposé plus précis et plus net de la future politique américaine permettent à nouveau la reprise de discussions internationales, entre les puissances les plus intéressées, afin de fixer l'époque de la stabilisation définitive et la parité permanente de leurs monnaies respectives.

Il semble même, comme il sera dit dans la conclusion de ce Rapport, que beaucoup de progrès ont été faits dans la voie d'une élimination ou d'une atténuation des facteurs qui ont provoqué l'effondrement du système monétaire international; beaucoup de progrès aussi ont été faits pour vaincre les difficultés qui s'opposaient à la restauration de l'étalon-or entre les principaux pays et pour préparer les ententes pour l'amélioration de son fonctionnement technique; si bien que le moment approche où le rétablissement effectif d'un étalon monétaire international à base or deviendra un fait accompli.

L'un des résultats des mesures de politique monétaire prises aux Etats-Unis a été l'accroissement extraordinaire du volume des mouvements d'or, qui s'étaient également produits en quantité considérable pendant la Conférence de Londres et comme conséquence de cette conférence. Une description de ces mouvements d'or exceptionnels est donnée au chapitre suivant.

III. UNE ANNÉE EXCEPTIONNELLE EN CE QUI CONCERNE L'OR, SA PRODUCTION, SES MOUVEMENTS ET SA THÉSAURISATION.

La Banque des Règlements Internationaux, en examinant les chiffres qu'elle a réunis pour 1933 au sujet de l'or, ne constate ni diminution de confiance en ce métal comme mesure de valeur ou instrument international de paiement, ni traces de la croyance que l'or, étant donné l'insuffisance de son approvisionnement, serait devenu impropre à remplir le rôle d'étalon monétaire. Bien au contraire, elle a pu constater que jamais dans le passé la production d'or nouvellement extrait des mines n'a été aussi importante, les mouvements internationaux d'or aussi considérables et les demandes d'or émanant de particuliers aux fins de thésaurisation aussi massives qu'en 1933.

La thésaurisation se range parmi les plus importants événements de l'année. En effet, ainsi qu'il ressort du tableau de la page 25, la thésaurisation nouvelle d'or, pendant l'année 1933 seule, s'est élevée à environ 3 milliards de francs suisses. Ce montant aurait été encore plus considérable sans la campagne énergique, menée aux Etats-Unis, pour que l'or précédemment thésaurisé fût restitué aux Banques de Réserve. Grâce à cette récupération et à la quantité considérable d'or disponible, soit nouvellement extrait des mines, soit d'autres provenances, l'intense demande du public a pu non seulement être satisfaite, mais les réserves des Banques Centrales et des Trésoreries, à la fin de 1933, étaient même supérieures d'environ 200 millions de francs suisses à celles du début de la même année.

a) PRODUCTION ET THÉSAURISATION.

La production mondiale de l'or en 1933 s'est élevée, au total, à environ 2.600 millions de francs suisses, dépassant ainsi légèrement les chiffres records de l'année précédente, ainsi que l'indique le tableau ci-après qui compare les chiffres annuels de production pour plus d'une décade.

La production d'or de l'Afrique du Sud et du Canada, qui avait augmenté sans interruption pendant les dernières années, jusqu'à l'année 1932 comprise, a diminué légèrement au cours de 1933. Cette diminution est la conséquence d'une politique délibérée suivie par les sociétés minières. L'augmentation du prix de l'or a permis, grâce à la dépréciation des monnaies nationales, l'utilisation rémunératrice des minerais à plus faible teneur. Les sociétés trouvèrent dès lors intéressant pour elles de traiter des minerais autrefois délaissés. Quoique la production fût, en poids, moins importante, les bénéfiques, grâce à l'augmentation du prix du métal, ont augmenté ; les minerais à plus haute teneur, réservés pour l'avenir, n'ont plus été traités. La méthode ainsi suivie prolongera la vie des mines et, incidemment, elle tend à mieux assurer, pour l'avenir, l'approvisionnement mondial d'or.

Année	Afrique du Sud	Etats-Unis d'Amérique	Canada	Autres pays producteurs	Total pour le monde	
					Milliers d'onces d'or fin	Millions de francs suisses
1915*)	9.096	4.888	918	7.692	22.594	2.420
1923	9.149	2.503	1.233	4.901	17.786	1.905
1924	9.575	2.529	1.525	5.421	19.050	2.041
1925	9.598	2.412	1.736	5.285	19.031	2.039
1926	9.955	2.335	1.754	5.325	19.369	2.075
1927	10.122	2.197	1.853	5.274	19.446	2.083
1928	10.354	2.233	1.891	5.105	19.583	2.098
1929	10.412	2.208	1.928	5.037	19.585	2.098
1930	10.716	2.286	2.102	5.646	20.750	2.223
1931	10.878	2.396	2.694	6.238	22.206	2.379
1932	11.559	2.449	3.044	7.174	24.226	2.595
1933	11.012	2.537	2.938	8.233	24.720	2.648

*) Année record avant les années 1932 et 1933.

La diminution de la production, constatée en Afrique du Sud et au Canada, a été plus que compensée par une augmentation continue dans les autres pays producteurs. Cette augmentation, indiquée dans le tableau ci-dessus, est, pour l'ensemble de ces pays, d'environ 12 % au cours de l'année. Une sensible amélioration de la production minière en Russie est également à remarquer. On peut signaler en particulier que la quantité d'or extraite des sables alluvionnaires a été, l'année dernière, plus importante qu'autrefois. La hausse du prix de l'or en monnaie nationale a eu, naturellement, pour conséquence d'attirer un plus grand nombre de chercheurs, spécialement dans une période de grand chômage. A ce sujet, le Chili est peut-être l'exemple le plus frappant, puisque les statistiques indiquent que, dans ce pays, environ 35.000 ouvriers étaient employés au début de 1934 au lavage des sables aurifères.

Les changements monétaires survenus aux Etats-Unis n'ont pas été sans exercer leur influence sur la production d'or de ce pays. L'embargo partiel sur les exportations d'or, décrété par le Président le 4 mars 1933, a empêché les producteurs américains de bénéficier pour leur or des prix mondiaux. Pendant un certain temps, ils ont été obligés de le vendre, à l'ancienne parité, à la Trésorerie des Etats-Unis. En conséquence, la production américaine a nettement décliné en avril et pendant les mois suivants, jusqu'au moment où le Président, par décret du 29 août 1933, a autorisé la vente à l'étranger de l'or nouvellement extrait. Dès ce moment, une reprise immédiate de l'activité minière se manifesta. Pendant les trois derniers mois, grâce à un meilleur rendement, la diminution qui s'était produite a non seulement cessé, mais le montant total de l'année apparaît même supérieur à celui de 1932.

Tandis que le total de la production d'or augmentait à une cadence record, les exportations d'or de provenance chinoise et hindoue se ralentissaient par rapport à l'année exceptionnelle de 1932. L'Inde a exporté en 1933 la contre-valeur de 653 millions de francs suisses, contre environ 1 milliard en 1932, et la Chine, 161 millions de francs suisses contre 200 millions en 1932. Ces exportations d'or par l'Inde et la Chine s'effectuèrent pendant le dernier trimestre de 1933 à une cadence de 40 pour cent seulement inférieure à celle de la période correspondante de l'année précédente. Il semble, d'après les statistiques préliminaires actuellement disponibles, que, pour le premier trimestre de 1934, le volume de ces exportations d'or soit en augmentation, particulièrement en ce qui concerne l'Inde.

Le montant total d'or disponible provenant, à la fois, des mines, de l'Inde et de la Chine, a été, en 1933, de 3.460 millions de francs suisses, soit environ de 300 millions inférieur à celui de l'année précédente. Cette diminution provient de la réduction des envois des deux pays orientaux. Par ailleurs, le montant total d'or utilisé en 1933 par les arts industriels, à déduire de la totalité d'or disponible, peut être évalué, au maximum, à 120 millions de francs suisses, soit la moitié de l'évaluation admise l'année dernière. Il s'est produit une très appréciable récupération d'or, anciennement ouvré, qui a servi, en premier lieu, à couvrir les besoins artistiques et industriels de métal. Aux Etats-Unis, l'or ainsi récupéré en 1932 s'est élevé, estime-t-on, à 27 millions de dollars-or, contre 20 millions de demandes provoquées par de nouveaux besoins. Le montant net d'or disponible et susceptible d'utilisation monétaire s'élevait donc à environ 3.340 millions de francs suisses, ainsi que le démontre le tableau ci-dessous :

1933	Production d'or	Or provenant de l'Inde et de la Chine	Or utilisé pour les besoins artistiques (estimation)	Total net
	Millions de francs suisses			
1 ^{er} trimestre .	650	253	— 30	873
2 ^e » .	645	221	— 30	836
3 ^e » .	668	194	— 30	832
4 ^e » .	685	146	— 30	801
	2.648	814	—120	3.342

L'augmentation de la production au cours du second semestre de l'année contre-balance, dans une certaine mesure, la diminution des envois d'or hindou et chinois. L'ordre de grandeur approximatif, mais, en somme, suffisamment exact, du total d'or disponible, après déduction des montants utilisés par les arts industriels, peut être établi en adoptant une moyenne d'au moins 270 millions de francs suisses par mois. La comparaison entre ce dernier chiffre et les variations mensuelles des encaisses-or

des Banques Centrales et des Gouvernements, au cours de l'année, donne une vue d'ensemble indiquant les tendances à l'augmentation ou à la diminution des réserves monétaires et précisant notamment les mouvements de l'or libéré ou absorbé par la thésaurisation. Bien que tous les détails ne soient pas connus (par exemple, le montant éventuel des réserves-or du Fonds britannique d'Égalisation des changes), le tableau ci-après peut être regardé comme donnant un aperçu suffisamment précis de la situation :

1933	Changements intervenus dans les réserves d'or des Etats-Unis d'Amérique	Changements intervenus dans les réserves de 49 autres pays *)	Total des changements pour 50 pays	Solde net d'or disponible	Récupération (+) ou thésaurisation (-)
Millions de francs suisses					
Janvier . . .	+ 150	— 5	+ 145	— 270	— 125
Février . . .	—1.379	+ 425	— 954	— 270	—1.224
Mars	+ 560	+ 466	+ 1.026	— 270	+ 756
Avril	+ 316	—129	+ 187	— 270	— 83
Mai	+ 73	—519	— 446	— 270	— 716
Juin	+ 31	—161	— 130	— 270	— 400
Juillet	+ 21	+ 430	+ 451	— 270	+ 181
Août	+ 41	+ 265	+ 306	— 270	+ 36
Septembre . .	+ 10	+ 265	+ 275	— 270	+ 5
Octobre	—	+ 36	+ 36	— 270	— 234
Novembre . . .	+ 5	—518	— 513	— 270	— 783
Décembre . . .	—	—161	— 155	— 270	— 425
	— 172	+ 400	+ 228	—3.240	—3.012

*) Comprenant tous les pays possédant des réserves d'or de quelque importance.

L'étude de ce tableau chronologique, faite à la lumière des événements à la fois politiques et financiers qui ont, sur les mouvements d'or, une influence particulièrement sensible et presque immédiate, est instructive, surtout au moment où la répercussion de ces événements devient alarmante, car elle permet de mieux comprendre la psychologie du public. Ainsi, les pertes, si remarquées, d'or monétaire qui se sont produites au détriment des Etats-Unis en février 1933 ont été la conséquence directe de la sévère crise bancaire qui commençait à ce moment. Les capitaux étrangers furent retirés et ce fut la fuite des capitaux nationaux, provoquant des transferts nets d'or en faveur de l'étranger pour environ 173 millions de dollars. Les banques nationales devinrent vulnérables et à la merci des retraits de dépôts et même d'or. La circulation fiduciaire s'accrut de 900 millions, tandis que 92 millions environ de nouvelles pièces d'or étaient mises en circulation.

Le 2 mars 1933, le Gouvernement Roosevelt prit le pouvoir et, en quelques jours, il fut prêt à appliquer un programme de modifications radicales du système monétaire. Son action se manifesta d'abord par une demande adressée au Congrès afin d'autoriser le Secrétaire du Trésor à exiger de toutes personnes domiciliées aux Etats-Unis la remise des pièces d'or, des lingots d'or et des certificats-or en leur possession contre paiement en dollars-papier. Il en résulta qu'environ 200 millions de dollar-ors furent restitués par le public avant la fin de mars. Bien que 100 millions de dollars eussent été mis sous dossier pour compte étranger, le total des réserves-or a cependant augmenté d'environ 110 millions de dollars. Le mois suivant, 30 autres millions de dollars furent également restitués par le public, mais, dès ce moment, l'importance de ces remises devint graduellement de plus en plus insignifiante. Outre cette récupération de pièces d'or, 250 millions de certificats-or furent retirés de la circulation, au cours du mois de mars 1933, et remplacés par des billets des Banques de Réserve Fédérale.

En Europe, toutefois, aucun signe de ralentissement des mouvements d'or ne se manifestait. La tendance à la thésaurisation fut, à nouveau, vivement stimulée par l'abandon officiel, le 19 avril 1933, de l'étalon-or aux Etats-Unis et par la dépréciation du dollar qui commençait. Les chiffres de la dernière colonne du tableau ci-dessus montrent que les montants d'or thésaurisés au cours des mois d'avril, mai et juin, se sont élevés à plus de 1 milliard de francs suisses; en ne tenant pas compte des confiscations d'or aux Etats-Unis, le montant net d'or thésaurisé au cours du second trimestre de l'année aurait été supérieur d'au moins 500 millions de francs suisses.

En juin, le sentiment de méfiance ne fit que grandir et, par suite, la thésaurisation s'intensifier lorsqu'il devint évident que la Conférence de Londres, qui s'était réunie le 12 juin 1933, ne parviendrait pas à se mettre d'accord sur un programme immédiat de politique monétaire. Les pays du « bloc-or » confirmèrent, dans une déclaration commune, en date du 3 juillet, leur ferme intention de maintenir le libre jeu de l'étalon-or, à la parité métallique de leur monnaie, et cinq jours après, les Gouverneurs des Banques Centrales intéressées se réunirent pour s'entendre sur les meilleures méthodes de collaboration. La réaction des différents marchés se manifesta aussitôt par un renversement de la tendance de thésaurisation et les Banques Centrales furent à même d'augmenter leurs réserves en absorbant la totalité de l'or nouvellement extrait des mines ou exporté de l'Orient et même la partie libérée par la thésaurisation au cours des mois de juillet et d'août 1933.

Si les marchés sont demeurés comparativement calmes pendant le troisième trimestre de l'année, le dernier trimestre, riche en incidents dramatiques — tant dans le domaine politique que monétaire — vit réapparaître une méfiance accrue.

L'Allemagne s'était, le 14 octobre, retirée de la Conférence du Désarmement et de la Société des Nations. Le 22 octobre, le Président Roosevelt annonçait sa ferme intention d'obtenir la hausse des prix des marchandises en Amérique et, notam-

ment, d'agir sur les prix par la création, aux Etats-Unis, d'un marché gouvernemental de l'or. Dans ce but, la « Reconstruction Finance Corporation » fut autorisée, d'une part, à acheter et à vendre de l'or au prix courant sur les marchés mondiaux et, d'autre part, à acheter l'or sur le marché intérieur à un prix devant être de temps en temps fixé par entente entre le Secrétaire du Trésor et le Président. L'Administration a démontré, en augmentant continuellement le prix de l'or, son net désir d'accroître encore davantage la baisse du dollar. Quoique les achats effectifs à l'étranger, jusqu'à la fin de 1933, n'aient eu, en raison de leur peu d'importance, aucune répercussion, l'incompréhension générale de la politique suivie a fourni un nouvel élément d'inquiétude en ce qui concerne la situation monétaire mondiale. En même temps, le fait que le Parlement français était profondément divisé quant aux mesures à prendre pour équilibrer le budget, ainsi que la succession rapide de plusieurs Gouvernements, en peu de temps, créèrent un certain malaise.

Une vive reprise de la thésaurisation, estimée à plus de 1.400 millions de francs suisses pour le quatrième trimestre de l'année, se manifesta sous l'influence de ces divers événements.

Les résultats d'ensemble des différents mouvements d'or énumérés ci-dessus sont les suivants :

1) Les réserves-or des Etats-Unis, quoique renforcées par l'obligation faite au public de livrer les lingots et pièces d'or détenus par lui, n'ont pas entièrement récupéré les pertes subies au moment de la sévère pression exercée sur elles, au cours de février et de mars 1933. La perte nette, pour toute l'année 1933, se chiffre au montant relativement faible de 33 millions de dollars-or, soit à peine 1 % du stock d'or monétaire global de ce pays.

2) Les réserves-or détenues par les Banques Centrales et les Gouvernements des autres pays ont augmenté de 400 millions de francs suisses.

3) Ce dernier résultat a été obtenu, malgré le fait que le montant net d'or thésaurisé au cours de l'année ait de beaucoup dépassé tous les records antérieurs. Ce montant net est, pour 1933, d'environ 3 milliards de francs suisses, contre 500 millions environ pour l'année précédente.

Le calcul de l'or détenu par les particuliers peut être établi selon diverses méthodes. En comparant les résultats obtenus selon l'une ou l'autre de ces méthodes, on peut conclure que ce montant s'élevait, au commencement de 1934, à plus de 7 milliards de francs suisses, soit à plus de 2 fois $\frac{1}{2}$ la valeur annuelle de la production d'or. L'existence de ces réserves cachées, dont une partie sera récupérée dès le retour de la confiance, a une grande importance pour la reconstruction monétaire ultérieure.

Indépendamment de l'or ainsi absorbé, de nombreux billets de banque — principalement les grosses coupures — ont été également thésaurisés au cours des dernières années. La circulation des billets de la Banque Nationale Suisse qui avait progressé en 1931, d'environ 1 milliard de francs suisses à 1 milliard $\frac{1}{2}$, est restée stable

en 1932, puis est retombée à l'automne de 1933 à 1.400 millions. Cette diminution provient surtout de la récupération des billets antérieurement thésaurisés par des étrangers, et libérés surtout par des Allemands, à la suite de la mise en vigueur de la loi ordonnant le rapatriement des avoirs allemands détenus à l'étranger. En France, l'augmentation de la circulation fiduciaire de 8 milliards de francs français en 1930 et de 9 milliards en 1931, démontre clairement l'importance de la thésaurisation des billets qui s'était produite. Toutefois, ce mouvement n'a pas persisté en 1932 et, en 1933, le montant des billets thésaurisés est en nette diminution. La considérable thésaurisation de billets qui s'était également produite aux Etats-Unis avait été encore amplifiée par la thésaurisation à l'étranger de billets de banque américains, le plus souvent envoyés par des émigrants ; un grand nombre de ces billets furent dès 1932, renvoyés dans leur pays d'origine et ce mouvement de rapatriement s'est encore accentué en 1933. Le montant net de dollars-papier américains rapatriés aux Etats-Unis en 1933 est évalué à 90 millions de dollars.

b) LES MOUVEMENTS D'OR ENTRE DIFFÉRENTS CENTRES MONÉTAIRES.

Les déplacements d'or, d'une importance exceptionnelle, intervenus au cours de l'année, ont approximativement correspondu, dans leurs phases successives, aux mouvements d'or qui, selon les périodes, traduisaient une libération ou une absorption par la thésaurisation.

1) La première phase a été caractérisée par un exode de fonds hors des Etats-Unis, résultant de l'aggravation de la crise bancaire pendant les premiers mois de 1933 ; puis des craintes au sujet du maintien de la valeur-or du dollar provoquèrent une fuite de capitaux nationaux. C'était là l'élément vraiment nouveau de la situation, car les nouveaux retraits de fonds pour compte étranger ne faisaient que répéter les mouvements irréguliers qui n'avaient cessé de se poursuivre pendant les trois années précédentes, ainsi qu'en témoignent les chiffres suivants relatifs aux engagements américains à court terme envers l'étranger :

Montants de fin d'année	1930	1931	1932	1933
	Millions de dollars			
Dépôts	1.640	1.025	715	389
Avances et excédents de crédit . .	36	26	30	20
Prêts à court terme et placements .	1.046	394	115	63
Crédits d'acceptation	15	20	10	15
Total	2.737	1.465	870	487

2) En avril 1933, la suspension de l'étalon-or aux Etats-Unis, suivie en juin par le conflit d'opinions qui éclata à la Conférence de Londres, provoqua des pertes d'or dans les différents pays encore rattachés à l'étalon-or et qui ne prirent fin qu'au moment de la formation du « bloc-or ». La Banque Nationale Suisse a fait connaître qu'elle a payé en quelques mois 759 millions de francs en or ou en monnaies à l'étalon-or. Les retraits effectués sur le marché hollandais se sont élevés à environ 400 millions de francs suisses; tandis que la Banque de France, après avoir perdu de l'or pour 500 millions de francs suisses pendant le premier trimestre de 1933, a bénéficié d'une légère augmentation nette, au cours des mois suivants. Les cours du florin et du franc suisse à Paris, à cette époque, semblent avoir été influencés indirectement, dans une certaine mesure, par les opérations du Fonds britannique d'Egalisation des Changes; celui-ci opérait exclusivement alors en francs français, et provoquait ainsi des offres et des demandes exceptionnelles de cette devise.

3) Le système monétaire fut particulièrement secoué en octobre et au cours des mois suivants, lorsqu'une période de tension dans la politique internationale coïncida avec la politique d'achat d'or adoptée par le Président Roosevelt, avec les difficultés budgétaires de la France et avec une faiblesse prononcée de la livre sterling due en grande partie à des conditions saisonnières. Au milieu de cette incertitude générale, les conversions de fonds d'une devise en une autre ne prirent pas une grande extension, mais des montants importants furent convertis en or, et la totalité de l'or provenant de la production, de l'Inde et de la Chine, ainsi que 670 millions de francs suisses environ prélevés sur les réserves des Banques Centrales, furent ainsi thésaurisés pendant les deux derniers mois de 1933. La même tendance prévalut en janvier 1934. Dans la seconde quinzaine de ce mois, un fait nouveau d'une importance primordiale fut constitué par la décision des Etats-Unis de limiter la dépréciation maxima du dollar à un taux compris entre 50 et 60 % de son ancienne parité et de fixer le prix de l'or à \$ 35 l'once d'or fin, sous réserve de la possibilité d'effectuer des changements ultérieurs entre ces limites.

Etant donné la faible valeur-or nouvelle du dollar, et en raison de la demande persistante de dollars sur le marché, son cours de change se maintint à un niveau tel qu'il était avantageux d'exporter de l'or d'Europe aux Etats-Unis; en fait, les expéditions des centres européens vers New-York ont été si importantes qu'il en est résulté une hausse du coût des transports et des assurances, ce qui eut pour résultat, pendant plusieurs semaines, de fixer les points d'or effectifs, en ce qui concernait l'exportation de métal aux Etats-Unis, à des taux exceptionnellement éloignés de la nouvelle parité. Les augmentations des stocks d'or des Etats-Unis ont atteint 660 millions de dollars (à 35 dollars l'once) en février et en mars 1934; plus de 90 % de ce montant ont été effectivement expédiés d'un continent à l'autre, et de tels transports constituent de nouveaux records, tant en ce qui concerne l'importance globale des mouvements d'or que le volume de chaque embarquement particulier. A la fin de

mars 1934, le stock d'or des Etats-Unis, calculé en poids (au lieu de sa valeur en dollars), avait atteint son maximum, exception faite de l'année 1931; ce stock d'or calculé en dollars, compte tenu des répercussions de la réévaluation (à 35 dollars l'once) ainsi que des récentes entrées d'or, dépassait de plus de 60 % le montant maximum de 1931, et de plus du double le chiffre le plus élevé qui ait jamais été atteint avant 1922.

Le mouvement des cours des changes, en liaison avec les demandes d'or pour exportation aux Etats-Unis, a fait monter le prix d'achat de l'or sur le marché de Londres, et des montants d'or considérables, thésaurisés par des particuliers et des sociétés, se trouvèrent alors libérés. De telles opérations, lorsqu'elles n'étaient pas effectuées sur le marché libre de l'or, se dénouaient tout naturellement par arbitrage à Paris, où la Banque de France convertissait librement les francs en or; les sorties de fonds de Suisse et de Hollande vers les Etats-Unis se firent ainsi, dans une large proportion, par l'intermédiaire de Paris. Dans le domaine technique, la Banque de France a appliqué les mesures classiques du relèvement du taux d'escompte et du resserrement du marché monétaire. A la fin de mars 1934, les pertes d'or prirent fin et la Banque de France accrut son stock d'or au cours des semaines suivantes. La politique de restriction fut d'autant plus efficace que le montant des soldes détenus pour compte étranger sur le marché français — montant qui était encore évalué à près de 9 milliards de francs français à la fin de l'été de 1933 — avait été ramené à la moitié de ce chiffre environ au début de février. Le montant des capitaux étrangers à la disposition du marché hollandais a été également considérablement réduit; d'autre part, les brusques retraits de fonds successifs de Suisse ont, bien entendu, porté, en premier lieu, sur les soldes créditeurs étrangers, particulièrement sensibles à la conjoncture générale.

Les changements intervenus dans les réserves des Banques Centrales, au cours de la période de 15 mois qui s'étend du 1^{er} janvier 1933 au 31 mars 1934, illustrent d'une manière remarquable les résultats des extraordinaires épisodes monétaires aux Etats-Unis.

Le tableau suivant, page 31, comporte trois groupes de pays: ceux dans lesquels les réserves d'or ont diminué pendant cette période (Groupe 1), ceux dans lesquels l'importance des réserves n'a subi aucun changement (Groupe 2) et ceux dans lesquels il y a eu une augmentation des réserves (Groupe 3).

Réserves d'or des Banques Centrales et des Gouvernements	1er janvier 1933	31 mars 1934	Perte (—) Gain (+)
	Millions de francs suisses		
Groupe 1:			
France	16.857	15.150	—1.707
Suisse	2.471	1.746	— 725
Allemagne	1.083	383	— 700
Pays-Bas	2.151	1.638	— 513
Australie	214	13	— 201
Siam	144	0	— 144
Argentine	1.285	1.235	— 50
Canada	710	668 ⁽¹⁾	— 42
Hongrie	88	71	— 17
Norvège	200	187	— 13
Pologne	292	280	— 12
Egypte	171	168	— 3
Total	25.666	21.539	—4.127
Groupe 2:			
Danemark	185	185	0
Yougoslavie	161	161	0
Inde	840	840	0
Japon	1.098	1.098	0
Philippines	16 *	16 *	0
Détroits	10	10 *	0
Algérie	43	43 *	0
Congo Belge	9	9 *	0
Equateur	15	15 ⁽²⁾	0
Pérou	57	57 ⁽²⁾	0
Vénézuéla	77	77 *	0
Autres pays de l'Amérique Centrale	45 *	45 *	0
Nouvelle-Zélande	110	110 *	0
Total	2.666	2.666	0
Groupe 3:			
Bulgarie	57	58	+ 1
Albanie	5	7	+ 2
Finlande	40	42	+ 2
Maroc	20	22 ⁽³⁾	+ 2
Lithuanie	25	28	+ 3
Espagne	2.259	2.262	+ 3
Esthonie	21	28	+ 7
Danzig	22	30	+ 8
Lettonie	36	44	+ 8
Chili	53	62 ⁽¹⁾	+ 9
Turquie	51	62	+ 11
Colombie	62	74 ⁽¹⁾	+ 12
Uruguay	250	263 ⁽²⁾	+ 13
Roumanie	295	310	+ 15
Indes Néerlandaises	216	234	+ 18
Autriche	109	138	+ 29
Belgique	1.871	1.945	+ 74
Portugal	124	199	+ 75
Tchécoslovaquie	262	341	+ 79
Grèce	40	122	+ 82
Mexique	21	104 ⁽²⁾	+ 83
U. R. S. S.	1.906 ⁽⁴⁾	2.079 ⁽⁵⁾	+ 173
Suède	286	519	+ 233
Afrique du Sud	201	450	+ 249
Italie	1.593	1.875	+ 282
Royaume-Uni	3.021	4.819	+ 1.798
Etats-Unis	20.964	23.555	+ 2.591
Total	33.810	39.672	+ 5.862
Grand Total	62.142	63.877	+ 1.735

* Chiffres provisoires. ¹⁾ Février 1934. ²⁾ Décembre 1933. ³⁾ Janvier 1934. ⁴⁾ Août 1932. ⁵⁾ Juin 1933.

L'accroissement des stocks-or qui s'est produit dans certains pays a été déterminé par diverses causes:

1) Certaines Banques Centrales ont continué à convertir en or les devises détenues par elles. Ainsi, par exemple, s'explique, en grande partie, l'augmentation des avoirs-or des Banques Nationales d'Autriche et de Tchécoslovaquie, de la Banque de Grèce, de la Banque d'Italie et de la Banque de Portugal.

2) Un petit nombre de pays ont pu augmenter leurs avoirs d'or et de devises par suite d'un excédent de leurs balances des paiements.

3) Les réserves de la Banque d'Angleterre ont été accrues de 70 millions de livres sterling en or, augmentation due principalement à des remboursements de capitaux à Londres et à un afflux très net de capitaux étrangers, la balance des paiements courants de la Grande-Bretagne ne laissant pas apparaître de solde bénéficiaire.

4) Dans un assez grand nombre de pays, les capitaux primitivement placés à l'étranger ont été rapatriés, tant par les particuliers que par les établissements dont les engagements sont en monnaie nationale — les compagnies d'assurance par exemple — et qui par conséquent, en période de surprises monétaires possibles, tendent à ramener leurs actifs dans leur monnaie.

5) L'augmentation des stocks d'or aux États-Unis est due à la récupération d'or sur le public et aux entrées d'or qui ont suivi la dévaluation du dollar, à la fin de janvier 1934.

Pendant la période de 15 mois qui s'est terminée à la fin de mars 1934, les importations nettes d'or en Grande-Bretagne ont été, d'après les statistiques des Douanes, d'environ 4.500 millions de francs suisses, alors que l'augmentation des avoirs de la Banque d'Angleterre s'élevait seulement à 1.750 millions de francs suisses environ; cette différence peut provenir, dans une faible mesure, de l'augmentation des avoirs du fonds d'Egalisation des Changes, mais elle semble surtout due à la thésaurisation privée. En fait, sur les 7 milliards de francs suisses — chiffre auquel on évalue le montant total de l'or thésaurisé —, il semblerait que peut-être un tiers de ce montant se trouvât détenu en Angleterre, en règle générale pour le compte de personnes qui n'y résident pas habituellement.

Un examen des statistiques relatives aux importations et aux exportations d'or des dernières années montre qu'entre deux centres donnés, l'or a été souvent expédié dans un sens, puis ramené dans l'autre, suivant le mouvement des capitaux liquides. L'importance de ces coûteuses expéditions a déjà été réduite, jusqu'à un certain point, par le fait que certaines Banques Centrales laissent sur place l'or qu'elles acquièrent temporairement en le faisant mettre sous dossier à leur nom (ou par l'intermédiaire de la Banque des Règlements Internationaux). La Banque détient ainsi d'importantes quantités d'or en garde sous son nom pour le compte de Banques Centrales. D'autre part, un système de comptes de dépôts d'or a commencé à être appliqué pendant

l'année (ainsi qu'il sera expliqué plus loin, d'une manière plus détaillée, lorsque sera traitée la question des « Dépôts »); 28 millions de francs suisses avaient été déposés en or, de cette manière, au 31 mars 1934.

Aux termes de l'article 24 de ses statuts, la Banque peut conclure avec les Banques Centrales des accords spéciaux pour faciliter entre elles le règlement des transactions internationales; il est expressément déclaré qu'à cette fin, elle peut accepter de détenir, pour le compte de Banques Centrales, de l'or sous dossier transférable sur leur ordre et ouvrir des comptes permettant aux Banques Centrales de transférer leurs avoirs d'une monnaie à une autre. Seule, l'expérience montrera si un tel système de dépôts d'or peut commencer à donner une solution pratique à ces problèmes difficiles. A cet égard, il serait bon que des amendements fussent apportés aux statuts des Banques Centrales, lorsque de tels amendements sont nécessaires, pour qu'elles puissent partout être autorisées à compter leurs dépôts d'or à la Banque des Règlements Internationaux comme une partie de leur réserve-or de couverture, même dans le cas où leurs statuts ne les autorisent pas à faire figurer des devises étrangères dans cette couverture.

IV. LE VOLUME DE L'ENDETTEMENT INTERNATIONAL A COURT TERME ET LA TENDANCE DES TAUX D'INTÉRÊT.

a) ENDETTEMENT INTERNATIONAL A COURT TERME.

Lorsque les marchés européens durent, l'un après l'autre, faire face à de massifs retraits de capitaux à court terme, au cours de la crise de liquidité de 1931, les dangers de l'existence d'une surabondance de prêts internationaux à court terme se révélèrent dans toute leur évidence. Il apparut alors que des mesures auraient certainement été prises en vue de modérer l'endettement, en progression constante, des différents marchés, si l'accroissement prodigieux de tels engagements avait été connu à temps. Depuis 1931, les Banques Centrales et d'autres autorités ont régulièrement concentré les informations relatives aux avoirs et aux engagements à court terme de leur marché et, quoique la documentation ainsi recueillie n'ait pas pu être vérifiée en totalité, la situation, dans ses grandes lignes, est beaucoup mieux connue aujourd'hui.

Dans le second Rapport Annuel, le montant brut des dettes internationales à court terme, existant au début de 1931, était évalué au total à plus de 50 milliards de francs suisses. Sur la base des statistiques actuellement disponibles, il est désormais possible d'indiquer que cette estimation était inférieure à la réalité si l'on totalisait les montants bruts des engagements des différents pays et si l'on ne faisait pas entrer en ligne de compte les compensations d'avoirs étrangers — compensations qui interviennent entre sociétés affiliées, par exemple, ou qui résultent du placement sur un marché étranger des mêmes fonds qu'un marché donné a empruntés lui-même à l'étranger. Les montants rectifiés sont indiqués dans le tableau ci-dessous, dont les chiffres comprennent les crédits financiers et les dépôts en banque ainsi que les créances commerciales ordinaires. Il convient, cependant, de remarquer que ces statistiques ne portent que sur les engagements des pays européens et des États-Unis d'Amérique.

en fin d'année	milliards de francs suisses
1930	70
1931	45
1932	39
1933	32

Les chiffres précédents n'indiquent que d'une façon assez approximative les principaux mouvements qui se sont produits. On peut constater que l'endettement total, calculé en valeur-or, est à l'heure actuelle nettement inférieur à la moitié de

ce qu'il était en 1930 et que cette réduction, à concurrence des deux tiers, s'est produite dans le courant de 1931. Sur le reliquat de 32 milliards de francs suisses à la fin de 1933, on estime qu'environ 11 milliards et demi sont bloqués par suite des restrictions de devises, des accords de prorogation (Standstill) et autres mesures similaires.

Indépendamment des pertes encourues du fait d'insolvabilités, les différentes modalités appliquées pour réduire le volume de ces engagements internationaux à court terme sont les suivantes:

a) *Utilisation des réserves monétaires d'or et de devises.*

Presque tous les pays ont dû, à un moment ou à un autre, utiliser une partie de leurs réserves monétaires pour faire face à des retraits et à des remboursements de capitaux. Pendant la seconde quinzaine de juillet 1931, les réserves d'or de la Banque d'Angleterre avaient diminué de 30 millions de livres sterling. A la fin de mars 1931, les réserves d'or et de devises de la Reichsbank s'élevaient à 2.511 millions de reichsmarks, tandis que, trois ans après, elles n'atteignaient plus que 245 millions de reichsmarks. Les États-Unis, qui avaient acheté de l'or en 1931, ont dû en vendre, d'abord au printemps de 1932, puis au cours de 1933, pour faire face à des retraits de capitaux étrangers. Pendant les années 1931 et 1932, les pays qui, plus tard, ont formé le « bloc-or » ont pu, pour diverses raisons, accroître leurs réserves-or (en partie par des conversions de devises en or), mais lorsque les crises de méfiance sévirent à intervalles répétés dans l'Europe entière et lorsque la tendance à la thésaurisation se fit effectivement sentir, ces pays se trouvèrent exposés à des retraits de fonds et à des pertes d'or.

b) *Utilisation d'autres avoirs en capital.*

L'or et les devises détenus par les banques commerciales et les autres établissements de crédit ont été utilisés, en cas d'urgence, pour faire face à des retraits de fonds; dans certains cas, les autorités monétaires ont exigé que les institutions privées fissent usage en première ligne des avoirs en leur possession avant de faire appel aux réserves de la Banque Centrale. Par suite de remboursements en capital provenant de sources diverses, le marché de Londres a pu liquider une grande partie de ses engagements à court terme et notamment de ceux qui avaient été contractés sur les marchés européens. Les rachats de valeurs mobilières aux États-Unis par l'Europe ont, dans une très large mesure, servi à réduire le volume des engagements envers l'étranger du marché américain.

c) *Utilisation de l'excédent des postes courants (ou rentrées annuelles) de la balance des comptes.*

En 1931, la balance commerciale de l'Allemagne s'est soldée par un excédent d'exportations de 2.872 millions de reichsmarks qui a pu être employé au service et à la réduction de la dette. Après la disparition de cet excédent d'exportations,

des mesures spéciales ont été prises pour que les paiements puissent être effectués au moyen d'exportations dites supplémentaires et de dépenses de touristes. Dans une certaine mesure, cette procédure a été également suivie en Autriche et en Hongrie.

d) Consolidation.

Des accords ont été directement conclus avec les créanciers. Cette procédure a été suivie dans l'accord relatif aux engagements de la Credit-Anstalt autrichienne, dans différents accords relatifs aux soldes bloqués en Argentine et dans l'accord relatif au crédit consenti à la Banque Nationale de Hongrie par des Banques Centrales. Une consolidation a été également obtenue grâce à la souscription, par des prêteurs nouveaux, à des emprunts dont le produit a servi au remboursement des crédits à court terme (l'emprunt international autrichien, émis en août 1933, par exemple). La possibilité prévue dans les accords de prorogation (Standstill) conclus avec l'Allemagne, permettant l'utilisation de marks bloqués pour effectuer certains placements à long terme, constitue une autre modalité de consolidation.

e) Dépréciation des monnaies dans lesquelles les dettes étaient libellées.

Comme la Grande-Bretagne et les États-Unis sont les plus grandes nations créancières du monde, la dépréciation de la livre sterling et du dollar a eu l'effet immédiat d'opérer la réduction comptable de la valeur-or de l'endettement international.

* * *

Londres est la seule place ayant accru, en 1933, d'une façon notable, ses engagements extérieurs (certaines augmentations se sont, il est vrai, produites dans d'autres pays du Groupe sterling). Par contre, sur les autres places, la liquidation progressive des engagements extérieurs à court terme s'est poursuivie avec la même rapidité. L'augmentation qui s'est produite sur la place de Londres a été principalement due au fait que les Banques d'Emission faisant partie du Groupe sterling ont compris, dans leur réserve monétaire, une proportion plus grande de livres sterling. A la fin de 1929 et de 1930, l'Afrique du Sud, l'Australie, l'Inde, l'Égypte et les quatre pays Scandinaves détenaient, comme première couverture ou parmi leurs réserves supplémentaires, des devises pour un montant équivalant à environ 100—110 millions de livres sterling; mais à la fin de 1931, ce montant se trouvait ramené à 50 millions de livres (dont environ la moitié appartenait à l'Inde); le total, atteignant déjà 75 millions de livres à la fin de 1932, s'établit à la fin de 1933 à 120 millions de livres, chiffre global qui, exprimé en livres sterling, est plus élevé que celui d'avant la dépression.

Les avoirs étrangers à court terme détenus à Londres semblent être aujourd'hui, s'ils sont convertis en livres sterling, d'un ordre de grandeur voisin de celui de 1930; établis sur la base de l'or, ils ne s'élèveraient plus qu'aux deux tiers environ du total de 1930.

Aux Etats-Unis, le volume de l'endettement extérieur à court terme a été réduit au cours de l'année d'environ 2 milliards de francs suisses; à la fin de 1933, la valeur en dollars du total des engagements ne représentait guère plus que le cinquième ou le sixième de celle de 1930. Du côté des pays du « bloc-or », des retraits massifs ont été effectués à diverses reprises dans le courant de l'année au détriment de la France, de la Hollande et de la Suisse, mais le solde net retiré de ces trois marchés semble avoir été inférieur à 1 milliard et demi de francs suisses. Du côté des pays débiteurs, les engagements à court terme de l'Allemagne ont diminué, en 1933, d'environ 3 milliards de francs suisses (en partie grâce à la dépréciation des monnaies) et ils sont actuellement réduits de plus de la moitié par rapport à 1930.

Pour l'Autriche, les statistiques indiquent que la réduction a été d'environ 700 millions de francs suisses, dont 400 millions grâce à la consolidation résultant de l'accord au sujet de la Credit-Anstalt, 200 millions remboursés avec le produit de l'Emprunt International de 1933 et une autre réduction comptable due à la dépréciation du dollar. En fait, l'endettement extérieur à court terme de ce pays a été réduit à un montant si minime qu'il a été possible de libérer presque complètement le marché des changes des restrictions en vigueur depuis octobre 1931. Dans d'autres Etats de l'Europe centrale et orientale, certains progrès vers la liquidation des crédits gelés ont été réalisés. En Hongrie, le remboursement partiel et la consolidation du solde des crédits consentis en 1931 par la Banque des Règlements Internationaux et plusieurs Banques Centrales ont diminué d'autant l'endettement à court terme. L'emploi plus fréquent des soldes bloqués, spécialement utilisés à des paiements d'exportations additionnelles, semble avoir permis la liquidation des engagements courants, de sorte que ces soldes bloqués n'ont pas augmenté au cours de l'année. Une réduction — portant, semble-t-il, presque sur la moitié — des engagements extérieurs à court terme de l'U.R.S.S. a été réalisée en 1933. Les informations de Finlande, de Grèce et du Portugal, signalent une nouvelle amélioration de la balance des engagements à court terme de ces pays. Ce lent effort de liquidation s'est poursuivi non seulement en Europe, mais également dans d'autres parties du monde. Les accords qui ont permis la libération des avoirs étrangers à court terme gelés en Argentine et au Brésil ont été, particulièrement remarquables.

Dans l'ensemble, ces résultats, difficiles souvent à discerner à première vue, mais nettement favorables, ont été obtenus grâce aux efforts des pays débiteurs se pré-occupant de résoudre eux-mêmes leurs problèmes propres; ce n'est que dans des cas exceptionnels, celui de l'Autriche et de l'Argentine par exemple, que de nouveaux emprunts ou l'octroi de crédits ont concouru au même but. Cependant, étant donné l'amélioration persistante de la situation de plusieurs Etats, ayant normalement besoin de capitaux étrangers, la voie semble ouverte à une reprise graduelle des opérations financières internationales, contribuant à rétablir les courants commerciaux et facilitant la conclusion d'accords de liquidation pour les engagements financiers encore en souffrance.

b) TENDANCE DES TAUX D'INTÉRÊT.

L'importance du mouvement de baisse des taux d'intérêt, tant à long terme qu'à court terme, constituait l'un des traits marquants de l'année 1932; cette même tendance caractérise encore l'année passée en revue dans ce Rapport, quoique la baisse ne se soit pas manifestée de façon aussi uniforme.

Dans nombre de pays, les taux d'escompte officiels ont atteint le niveau le plus bas qui ait été enregistré dans les annales de la Banque Centrale (comme c'est le cas en Italie, en Suède, en Suisse et aux Etats-Unis), ou ramenés au niveau le plus bas qui ait été atteint antérieurement (comme en Angleterre, au Danemark et en Norvège). De plus, certaines Banques Centrales ont saisi cette occasion pour ramener les taux d'intérêt applicables aux avances et aux autres formes de prêts à un niveau plus voisin de celui du taux d'escompte. La Banque Nationale Suisse, par exemple, a ramené de 3 à $2\frac{1}{2}$ % le taux d'intérêt pour les avances sur titres, alors qu'elle maintenait sans changement son taux d'escompte à 2 %. La Banque a expliqué, dans son Rapport Annuel de 1933, qu'elle estimait pouvoir ainsi faciliter l'obtention de crédits à court terme à de meilleures conditions, les avances sur titres étant faites à des particuliers et à des sociétés qui ne possèdent pas d'effets commerciaux et ne sont pas à même par conséquent de bénéficier des facilités d'escompte.

Ce n'est que dans les pays créanciers que des élévations de taux d'escompte se sont produites, au cours de l'année, par application des procédés de défense classique employés par les Banques Centrales pour protéger leurs marchés au moment des gros retraits de fonds. C'est ainsi que le taux d'escompte fut porté à New-York de $2\frac{1}{2}$ à $3\frac{1}{2}$ %, le 3 mars 1933, lors des considérables sorties de capitaux qui intervinrent au plein de la crise bancaire; mais il fut progressivement ramené à 2 % avant la fin de l'année et réduit, le 2 février 1934, au taux exceptionnel de $1\frac{1}{2}$ %, qui est le plus bas qui ait jamais été appliqué par une Banque Centrale. En Hollande, deux hausses, en mai et juin 1933, ont reflété la pression exercée sur le florin avant la formation du « bloc-or » à la Conférence de Londres; mais vers la fin de l'année, le taux de l'escompte était ramené au niveau antérieur de $2\frac{1}{2}$ %. En France, le taux de $2\frac{1}{2}$ %, appliqué en octobre 1931, fut maintenu sans changement jusqu'au 9 février 1934 et il fut porté à cette date à 3 %.

Les taux d'intérêt accordés sur les marchés libres par les banques commerciales et les autres institutions financières ont, dans bien des cas, baissé plus rapidement encore que les taux d'escompte officiels. A Londres, le taux d'intérêt des Bons du Trésor a été ramené légèrement au-dessous de $\frac{1}{4}$ %, le 22 septembre 1933; il se releva au-dessus de 1 % vers la fin de l'année et se maintint entre $\frac{3}{4}$ et 1 % durant le premier trimestre de 1934. A New-York, les considérables surplus de réserves dont disposaient les Banques membres du Federal Reserve System exercèrent une très forte pression sur les taux d'intérêt des engagements à court terme, et il en résulta que le taux des

acceptations bancaires de premier ordre à 90 jours descendit jusqu'à $\frac{1}{4}\%$, en septembre et en octobre 1933. De pareils taux soulignent l'impossibilité pratique de trouver des placements à court terme et mettent en évidence la situation anormale du marché.

En ce qui concerne les taux d'intérêt à long terme, on a vu se développer le mouvement vers un ajustement à un niveau plus bas, qui avait été déclenché, en juillet 1932, par l'importante conversion du British War Loan. En Grande-Bretagne, de nouvelles opérations de conversions furent entreprises par le Gouvernement, par des autorités locales, et par un grand nombre de sociétés privées. En outre, les Gouvernements de l'Afrique du Sud, de l'Australie, du Canada, de l'Inde et de la Nouvelle-Zélande purent procéder à des conversions de leurs emprunts et ne plus servir qu'un faible taux d'intérêt en remplacement de taux antérieurs relativement élevés. Le cas de l'Australie est caractéristique: d'octobre 1932 à février 1934, il y eut sept conversions de Commonwealth and State Government Loans, qui portèrent sur un montant en capital de 110 millions de livres sterling et ramenèrent les taux d'intérêt de 4 ou de 6% à $3\frac{1}{2}\%$ ou 4%.

Indépendamment des trois vastes opérations de conversion effectuées depuis l'époque du dernier Rapport Annuel, le plan relatif, en Allemagne, aux dettes des municipalités et des associations municipales, annoncé en septembre 1933, a porté sur des dettes non consolidées s'élevant au total à près de 3 milliards de reichsmarks. Les sommes non remboursées étaient principalement dues à des caisses d'épargne, et l'énorme volume de cet endettement local nuisait gravement à la liquidité de ces établissements. Le plan d'ensemble, établi en vue de la réorganisation des finances municipales, prévoyait que les organismes locaux, incapables de faire face à leurs engagements, devaient offrir à leurs créanciers un emprunt de conversion à long terme garanti par l'Etat, portant intérêt à $4\frac{1}{2}\%$, et pour lequel un fonds d'amortissement de 3% était prévu; cet emprunt était émis par une « Association de Conversion » à laquelle durent adhérer toutes les municipalités dont les finances étaient en difficultés. Le 12 octobre 1933, le Gouvernement des Etats-Unis décida de rembourser, le 15 avril 1934, 1.875 millions de dollars du Liberty Loan $4\frac{1}{4}\%$, sur un montant total de 6.268 millions de dollars; à la même époque, le Trésor offrit pour un montant de 500 millions de dollars, à 101 $\frac{1}{2}$ comptant, ses nouveaux bons de 10 à 12 ans à $3\frac{1}{4}\%$, ainsi que l'échange au pair d'un montant illimité de bons $3\frac{1}{4}\%$ contre toutes obligations $4\frac{1}{4}\%$ du Liberty Loan, comprises ou non dans la tranche appelée au remboursement.

Ce fut la conversion italienne, effectuée en février 1934, qui porta sur le montant le plus considérable; en une seule fois, 61.400 millions de liras, en titres consolidés 5%, furent convertis à $3\frac{1}{2}\%$, la réduction du taux de l'intérêt devant entrer en vigueur le 1^{er} janvier 1937, et les titres en question étant remboursables à la même date. En dehors de ces opérations exceptionnelles, des conversions relative-

ment importantes ont été effectuées également en Autriche, en Belgique, au Danemark, en Egypte, en Finlande, au Japon, en Suède et en Suisse.

Afin de faciliter l'ajustement des taux d'intérêt à de plus bas niveaux d'équilibre, certains pays ont pris des dispositions d'ordre législatif, ou de caractère officiel:

La nouvelle Loi bancaire des Etats-Unis, entrée en vigueur le 16 juin 1933, contient un article interdisant aux Banques membres du Federal Reserve System, de payer des intérêts sur les dépôts à vue, exception faite seulement dans le cas des dépôts des caisses d'épargne et de certaines institutions analogues. En outre, le code bancaire de franche concurrence d'octobre 1933 stipule que les ordonnances et règlements établis par les associations des chambres de compensation doivent contenir une disposition analogue s'appliquant à tous leurs membres.

En Tchécoslovaquie, une Ordonnance du Gouvernement, en date du 29 mai 1933, a fixé les taux d'intérêt maxima qui seraient applicables aux diverses catégories de débiteurs et de créanciers, selon la nature de leurs dettes et créances, compte tenu de certaines divisions géographiques du pays. Cette ordonnance, qui ne concerne pas seulement les banques, mais tous les autres créanciers et débiteurs, prévoit entre autres que le taux d'intérêt pour prêts et avances, appliqué par les banques, les compagnies d'assurance et les autres institutions analogues, devra suivre les variations du taux d'escompte de la Banque Nationale.

En Allemagne, la Reichsbank, en vertu des pouvoirs plus étendus qui lui ont été accordés en octobre 1933, a acheté certaines valeurs sur le marché, d'un montant de 350 millions de reichsmarks environ, pour abaisser les taux d'intérêt et préparer des opérations de conversion. Le taux d'intérêt pour les emprunts à long terme en Allemagne, qui s'était élevé jusqu'à $9\frac{1}{2}\%$ pendant le premier trimestre de 1932 pour les valeurs à revenu fixe, a été ramené aux environs de $6\frac{1}{2}\%$ à la fin de 1933. La modification de la loi sur la Reichsbank n'a constitué qu'un seul des nombreux changements légaux importants qui ont affecté les Banques Centrales au cours de l'année.

V. FAITS NOUVEAUX DE L'ANNÉE CONCERNANT LES BANQUES CENTRALES.

A sa séance du 5 juin 1933, le Conseil d'Administration de la Banque des Règlements Internationaux, reconnaissant l'importance de l'existence d'une Banque Centrale comme gardienne de la politique monétaire et de crédit, dans les pays qui ont atteint un certain développement économique, a pris la décision suivante :

« Le Conseil d'Administration de la Banque des Règlements Internationaux, en examinant la question des principes à observer pour le fonctionnement de l'étalon-or, a également envisagé la nature de l'organisme par l'intermédiaire duquel ces principes pourraient être appliqués le plus efficacement, aussi bien sur les marchés nationaux que dans le domaine international. Le Conseil estime qu'il est de la plus grande importance, afin d'assurer à un étalon-or international le mécanisme nécessaire à son bon fonctionnement, que des Banques Centrales indépendantes, jouissant des pouvoirs et de la liberté indispensables pour poursuivre une politique monétaire adaptée aux circonstances, existent dans tous les pays. »

Le Président de la Banque des Règlements Internationaux, représentant la Banque à la Conférence de Londres, a proposé la résolution suivante qui a été votée à l'unanimité :

« La Conférence considère qu'il est essentiel, afin de doter un étalon-or international du mécanisme nécessaire à son fonctionnement satisfaisant, que des Banques Centrales indépendantes, jouissant des pouvoirs et de la liberté indispensables pour pratiquer, en matière de monnaie et de crédit, une politique appropriée, soient créées dans les pays ayant acquis un certain développement, qui ne possèdent pas actuellement une institution bancaire centrale adéquate. »

Le texte ci-dessus a été fréquemment cité dans la presse et dans les Parlements des pays qui envisagent la création d'une Banque Centrale. L'un des arguments invoqués partout en faveur de cette création est la nécessité, sous un régime d'étalon monétaire international ou même simplement national, d'établir un contact étroit et permanent entre un tel organisme, les autres Banques Centrales et la Banque des Règlements Internationaux.

En Nouvelle-Zélande, à la suite des recommandations contenues dans le Rapport Niemeyer de juillet 1931, une loi prévoyant la création d'une Banque Centrale indépendante a été votée en novembre 1933, et le premier Gouverneur nommé en janvier 1934.

Au Canada, une enquête approfondie sur le système bancaire du pays a été conduite par une commission royale présidée par Lord Macmillan; cette commission, dont faisaient partie Sir Charles Addis, ancien Vice-Président du Conseil de la Banque des Règlements Internationaux, et trois membres canadiens, a publié son Rapport en novembre 1933, et sa majorité a recommandé instamment la création immédiate d'une Banque Centrale. Le Gouvernement canadien a décidé d'adopter cet avis et il a déposé à cet effet, devant le Parlement, un projet de loi qui est actuellement à l'étude.

Lors de la Troisième Conférence de la Table Ronde, un Comité composé d'experts hindous et d'experts britanniques a reçu la mission de présenter un rapport sur la question de la création d'une Banque de Réserve pour l'Inde. Le rapport de ce Comité contient une recommandation générale en vue de l'établissement d'une Banque Centrale et propose au texte de la loi de 1928 sur la Banque de Réserve une série d'amendements, rendus en partie nécessaires par la suspension de l'étalon-or aux Indes. Un projet de loi rectificatif a été voté par l'Assemblée législative hindoue et a été récemment approuvé par le Conseil d'Etat.

L'organisation d'une Banque Centrale nécessite, dans ces trois pays, la création d'une institution entièrement nouvelle. Ailleurs, une méthode différente a été suivie. En Australie, notamment, la Commonwealth Bank, fondée en 1911, était au début une banque commerciale qui, quoique appartenant à l'Etat, effectuait les diverses catégories d'opérations d'une banque commerciale ordinaire. Elle a progressivement joué de plus en plus le rôle de Banque Centrale et elle a su prendre une certaine influence sur les autres établissements de crédit du pays. Il est en outre intéressant de mentionner que de nouveaux établissements bancaires, jouissant du privilège d'émission des billets, ont été, pendant l'année, organisés en Afghanistan et en Arabie.

Par exception à la règle générale interdisant aux Banques Centrales de posséder des actions, les Statuts adoptés en Nouvelle-Zélande et dans l'Inde, et ceux qui ont été soumis au Parlement du Canada, autorisent les Banques Centrales à détenir des actions de la Banque des Règlements Internationaux. Ces statuts permettent, en outre, l'inclusion, dans la couverture légale, des avoirs en devises déposés à la Banque des Règlements Internationaux.

Au cours de l'année, des mesures législatives ont été prises dans plusieurs pays, affectant profondément les caractères permanents du système monétaire; on peut citer notamment, à cet égard, les changements radicaux apportés à la législation monétaire des Etats-Unis.

L'étalon-or a été suspendu aux Etats-Unis par une ordonnance d'exécution du Président, en date du 20 avril 1933; les exportations d'or étant interdites, à l'exception toutefois de l'or placé sous dossier, avant cette date, pour le compte de la

Banque des Règlements Internationaux ou pour celui de Banques Centrales. Au cours des mois suivants, le système monétaire fut modifié par plusieurs lois successives. La Section 43 de l'«Agricultural Relief Act» du 12 mai autorisa, dans certaines circonstances, l'intervention des Banques de Réserve Fédérale sur le marché par achats de titres jusqu'à un montant global maximum de 3 milliards de dollars ne comprenant pas la valeur des titres déjà en leur possession, et elle donna, en outre, pouvoir au Président de dévaluer le Dollar à un niveau ne devant pas être inférieur à 50 % de son ancienne valeur. La loi sur la Banque, de juin 1933, suivie par le Code des banques en octobre, précisa les diverses fonctions des organisations bancaires; un nouveau règlement relatif aux interventions sur le marché et aux relations des Banques de Réserve Fédérale avec les banquiers et les banques étrangères fut émis au mois d'août par le Federal Reserve Board; enfin, en août et en octobre, des ordonnances d'exécution concernant les ventes, les exportations d'or, et d'autres matières de même nature laissaient déjà entrevoir la série de mesures qui ont, pendant la seconde quinzaine de janvier 1934, rattaché le dollar à l'or et introduit plusieurs éléments nettement nouveaux dans l'organisation financière des Etats-Unis.

En vue d'établir les limites entre lesquelles s'effectuera la stabilisation future, le «Gold Reserve Act», entré en vigueur le 31 janvier 1934, indique que le poids d'or du dollar sera fixé au maximum à 60 % et au minimum à 50 % de son ancienne parité; le Président, en vertu de ses pouvoirs, a décidé de le fixer temporairement à 59,06 %, ce qui porte à 35 dollars le prix d'achat de l'once d'or fin, tout en se réservant le droit de modifier ce taux sans toutefois dépasser la limite de dépréciation de 50 %.

Les réserves d'or de l'ensemble des Banques de Réserve Fédérale devinrent la propriété du Trésor des Etats-Unis, et ces Banques reçurent en paiement de nouveaux certificats-or d'un montant nominal correspondant. Les dispositions relatives à la couverture ne furent pas modifiées et les réserves requises (en certificats-or) restèrent fixées à 35 % pour les dépôts et à 40 % pour les billets effectivement en circulation. Les bénéfices comptables de 2.800 millions de dollars, qui résultèrent de la revalorisation de ces réserves d'or, furent mis à la disposition de la Trésorerie, augmentant ainsi ses disponibilités-espèces. Sur ce chiffre, deux milliards ont été réservés pour permettre à un fonds de stabilisation de procéder à des achats et à des ventes d'or et de devises, ainsi qu'à des achats d'obligations émises par l'Etat. Le fonds a été constitué pour une période de deux ans à dater du 31 janvier 1934, mais le Président a obtenu des pouvoirs lui permettant de prolonger, par décret, cette période d'une nouvelle année, si, à son avis, les circonstances l'exigeaient.

Il ne sera plus dorénavant frappé de pièces d'or, et tout l'or sera retiré de la circulation. Une caractéristique essentielle du nouveau système consiste dans la suspension de la convertibilité des billets de banque, mais, pour soutenir le cours du dollar, des dispositions prévoient que les Banques de Réserve Fédérale pourront

utiliser l'or pour régler les soldes débiteurs envers l'étranger. Aux termes des règlements en vigueur, l'or ainsi destiné à l'exportation est vendu 35 dollars l'once d'or fin, lorsque le point de sortie d'or par rapport à une monnaie effectivement soumise au régime de l'étalon-or est atteint, et sous condition que cet or soit destiné à une Banque Centrale étrangère. Dans son message au Congrès, le 15 janvier 1934, le Président Roosevelt a déclaré que «tout l'or détenu aux États-Unis devenant la propriété du Gouvernement, le stock d'or tout entier servira de réserve métallique permanente et fixe; son volume variera seulement dans la mesure nécessitée par le règlement des balances internationales ou dans la mesure qui serait exigée par un accord éventuel à intervenir entre les nations pour une redistribution des réserves mondiales de l'or monétaire».

En Tchécoslovaquie, une loi du 17 février 1934 a dévalué la monnaie en réduisant de $16\frac{2}{3}\%$ le poids d'or de la couronne par rapport à son ancienne parité. L'augmentation de la valeur nominale des réserves d'or, consécutive à la modification subie par l'unité monétaire, a permis de réduire de 430 millions de couronnes tchécoslovaques la dette de l'Etat envers la Banque Nationale. En même temps, les Statuts de la Banque Nationale ont subi certaines modifications dont la plus importante prévoit la réduction du pourcentage légal de couverture: le minimum de couverture, fixé antérieurement pour l'ensemble des engagements à vue à 30% en or et en devises (dont 15% au moins en or), est ramené à 25% en or, les devises ne devant plus être, à l'avenir, utilisées que comme couverture supplémentaire pour l'émission des billets.

Dans d'autres pays également, des mesures ont été prises pour donner une plus grande élasticité à la couverture légale minimum des engagements de la Banque Centrale. Le dernier Rapport Annuel de la Banque a mentionné les amendements apportés aux Statuts de la Bank Polski et de la Banque Nationale d'Autriche. Des mesures similaires ont maintenant été prises ailleurs. En Suède, la loi du 26 juin 1933 a porté de 250 à 350 millions de couronnes suédoises la limite d'émission au delà de laquelle les billets mis en circulation doivent être couverts par de l'or à raison de 50% de leur montant. Selon ces prescriptions, le pourcentage de couverture légale s'élève à un minimum d'environ 20% lorsque la circulation des billets est de 580 millions de couronnes suédoises, niveau approximatif d'avril 1934. En Hongrie, la législation monétaire de 1924 prévoyait un relèvement graduel du minimum légal de couverture. Ce minimum devait être porté de 24 à 28% en 1934, mais les circonstances étaient telles que ce relèvement semblait pouvoir provoquer d'inutiles difficultés; il a donc été décidé de maintenir ce minimum de couverture pendant une nouvelle période de quatre ans à l'ancien pourcentage de 24%. Au Danemark, une loi du 20 mai 1933 a donné à la Banque d'émission une plus grande latitude en lui permettant d'utiliser ses réserves d'or pour faire face aux paiements extérieurs, sans l'exposer cependant aux conséquences stipulées par la clause pénale.

Dans le Troisième Rapport Annuel, nous avons parlé de la suspension par le Gouvernement allemand, en septembre 1932, pour une période de deux ans, de l'application des dispositions de l'Article 29 de la loi sur la Reichsbank, qui stipulaient que le taux d'escompte de la Banque ne pouvait être abaissé au-dessous de 5 %, tant que le pourcentage de la réserve pouvant servir de couverture aux billets en circulation resterait inférieur à 40 %; il a été rappelé également que le Conseil d'Administration de la Banque des Règlements Internationaux avait décidé de ne pas s'opposer à la modification qui lui avait été soumise par le Ministre des Finances du Reich. Aux termes des Accords de la Haye, le Conseil a le droit de s'opposer aux amendements proposés à certains des plus importants articles de la loi sur la Reichsbank en soumettant le différend à un arbitrage si les modifications visées par ces amendements paraissent au Conseil incompatibles avec le Nouveau Plan. Au mois de septembre 1933, le Conseil a reçu une nouvelle communication du Ministre des Finances du Reich, l'informant que son Gouvernement se proposait d'apporter de nouveaux amendements à la loi sur la Reichsbank; en transmettant le texte de ces amendements, le Gouvernement allemand priait le Conseil de prendre une décision aussi rapidement que possible, conformément aux termes de l'Annexe V bis de l'Accord de la Haye. Les pouvoirs et les attributions du Conseil à cet égard ont un caractère spécifiquement délimité et ne comportent pas l'obligation de porter un jugement sur les mérites ou les imperfections des amendements proposés, mais seulement celle de déclarer s'ils sont ou non compatibles avec le Nouveau Plan. Les amendements proposés ont été examinés par le Conseil lors de sa séance du mois d'octobre. Ils sont d'une nature plus vaste et plus fondamentale que la modification soumise au Conseil un an auparavant. En premier lieu, la suspension qui devait à l'origine porter sur une période de deux années seulement devient permanente. En second lieu, le Conseil Général de la Reichsbank doit être aboli et le mode d'élection du Président de la Reichsbank modifié en conséquence. En outre, et ce point présente une importance particulière, la Reichsbank obtient la faculté d'effectuer des opérations sur le marché libre et d'acheter certaines catégories de valeurs à plus long terme, énumérées dans la loi sur la Reichsbank et qui pourraient servir de couverture supplémentaire pour l'émission de billets de banque. La portée profonde des modifications en question n'a pas échappé au Conseil, qui a toutefois décidé qu'elles ne contenaient, dans les circonstances alors existantes, rien d'incompatible avec le Nouveau Plan; il a donc résolu de ne pas recourir à la procédure prévue par les Accords de La Haye. Cette opinion a été portée à la connaissance du Ministre des Finances du Reich et les amendements proposés ont été promulgués par une loi en date du 27 octobre 1933.

En dehors de ces modifications statutaires en Allemagne et dans d'autres pays, le changement le plus important, touchant les réserves monétaires des Banques Centrales pendant l'année, consiste dans la tendance qu'ont marquée ces Banques

à convertir en or leurs réserves de devises. C'est ainsi que, pendant l'année 1933, la Banque de France a ramené ses avoirs en devises de 4.200 millions à moins d'un milliard de francs; en Italie, les réserves de devises ont été ramenées de 1.300 millions à 300 millions de liras; en Hollande, la Nederlandsche Bank a définitivement liquidé ses avoirs sterling pendant l'été 1933, époque à laquelle elle a vendu au Gouvernement des Indes Néerlandaises les livres sterling détenues par elle, en même temps qu'elle lui consentait une avance en florins. La dévaluation en Tchécoslovaquie et les amendements apportés aux dispositions statutaires relatives à la couverture ont amené la conversion totale en or des réserves, et les devises précédemment comprises dans la couverture, d'un montant approximatif de 500 millions de couronnes tchécoslovaques, ont été ainsi converties en février 1934. On peut encore citer, entre autres exemples, la Reichsbank dont les situations font apparaître une réduction des avoirs en devises, tombés de 115 à 9 millions de reichsmarks pendant l'année, et la Banque Nationale d'Autriche qui a converti en or, dans les premiers jours de décembre 1933, la totalité de ses devises de couverture. En opposition toutefois avec ce mouvement, les autorités monétaires des pays du Groupe Sterling ont, à plusieurs reprises en 1933, accru leurs avoirs en devises, particulièrement leurs avoirs en livres sterling. Cette constatation s'applique non seulement aux Dominions britanniques et à l'Inde, mais également aux avoirs en devises de la Banque Nationale de Suède, qui se sont accrus de 235 millions de couronnes suédoises pendant l'année, et à ceux de la Banque de Finlande, qui se sont accrus de 580 millions de marks finlandais.

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

L'article 3 des Statuts stipule que l'un des objets de la Banque des Règlements Internationaux est « d'agir comme Mandataire (Trustee) ou comme agent en ce qui concerne les règlements financiers internationaux qui lui sont confiés en vertu d'accords passés avec les parties intéressées ».

Pendant toute la durée du quatrième exercice, la Banque a continué d'agir comme Mandataire (Trustee) ou comme agent en ce qui concerne trois emprunts internationaux et quatre règlements financiers intergouvernementaux relatifs à des paiements d'annuité.

En raison de l'interruption générale des paiements de dettes intergouvernementales, qui a persisté presque sans exception depuis le début du moratoire Hoover du 1^{er} juillet 1931 — conçu à l'origine pour être appliqué pendant une année seulement — les fonctions de Mandataire (Trustee) relatives aux règlements financiers gouvernementaux n'ont guère présenté, au cours de l'exercice envisagé, qu'un caractère de pure forme et elles n'ont entraîné que d'occasionnelles transactions portant sur des sommes relativement peu importantes.

En ce qui concerne les emprunts internationaux, par contre, l'action de la Banque a été plus active qu'elle ne l'avait jamais été dans le passé, en raison des complications grandissantes qui se sont produites pendant l'année dans le règlement des engagements internationaux, par suite des restrictions de transfert ou des moratoires, des difficultés relatives à l'interprétation et à l'application des clauses-or, ainsi que de la nécessité toujours plus dure de devoir concilier les obligations contractuelles et les possibilités économiques. Alors que l'année actuellement examinée se révèle comme une année record quant au nombre et au volume toujours croissants des manquements dans le service d'emprunts internationaux, la Banque est en mesure de faire savoir que, sous réserve de la non-observation des clauses-or y relatives, l'intérêt normal a été régulièrement payé en totalité en ce qui concerne les trois emprunts internationaux pour lesquels elle exerce les fonctions de Mandataire (Trustee) ou d'agent fiscal, et que les versements au fonds d'amortissement ont été effectués en totalité dans le cas de deux emprunts et partiellement pour le troisième emprunt. La situation de ces emprunts est résumée ci-dessous.

EMPRUNTS INTERNATIONAUX DE GOUVERNEMENTS.

1) EMPRUNT EXTÉRIEUR ALLEMAND DE 1924.

L'Emprunt Extérieur Allemand de 1924 a été émis pour mettre en vigueur le Plan contenu dans le Rapport du 9 avril 1924, établi par le premier Comité d'Experts («Comité Dawes») dans le but d'«examiner les moyens d'équilibrer le budget et les mesures à prendre en vue de stabiliser la monnaie de l'Allemagne». Lorsqu'elle a commencé ses opérations, en mai 1930, la Banque des Règlements Internationaux a été nommée Agent Fiscal des Mandataires (Trustees) de cet emprunt.

L'emprunt a été émis en octobre 1924; il était libellé en dollars, en livres sterling, en lires, en couronnes suédoises et en francs suisses, pour un montant nominal équivalant, à la parité, à 967 millions de reichsmarks environ; le montant nominal non amorti de l'emprunt, au 31 mars 1934, était équivalent à 648,7 millions de reichsmarks, sans tenir compte des dépréciations monétaires. Si l'on tient compte de la dépréciation actuelle de la livre sterling et de la couronne suédoise, qui est d'environ 40 % par rapport à leurs parités respectives, le montant nominal non amorti de l'emprunt, au 31 mars 1934, était équivalent à 502,6 millions de reichsmarks; si, comme il sera expliqué par la suite dans ce chapitre, la clause de «monnaie-or» contenue dans l'obligation définitive de la tranche américaine n'est pas exécutée, et si le dollar est également considéré comme ayant subi une dépréciation de 40 % environ par rapport à sa parité, le total du montant nominal non amorti était équivalent, à la même date, à 399,9 millions de reichsmarks. En d'autres termes, l'évaluation étant faite sur cette base, le total primitif de 967 millions de reichsmarks a été réduit de 567 millions de reichsmarks, soit de 58,6 %, bien que moins de dix années se soient écoulées depuis l'émission de cet emprunt amortissable en vingt-cinq ans. Sur cette réduction, 249 millions de reichsmarks sont imputables à une dépréciation de 40 % environ pour le dollar, la livre sterling et la couronne suédoise, et 318 millions aux opérations normales du fonds d'amortissement par voie de tirages au sort ou de rachats sur le marché au-dessous de la valeur nominale.

Le service de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924 est une obligation directe et sans réserve du Gouvernement allemand constituant une charge sur tous ses biens et revenus présents et futurs. Pour les sommes requises, une garantie collatérale est constituée sous forme d'un privilège de premier rang sur les recettes brutes provenant des douanes et des impôts sur le tabac, la bière et le sucre, ainsi que sur le produit net tiré par le Gouvernement allemand du monopole de l'alcool. En outre, et ceci est de toute première importance, le Gouvernement allemand et les organismes compétents dans la question des Réparations ont convenu que «dans le but de fournir les devises nécessaires au service de l'Emprunt, les fonds qui devront être exportés d'Allemagne à cet effet auront un droit absolu de remise, ce droit ayant la priorité sur la remise de fonds devant être versés pour l'acquittement des paiements de réparations ou

autres engagements» qui constituaient alors une charge de premier rang sur les biens et revenus du Gouvernement allemand.

Le Plan des Experts de 1924 a été annulé par le Nouveau Plan de 1930. Le Nouveau Plan a été temporairement modifié par le Protocole de Londres d'août 1931 et il sera annulé par l'Accord de Lausanne de juillet 1932, si les ratifications nécessaires sont données à cet accord. Dans l'un et l'autre de ces documents, les Gouvernements signataires ont expressément déclaré que rien ne réduit ni ne modifie les droits des porteurs d'obligations, non plus que la nature ou l'étendue des obligations et engagements antérieurs du Gouvernement allemand garantissant l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924. D'autre part, et c'est une partie essentielle des «Mesures de transition» par suite desquelles l'exécution des paiements de réparations à effectuer par l'Allemagne est réservée pendant la période intermédiaire comprise entre la date de la signature de l'Accord de Lausanne et celle de sa ratification, il est stipulé que le service des emprunts émis sur le marché ne sera pas affecté par cette réserve.

Le droit absolu de remise pour le service de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924 a été pratiquement reconnu lorsqu'il s'est agi de déterminer le mode d'application de la Loi allemande du 9 juin 1933 qui prévoyait l'ajournement des transferts relatifs à certaines obligations payables hors d'Allemagne. Les dispositions de la loi n'ont pas été appliquées à l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924, dont le service a été continué pendant toute l'année sans aucune interruption dans les monnaies respectives. Le mode d'application de cette loi ainsi que le compte rendu de la réunion des représentants des porteurs d'obligations allemandes à long terme, qui s'est tenue à ce sujet à Londres en juin 1933 et au cours de laquelle les porteurs de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924 étaient représentés par l'un des trois Mandataires (Trustees) de l'emprunt — Mr. Gates W. McGarrah —, sont indiqués plus loin à propos de l'Emprunt International 5 $\frac{1}{2}$ % 1930 du Gouvernement Allemand.

L'Obligation définitive de la tranche américaine de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924 contient une clause conventionnelle qui prévoit un paiement, pour le principal et les intérêts, «en monnaie-or des Etats-Unis d'Amérique d'un poids d'or fin fixé par la loi en vigueur au 15 octobre 1924». Aucune autre tranche de l'emprunt ne comporte de clause-or ou de clause de valeur-or. Le 10 mai 1933, le Ministre des Finances du Reich a cependant informé les Mandataires (Trustees) de l'emprunt, par l'intermédiaire de leur Agent Fiscal, que les obligations libellées en dollars et contenant une clause-or étant, d'après la position prise par le Gouvernement des Etats-Unis d'Amérique payables à leur valeur nominale en monnaie ayant cours légal sans qu'il soit tenu compte de ladite clause-or, le Gouvernement allemand avait l'intention, en ce qui concerne la tranche américaine, d'effectuer à l'avenir les paiements en monnaie ayant cours légal aux Etats-Unis sur la base du montant nominal en dollars des coupons et obligations en circulation. Les Mandataires (Trustees) de l'emprunt ont immédiatement notifié au Gouvernement allemand que la méthode de paiement pro-

posée ne leur paraissait pas correspondre à l'application stricte des termes de l'Obligation définitive de la tranche américaine et qu'ils réservaient tous les droits des porteurs.

Au cours de l'année examinée, c'est-à-dire du 1^{er} avril 1933 au 31 mars 1934, la Banque a reçu pour la tranche américaine, en sa qualité d'Agent Fiscal des Mandataires (Trustees) de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924, des montants suffisants en dollars ayant cours légal pour payer les coupons échus et pour faire face aux besoins du fonds d'amortissement respectivement à leurs montants nominaux en dollars. Sous réserve de la position prise en ce qui concerne la clause de « monnaie-or », la Banque a reçu et réparti, régulièrement et ponctuellement, la totalité des paiements mensuels requis par l'Obligation Générale. Le coût du service de cet emprunt, pour l'année prenant fin le 31 mars 1934, a été de 57,3 millions de reichsmarks; sur ce montant, la part revenant au fonds d'amortissement s'élevait à 24 millions de reichsmarks.

Un état des recettes et des paiements, certifié par les commissaires-vérificateurs pour la dernière année financière qui a pris fin pour cet emprunt le 15 octobre 1933, est joint au présent Rapport (Annexes Va et Vb). En vue de montrer la situation de l'emprunt jusqu'à la dernière date d'échéance des coupons d'intérêt, il a été également joint (Annexe VI) un relevé en cours d'exercice des recettes et des paiements pour le semestre prenant fin le 15 avril 1934. Ce relevé n'a pas été soumis aux commissaires-vérificateurs, mais la période à laquelle il se rapporte sera comprise dans l'état qui sera ultérieurement certifié par eux et qui embrassera l'année complète de l'emprunt prenant fin le 15 octobre 1934. De plus, les fonds affectés audit emprunt et déposés, au nom des Mandataires (Trustees), au 31 mars 1934, sont indiqués à l'Annexe XI.

2) EMPRUNT INTERNATIONAL 5½ % 1930 DU GOUVERNEMENT ALLEMAND.

Les Accords de La Haye de janvier 1930 étaient essentiellement caractérisés par une clause prévoyant l'émission sur les marchés internationaux d'un emprunt à long terme devant effectivement produire l'équivalent net de 300 millions de dollars; la participation du Gouvernement allemand, pour son propre compte, devait être égale à un tiers de ce montant et celle des Gouvernements créanciers intéressés aux deux autres tiers. La somme de 100 millions de dollars environ qui était attribuée au Reich devait être utilisée par la Compagnie des Chemins de fer allemands et par l'Office des Postes et Télégraphes allemands. La somme de 200 millions de dollars environ qui était attribuée aux Gouvernements créanciers (132.215.000 dollars à la France, 50.000.000 de dollars à l'Empire britannique, 13.105.000 dollars à l'Italie, 2.060.000 dollars au Japon, 1.872.000 dollars à la Yougoslavie, 748.000 dollars au Portugal) représentait une mobilisation partielle, ainsi qu'il était prévu par le Nouveau Plan de 1930, des annuités non-différables fixées par ce Plan.

L'emprunt a été émis en reichsmarks, en dollars, en belgas, en francs français, en livres sterling, en florins, en liras, en couronnes suédoises et en francs suisses, pour un montant nominal équivalant, à la parité, à 351 millions de dollars or*) environ; la différence entre le montant brut et le montant net réalisé, d'environ 302 millions de dollars or, tient au prix d'émission fixé à 90, aux commissions et aux frais divers de l'opération. Le montant nominal non amorti de l'emprunt, au 31 mars 1934, représentait l'équivalent, au pair également, de 327,8 millions de dollars or. Si, toutefois, comme il sera expliqué dans la suite de ce chapitre, la clause de valeur-or contenue dans l'Obligation Générale n'est pas exécutée, et si le dollar, la livre sterling et la couronne suédoise sont considérés comme ayant subi une dépréciation d'environ 40 % par rapport à leurs parités respectives, le montant nominal non amorti de l'emprunt, au 31 mars 1934, représente l'équivalent de 258,6 millions de dollars or.

Pour les deux tiers des fonds destinés au service qui provenaient des annuités non-différables, le Gouvernement allemand a constitué, comme garantie collatérale des annuités, une taxe spéciale payable par la Compagnie des Chemins de fer allemands; il s'est engagé, en outre, sous réserve de la charge garantissant l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924, à réserver libre de toutes charges garantissant un emprunt ou crédit, par priorité ou pari passu vis-à-vis desdites annuités, le produit des douanes, des impôts sur le tabac, de l'impôt sur la bière et de l'impôt sur l'alcool.

Le Nouveau Plan qui a été modifié par le Protocole de Londres d'août 1931 sera annulé par l'Accord de Lausanne de juillet 1932, si les ratifications nécessaires sont données à cet accord. Il était expressément déclaré dans ces documents qu'aucune de leurs dispositions ne réduira ni ne modifiera les droits des porteurs d'obligations de l'Emprunt International 5 $\frac{1}{2}$ % 1930 du Gouvernement Allemand et que le service de l'emprunt continuera à être effectué, régulièrement et ponctuellement, conformément aux dispositions de l'Obligation Générale et des autres Accords qui le garantissent. D'autre part, et c'est une partie essentielle des «Mesures de transition» en vertu desquelles l'exécution des paiements de réparations à effectuer par l'Allemagne est réservée pendant la période intermédiaire comprise entre la date de la signature de l'Accord de Lausanne et celle de sa ratification, il est stipulé que le service des emprunts émis sur le marché ne sera pas affecté par cette disposition.

Conformément aux dispositions de l'Article VI de l'Obligation Générale garantissant cet emprunt, les porteurs de titres ont le droit de recevoir à la date d'échéance, pour le principal et pour les intérêts de chaque titre, aussi exactement que possible, le montant correspondant dans la monnaie du marché d'émission à la valeur-or qu'avaient à la date de l'émission de l'emprunt les montants nominaux portés sur les titres ou coupons, ou l'équivalent de cette valeur dans la monnaie de l'un ou de l'autre des marchés étrangers sur lesquels les titres sont cotés. Ces dispositions

*) Le dollar or mentionné ci-dessus et dans d'autres passages du Rapport est le dollar américain qui, avant la récente dévaluation, était défini par la loi comme contenant 23,22 grains d'or fin.

sont entrées en vigueur et elles ont été régulièrement observées en ce qui concerne les tranches anglaise et suédoise de l'emprunt, lorsque la convertibilité en or de la livre sterling et de la couronne suédoise a été suspendue. Les coupons de ces tranches qui sont venus à échéance le 1^{er} décembre 1931, le 1^{er} juin et le 1^{er} décembre 1932 ont été payés sur la base de leur valeur-or. Toutefois, le 10 mai 1933, la convertibilité en or du dollar des Etats-Unis ayant été à son tour suspendue—et étant donné les décisions de certains tribunaux anglais, d'après lesquelles l'intérêt et le principal d'obligations libellées en livres sterling et contenant une clause-or sont néanmoins payables en livres sterling ayant cours légal, pour le montant nominal du coupon et de l'obligation, ainsi que la position prise par le Gouvernement des Etats-Unis d'Amérique, d'après laquelle les obligations libellées en dollars et contenant une clause-or sont payables à leur valeur nominale en monnaie ayant cours légal, sans qu'il soit tenu compte de ladite clause — le Ministre des Finances du Reich a informé le Mandataire (Trustee) que le Gouvernement allemand avait l'intention d'effectuer à l'avenir les paiements relatifs aux tranches américaine, anglaise et suédoise de l'Emprunt International 5¹/₂% 1930 du Gouvernement Allemand en dollars, en livres sterling et en couronnes suédoises ayant cours légal, respectivement, et de se borner au versement des montants nécessaires pour payer les coupons et faire face aux besoins du fonds d'amortissement à leurs montants nominaux respectifs. Le Mandataire (Trustee) a informé le Gouvernement Allemand qu'il ne pouvait consentir à la méthode proposée en vue d'effectuer le paiement sur la base de la valeur nominale au lieu de l'effectuer sur une base-or, et qu'il considérait une telle procédure comme contraire aux engagements contractés dans l'Obligation Générale. Le Mandataire (Trustee) a, en conséquence, prié le Gouvernement allemand de continuer à satisfaire aux dispositions de l'Obligation Générale, comme il l'avait fait jusqu'alors; il a réservé, en outre, tous les droits des porteurs.

Néanmoins, en ce qui concerne le versement mensuel du service qui était payable le 15 mai 1933, le Gouvernement allemand a payé a) pour le compte du fonds d'amortissement, une mensualité normale, sauf en ce qui concerne les tranches américaine, anglaise et suédoise dont le paiement a été effectué sur la base de la valeur nominale dans la monnaie et non sur la base de la valeur-or, et b) pour les intérêts, des sommes qui, jointes aux montants en diverses monnaies déjà déposées entre les mains du Mandataire (Trustee) et disponibles pour le paiement des coupons venant à échéance le 1^{er} juin 1933, étaient suffisantes pour payer ces coupons, y compris ceux des tranches américaine, anglaise et suédoise à leurs montants nominaux respectifs seulement. Le Mandataire (Trustee) dut alors décider de quelle manière les fonds fournis par le Gouvernement allemand devraient être répartis entre les diverses tranches de l'emprunt, compte tenu des dispositions de l'Obligation Générale, du libellé des titres définitifs respectifs et des coupons y attachés. D'une part, la totalité des fonds en caisse, principalement destinés au service des intérêts, pouvait être

réunie en un seul compte pour l'emprunt tout entier et divisée mathématiquement au prorata, sur la base de la valeur-or, entre chaque porteur de coupon; le porteur d'un coupon libellé en francs français, par exemple, aurait reçu moins que le montant nominal du coupon et moins que sa valeur-or, tandis que le porteur d'un coupon libellé en couronnes suédoises, par exemple, aurait reçu plus que le montant nominal du coupon, mais moins pourtant que sa valeur en couronnes or. D'autre part, le Mandataire (Trustee) pouvait renoncer à une telle procédure qui ne permettait le paiement d'aucun coupon à sa véritable valeur-or et qui n'assurait à la majorité des porteurs qu'un versement inférieur au montant nominal de leurs coupons, mais il devait alors se conformer aux dispositions de l'Obligation Générale et au libellé spécial de chaque coupon d'intérêt de chacune des tranches — prévoyant que chaque porteur a le droit de recevoir une valeur-or qui «ne devra pas toutefois être inférieure au montant nominal indiqué tant pour le principal que pour l'intérêt». Après une consultation juridique, le Mandataire (Trustee) a décidé qu'étant donné les circonstances il fallait pour le moins payer les coupons de toutes les tranches de l'emprunt à leurs montants nominaux respectifs, en réservant les droits relatifs au montant non versé résultant du calcul sur la base de la valeur-or; les fonds effectivement reçus du débiteur pour le service furent ainsi intégralement employés. Certains agents financiers ont exprimé leur désapprobation quant au mode de répartition adopté par le Mandataire (Trustee); selon eux, la totalité des fonds du service aurait dû être réunie en un seul compte et divisée au prorata sur la base de la valeur-or, et ils ont émis l'avis que la solution appropriée devrait être recherchée en faisant appel à l'autorité judiciaire compétente.

Le 9 juin 1933, une loi a été promulguée en Allemagne prévoyant l'ajournement, à dater du 1^{er} juillet 1933, du transfert de certains engagements envers des créanciers étrangers, ainsi que le paiement en reichsmarks des dettes en question à une «Caisse de Conversion»; la Reichsbank recevait en même temps pleins pouvoirs pour décider à quel moment et de quelle manière des transferts pourraient être effectués par prélèvement sur ces dépôts en reichsmarks. Des négociations portant sur le mode d'application de cette loi ont eu lieu à Londres, pendant le mois de juin 1933, entre les représentants de la Reichsbank et ceux des créanciers à long terme de l'Allemagne. Les Mandataires (Trustees) des deux emprunts internationaux du Reich ont été invités à assister à ces négociations; ils ont été représentés à la réunion, par Mr. Gates W. McGarran, pour l'emprunt de 1924, et par le Président de la Banque des Règlements Internationaux, pour l'emprunt de 1930. La durée de cet ajournement des transferts proposé par les autorités allemandes a été fixée une première fois à six mois et devait prendre fin le 31 décembre 1933, mais à cette date, et après qu'eurent été introduites certaines modifications, elle fut prolongée jusqu'au 30 juin 1934. Après discussion, il fut décidé d'un commun accord que l'ajournement de transfert proposé ne s'appliquerait pas à l'Emprunt Extérieur Alle-

mand de 1924, et, sous réserve seulement de la question soulevée par la clause de «monnaie-or» pour la tranche américaine, le service intégral de cet emprunt a été régulièrement effectué de la manière stipulée par l'Obligation Générale. En ce qui concerne l'emprunt de 1930, une divergence d'opinions s'est manifestée dès le début à la réunion des créanciers sur la question de savoir si cet emprunt bénéficiait pour les transferts et les paiements en monnaies étrangères d'un privilège de second rang. Le Mandataire (Trustee) se prévalait d'un privilège spécial de transfert, en s'appuyant, en partie, sur les déclarations contenues dans le Plan des Experts («Plan Young»), d'après lesquelles les «annuités non-différables», par opposition aux «annuités différables», étaient payables sans que pût intervenir aucun droit d'ajournement de transfert quel qu'il fût. Le Président de la Reichsbank était d'avis qu'il n'existait aucune priorité contractuelle de transfert. Bien qu'aucune décision absolue n'ait été prise sur la question de principe, il a été finalement décidé, à l'unanimité des membres du comité des créanciers, qu'en raison du caractère exceptionnel de l'Emprunt International 5½% 1930 du Gouvernement Allemand le service des intérêts de cet emprunt serait continué intégralement dans les devises étrangères respectives, pendant la période en question, mais que le Mandataire (Trustee) serait prié d'envisager la possibilité de consentir à une suspension temporaire des versements au fonds d'amortissement. Le Mandataire (Trustee) a répondu que ses pouvoirs ne lui permettaient pas de donner un consentement de ce genre. La Reichsbank a alors décidé que les versements au fonds d'amortissement ne seraient pas transférés dans les devises étrangères respectives, mais que l'équivalent en reichsmarks de ces devises serait déposé à un compte spécial ouvert au nom du Mandataire (Trustee), non pas à la Caisse de Conversion, mais à la Reichsbank. Ces paiements mensuels effectués en reichsmarks au compte spécial ne sont pas considérés par le Mandataire (Trustee) comme un paiement libératoire de la dette, mais comme une garantie collatérale spéciale en vue du paiement final des versements correspondants dans les devises étrangères respectives. Le Ministre des Finances du Reich a confirmé, d'autre part, au Mandataire (Trustee) qu'aucun transfert de devises relatif à des paiements ajournés concernant l'amortissement d'autres emprunts étrangers ne serait effectué par prélèvement sur les montants accumulés à la Caisse de Conversion, avant que les versements au fonds d'amortissement de l'Emprunt International 5½% 1930 du Gouvernement Allemand n'aient recommencé à être effectués dans les devises étrangères respectives. Le Mandataire (Trustee) a fait savoir au Gouvernement allemand que la suspension du transfert des sommes requises pour le service du fonds d'amortissement de l'emprunt n'était pas compatible avec les dispositions de l'Obligation Générale et il a réservé tous les droits des porteurs d'obligations.

La manière dont le service de l'Emprunt International 5½% 1930 du Gouvernement Allemand a été effectué pendant l'année considérée, c'est-à-dire du 1^{er} avril 1933 au 31 mars 1934, peut être résumée ainsi: Le versement, pour le service de l'Emprunt, dû et payé le 15 avril 1933, a été un versement mensuel normal, entière-

ment conforme à toutes les dispositions de l'Obligation Générale. Le versement du 15 mai, en ce qui concerne le fonds d'amortissement, a été un versement mensuel normal, sous la réserve que, pour les tranches américaine, anglaise et suédoise, il a été effectué sur la base de la valeur nominale en ces monnaies et non sur la base de la valeur-or; en ce qui concerne les intérêts, ce versement, joint aux fonds déjà détenus en caisse par le Mandataire (Trustee) et disponibles pour faire face au paiement des coupons venant à échéance le 1^{er} juin 1933, était suffisant pour payer ces coupons, y compris ceux des tranches américaine, anglaise et suédoise de l'emprunt, à leurs montants nominaux respectifs. Les versements mensuels du service des tranches américaine, anglaise et suédoise ont tous été effectués, depuis le 15 juin 1933 jusqu'au 15 mars 1934, sur la base de la valeur nominale de ces monnaies et non sur la base de la valeur-or. Sous cette importante réserve, tous les versements relatifs aux intérêts ont été ponctuellement effectués, chaque mois, dans les devises des tranches respectives de l'emprunt. Le versement dû au fonds d'amortissement le 15 juin 1933 a été également payé dans les devises des tranches respectives, mais les versements dus depuis le 15 juillet 1933 jusqu'au 15 mars 1934 inclusivement, n'ont pas été payés dans ces devises; toutefois, leur équivalent en reichsmarks a été crédité à un compte spécial ouvert à la Reichsbank, à Berlin, au nom du Mandataire (Trustee). Les coupons des tranches américaine, anglaise et suédoise de l'emprunt qui sont venus à échéance les 1^{er} juin et 1^{er} décembre 1933 ont donc été payés (ou seront payés sur présentation) sur la base de la valeur nominale. Le service de cet emprunt a nécessité, pour l'année prenant fin le 31 mars 1934, 66,3 millions de reichsmarks; sur ce montant, les trois versements au fonds d'amortissement payés dans les devises des tranches respectives de l'emprunt équivalaient à 4,3 millions de reichsmarks.

Un état des recettes et des paiements relatifs à l'emprunt, certifié par les commissaires-vérificateurs pour la dernière année complète de l'emprunt ayant pris fin le 1^{er} juin 1933, est joint au présent Rapport (Annexes VIIa et VIIb). En vue de montrer la situation de l'emprunt jusqu'à la dernière date d'échéance des coupons d'intérêt, il a été également joint (Annexe VIII) un relevé, en cours d'exercice, des recettes et des paiements pour le semestre prenant fin le 1^{er} décembre 1933. Ce relevé n'a pas été soumis aux commissaires-vérificateurs, mais la période à laquelle il se rapporte sera comprise dans l'état, qui sera ultérieurement certifié par eux et qui embrassera l'année complète prenant fin le 1^{er} juin 1934. De plus, les fonds affectés audit emprunt et déposés, au nom du Mandataire (Trustee), à la date du 31 mars 1934, sont indiqués à l'Annexe XI.

3) EMPRUNT INTERNATIONAL DE LA RÉPUBLIQUE FÉDÉRALE D'AUTRICHE 1930.

L'Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930, dont la Banque des Règlements Internationaux a été nommée Mandataire (Trustee), a été émis en juillet 1930; il était exprimé en dollars, en livres sterling, en liras, en cou-

ronnes suédoises, en francs suisses et en schillings autrichiens pour un montant nominal équivalant, à la parité, à environ 439 millions de schillings or. Le montant nominal non amorti de l'emprunt, au 31 mars 1934, représentait l'équivalent, au pair également, de 402,9 millions de schillings or. Si l'on tient compte de la dépréciation actuelle de la livre sterling et de la couronne suédoise, qui est d'environ 40 % par rapport à leurs parités respectives, le montant nominal non amorti de l'emprunt, au 31 mars 1934, équivaut à 351,4 millions de schillings or; si, comme il sera expliqué par la suite dans ce chapitre, la clause de «monnaie-or» contenue dans l'obligation définitive de la tranche américaine n'est pas exécutée, et si le dollar est également considéré comme ayant subi une dépréciation d'environ 40 % par rapport à sa parité, le montant nominal non amorti équivaut à 286,6 millions de schillings or. Toutefois, il faut tenir compte du fait que le schilling autrichien a lui-même subi une dépréciation d'environ 22 % par rapport à sa parité, de sorte que ce montant de 286,6 millions de schillings or est actuellement l'équivalent de 367 millions environ de schillings ayant cours légal.

Il a été dit, dans le troisième Rapport Annuel, qu'en juin 1932 le Gouvernement autrichien avait notifié à la Banque, en sa qualité de Mandataire (Trustee), qu'en raison de la situation économique du pays, il se voyait contraint d'interrompre le paiement en schillings autrichiens au compte spécial du Mandataire (Trustee), à la Banque Nationale d'Autriche, du solde des revenus qui sont affectés en garantie de paiement au compte du Mandataire (Trustee), après avoir satisfait à la charge de priorité en faveur de l'Emprunt Garanti 1923—1943 du Gouvernement Autrichien et de l'Emprunt Tchécoslovaque de Conversion. L'objet et la conséquence de cette communication ont été la suspension, à dater du 1^{er} juillet 1932, des transferts mensuels au Mandataire (Trustee) des devises requises pour le service de l'emprunt. Toutefois, le Gouvernement autrichien a versé à un compte ouvert à la Banque Nationale d'Autriche au nom de la Staatszentalkasse, mais bloqué en faveur de la Banque des Règlements Internationaux, Mandataire (Trustee), un montant en schillings équivalant, au cours officiel des changes de la Banque Nationale, aux sommes en diverses monnaies étrangères qui auraient dû être transférées. La suspension des transferts mensuels de devises étrangères au Mandataire (Trustee) a été maintenue jusqu'au mois d'août 1933, mais le Gouvernement autrichien a par la suite fourni, immédiatement avant les dates respectives d'échéance, les devises nécessaires au paiement des coupons échus les 1^{er} janvier et 1^{er} juillet 1933.

En août 1933, l'Emprunt Garanti 1933—1953 du Gouvernement Autrichien a été émis en Angleterre, en France, en Italie, en Suisse, et, quelques mois plus tard, en Belgique, en Hollande et en Tchécoslovaquie, pour un montant total équivalant à environ 250 millions de schillings. Cette opération a permis entre autres choses au Gouvernement autrichien de liquider les arriérés accumulés du service de l'Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930 et de régulariser le service

de l'Emprunt Garanti 1923—1943 du Gouvernement Autrichien. Aussitôt après l'émission du nouvel emprunt, le Gouvernement autrichien a versé, en devises étrangères, le montant des mensualités relatives aux intérêts qui étaient dus le 1^{er} juillet et le 1^{er} août 1933 pour l'emprunt de 1930. En même temps, le Gouvernement a liquidé, soit en cédant des obligations de l'emprunt, soit en remettant des devises étrangères, la totalité des arriérés relatifs aux versements mensuels au fonds d'amortissement qui auraient dû être faits depuis le 1^{er} juillet 1932 jusqu'au 1^{er} août 1933 inclusivement. Le système consistant à verser le solde des revenus gagés à un compte spécial en schillings autrichiens, ouvert au nom du Mandataire (Trustee), a été appliqué de nouveau pendant le mois d'août. A dater du versement dû le 1^{er} septembre 1933, le service régulier de l'emprunt a repris, par versements mensuels en devises étrangères, conformément aux termes de l'Obligation Générale. Le service de l'Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930, pour l'année prenant fin le 31 mars 1934, a nécessité 37,3 millions de schillings; sur ce montant, la part du fonds d'amortissement s'est élevée à 8,3 millions de schillings.

Les versements mensuels qui sont effectués en schillings pour le service de la tranche autrichienne de l'emprunt n'ont jamais été interrompus, mais, bien que l'obligation définitive de cette tranche contienne une clause de « valeur-or », les versements mensuels qui ont été faits au Mandataire (Trustee) jusqu'au 1^{er} juin 1933 inclusivement n'ont pas été calculés sur la base de la valeur-or. Toutefois, le 1^{er} juillet 1933, le Gouvernement autrichien a versé au Mandataire (Trustee) une somme supplémentaire en schillings, suffisante pour assurer l'application de cette clause en ce qui concernait le coupon venant à échéance à cette date. Depuis juillet 1933, les versements mensuels relatifs au service de cette tranche ont compris un paiement supplémentaire, estimé suffisant pour assurer l'application de la clause de « valeur-or » au moment de l'échéance du coupon; les coupons de la tranche autrichienne venant à échéance le 1^{er} janvier 1934 ont donc été également payés sur une base-or. L'Obligation définitive de la tranche américaine de l'emprunt prévoit un paiement, pour le principal et les intérêts, « en monnaie-or des Etats-Unis d'Amérique d'un poids d'or fin fixé par la loi en vigueur au 1^{er} juillet 1930 ». Toutefois, en raison du fait que la législation des Etats-Unis d'Amérique précise que les obligations libellées en dollars et contenant une clause-or sont payables à leur valeur nominale en monnaie ayant cours légal sans qu'il soit tenu compte de ladite clause, le Gouvernement autrichien n'a pas remis les fonds nécessaires pour assurer le service de la tranche américaine de l'emprunt sur une base-or. Le Mandataire (Trustee) de l'emprunt a notifié au Gouvernement autrichien qu'un paiement effectué sur la base de la valeur nominale, en ce qui concerne la tranche américaine, ne lui paraissait pas conforme aux obligations contractées aux termes de l'Obligation définitive de la tranche américaine, et il a réservé tous les droits des porteurs. Un porteur autrichien a attaqué devant un tribunal de Vienne la thèse adoptée à cet égard par le Gouvernement autrichien.

Le tribunal s'est récemment prononcé en faveur du Gouvernement, en se fondant principalement sur le fait qu'en vertu de la législation autrichienne, le Gouvernement débiteur a le droit de s'appuyer sur le décret américain relatif à la clause or. La question contestée sera, paraît-il, portée à nouveau devant un autre tribunal.

Sous cette réserve concernant la tranche américaine, le Gouvernement autrichien a liquidé pendant l'année examinée, c'est-à-dire du 1^{er} avril 1933 au 31 mars 1934, la totalité des arriérés du service de l'emprunt, à la fois pour les intérêts et l'amortissement, et la Banque a reçu et réparti, régulièrement et ponctuellement, à partir du 1^{er} septembre 1933, les versements mensuels requis pour le service aux termes de l'Obligation Générale.

Un état des recettes et des paiements de l'Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930, certifié par les commissaires-vérificateurs pour la dernière année complète de l'emprunt ayant pris fin le 30 juin 1933, est joint au présent Rapport (Annexes IXa et IXb). En vue de montrer la situation de l'emprunt jusqu'à la dernière date d'échéance des coupons d'intérêts, il a été également joint (Annexe X) un relevé en cours d'exercice des recettes et des paiements pour la période s'étendant du 1^{er} juillet au 31 décembre 1933. Ce relevé n'a pas été soumis aux commissaires-vérificateurs, mais la période à laquelle il se rapporte sera comprise dans l'état qui sera ultérieurement certifié par eux et qui embrassera l'année complète prenant fin le 30 juin 1934. De plus, les fonds affectés audit emprunt et déposés, au nom du Mandataire (Trustee), au 31 mars 1934, sont indiqués à l'Annexe XI.

PAIEMENTS D'ANNUITÉS A EFFECTUER PAR LES GOUVERNEMENTS.

1) PAIEMENTS D'ANNUITÉS DU REICH.

L'obligation de l'Allemagne d'effectuer certains paiements sous forme d'annuités calculées selon une échelle déterminée en règlement final de toutes les créances de réparations, comme il était prévu par le Nouveau Plan adopté à la Conférence de La Haye en janvier 1930, fut modifiée par l'Accord de Lausanne du 9 juillet 1932. Cet accord stipule que, dès sa mise en vigueur, il « mettra fin et se substituera au régime des réparations prévu à l'accord avec l'Allemagne signé à La Haye le 20 janvier 1930 et aux accords signés à Londres le 11 août 1931 et à Berlin le 6 juin 1932, les obligations du présent accord remplaçant complètement les obligations antérieures de l'Allemagne comprises dans les annuités du Nouveau Plan. »

L'Accord de Lausanne n'a été ratifié par aucune des parties intéressées, mais la période intermédiaire, comprise entre la date de sa signature et celle de sa ratification, est régie par les dispositions relatives aux « Mesures de transition » contenues dans la Partie II de l'Accord. Par suite de ces dispositions, l'exécution des obliga-

tions de l'Allemagne aux termes du Nouveau Plan est réservée, étant entendu que le « service des emprunts émis sur le marché » continuera néanmoins à être effectué.

Pendant l'année actuellement examinée, c'est-à-dire du 1^{er} avril 1933 au 31 mars 1934, la Banque, en sa qualité de Mandataire (Trustee), n'a reçu du Gouvernement allemand, pour les paiements de l'annuité allemande, que les montants nécessaires pour le « service des emprunts », à savoir :

	Reichsmarks
a) pour le service de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924	57.342.112,74
b) pour deux tiers du service de l'Emprunt International 5 1/2 % 1930 du Gouvernement Allemand*)	44.660.982,30

Les montants ci-dessus mentionnés ont été transférés dès leur réception aux Mandataires (Trustees) des emprunts respectifs. Un état récapitulatif des recettes et des paiements de la Banque concernant l'annuité allemande pendant la période 1^{er} avril 1933—31 mars 1934, y compris les transactions peu importantes qui ont eu lieu par suite de la liquidation d'anciens contrats de livraisons en nature, est présenté à l'Annexe XII sous la forme approuvée et certifiée par les commissaires-vérificateurs.

(2) PAIEMENTS D'ANNUITÉS DE LA HONGRIE.

Les paiements d'annuités à effectuer par la Hongrie en règlement des charges lui incombant, en vertu du Traité de Trianon et des accords qui l'ont complété, ont été fixés par l'Accord de Paris du 28 avril 1930; pour l'année 1^{er} avril 1933—31 mars 1934, ils devaient s'élever à 10.000.000 de couronnes or. Toutefois, l'exécution des paiements des annuités hongroises a été réservée, jusqu'au 15 décembre 1932, aux termes de la Partie III de l'Accord de Lausanne de juillet 1932. Les parties intervenant à cet Accord recommandaient de nommer un Comité chargé d'examiner l'ensemble des questions groupées sous le terme de « Réparations non allemandes » et de celles qui s'y rattachent, en les étudiant dans le cadre d'un règlement général. Le Comité n'a pas été constitué et les Gouvernements intéressés ont convenu de prolonger jusqu'au 15 juin 1934 la validité de la réserve apportée à l'exécution des paiements des annuités hongroises.

Pendant l'année 1^{er} avril 1933—31 mars 1934, la Banque n'a donc reçu aucun paiement en ce qui concerne les annuités hongroises. Il avait été fait mention, dans le troisième Rapport Annuel, d'une somme de 380.182,69 pengös, représentant l'équivalent du paiement d'annuités dû le 30 juin 1932, soit 327.150 couronnes or qui

*) Ce montant ne comporte pas de fonds pour assurer sur la base de la valeur-or — ainsi qu'il est stipulé à l'Article VI de l'Obligation Générale — le service des tranches américaine, britannique et suédoise de l'emprunt, ni de fonds pour assurer, en ce qui concerne toutes les tranches, les versements mensuels dus au fonds d'amortissement depuis le 15 juillet 1933 jusqu'au 15 mars 1934 inclusivement (voir pages 50—55).

avait été effectué en monnaie hongroise mais n'avait pas été converti en devises étrangères, le Président de la Banque Nationale de Hongrie ayant exercé son droit, mentionné à l'article 4 du contrat de Mandat (Trust), lui permettant de différer la conversion, si, à son avis, cette mesure était nécessaire pour éviter une dépréciation de la monnaie hongroise. Cette somme de 380.182,69 pengös est encore actuellement au crédit du compte du Mandataire (Trustee) à la Banque Nationale de Hongrie.

3) PAIEMENTS D'ANNUITÉS DE LA BULGARIE.

Les paiements d'annuités à effectuer par la Bulgarie en règlement de ses obligations dérivant du Traité de Neuilly ont été fixés par l'Accord de La Haye du 20 janvier 1930; pour l'année 1^{er} avril 1933—31 mars 1934, ils devaient s'élever à 10.000.000 de francs or. Mais l'exécution des paiements des annuités bulgares a été réservée aux termes de la Partie III de l'Accord de Lausanne, les dates spécifiées dans cet accord étant par la suite reportées jusqu'au 15 juin 1934 par un arrangement conclu entre les Gouvernements intéressés.

Pendant l'année 1^{er} avril 1933—31 mars 1934, la Banque n'a donc reçu aucun paiement en ce qui concerne les annuités bulgares.

4) PAIEMENTS D'ANNUITÉS DE LA TCHÉCOSLOVAQUIE.

Les paiements d'annuités à effectuer par la Tchécoslovaquie, en règlement de ses obligations de libération assumées par un accord en date du 10 septembre 1919, ont été fixés par l'Accord de La Haye du 20 janvier 1930; pour l'année 1^{er} avril 1933—31 mars 1934, ils devaient s'élever à 10.000.000 de marks or. Toutefois, l'exécution des paiements des annuités tchécoslovaques a été également réservée en vertu de la Partie III de l'Accord de Lausanne, la validité de cette réserve étant ensuite prolongée jusqu'au 15 juin 1934 par un arrangement conclu entre les Gouvernements intéressés.

Pendant l'année 1^{er} avril 1933—31 mars 1934, la Banque n'a donc reçu aucun paiement en ce qui concerne les annuités tchécoslovaques.

VII. DÉPÔTS ET PLACEMENTS; CRÉDITS A BANQUES CENTRALES;
CAPITAL ACTIONS; BÉNÉFICES NETS;
COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.

DÉPÔTS, PLACEMENTS, CRÉDITS A BANQUES CENTRALES.

Du point de vue des opérations comme du point de vue monétaire, l'abandon de l'étalon-or par les Etats-Unis a constitué l'événement prédominant pendant le quatrième exercice de la Banque. Ce facteur, joint à l'ébranlement consécutif de la confiance dans toutes les monnaies en général, est la cause principale de la réduction dans le total du bilan de la Banque, ramené de 941 millions de francs suisses, au 31 mars 1933, à 668 millions de francs suisses, au 31 mars 1934. Le bilan est reproduit à l'Annexe III.

Lorsque l'exportation de l'or a été interdite aux Etats-Unis, en avril 1933, les dépôts à court terme et les dépôts à vue confiés à la Banque ont été, pendant ce seul mois, réduits d'environ 187 millions de francs suisses. Sur ce total, 140 millions environ représentaient des dépôts effectués en dollars. Au cours du mois de mai 1933, les dépôts ont de nouveau diminué d'environ 30 millions de francs suisses. Etant donné que la Banque n'est autorisée par ses Statuts à n'effectuer d'opérations pour son propre compte que dans les seules monnaies qui, de l'avis du Conseil, satisfont à toutes les exigences pratiques de l'étalon-or ou de l'étalon de change-or et que, dans les circonstances actuelles, les Banques Centrales réduisent leurs avoirs-devises au strict minimum, il était inévitable qu'une diminution intervînt dans les ressources financières de la Banque. Toutefois, une proportion importante des réserves de devises déposées à la Banque a été convertie en or sur l'ordre des déposants, et cet or, qui ne figure pas aux bilans mensuels, a été laissé à la Banque pour y être gardé sous dossier; l'importance et la valeur de ces dépôts ont été plus considérables pendant cette année que pendant toute autre année antérieure. En outre, au cours de son quatrième exercice, la Banque a, pour la première fois, reçu des dépôts d'or métallique. Les premiers de ces dépôts, se montant à 5 millions de francs suisses environ, ont été effectués en juillet 1933; à la fin de l'exercice, en mars 1934, ils s'élevaient à 28 millions de francs suisses environ. En ce qui concerne ces dépôts, la Banque est tenue de restituer, sur demande, en un lieu convenu et sous forme

de lingots, un poids d'or fin égal à celui primitivement déposé. Le droit de propriété légale sur l'or déposé passe intégralement à la Banque; cette opération se distingue par là de celle qui consiste à détenir de l'or sous dossier, cas dans lequel une Banque Centrale, tout en conservant l'entière propriété de l'or, le confie simplement en garde à l'agence centrale. L'accroissement des dépôts-or peut être considéré comme ouvrant la voie à de considérables développements en des temps plus normaux, car, entre autres choses, il peut éventuellement rendre possible la création d'un clearing d'or ou d'un Fonds-or de règlements internationaux ainsi qu'il est prévu à l'article 24 des statuts. De cette manière, les créances ou les obligations en or des Banques Centrales pourraient être réglées par des inscriptions au crédit ou au débit du fonds de règlement dans les livres de la Banque des Règlements Internationaux, et le déplacement matériel de l'or pourrait être ainsi réduit ou évité pour autant. Le nombre des transactions de diverse nature concernant l'or a également continué à s'accroître. En plusieurs occasions, la Banque a pu éviter la nécessité du déplacement matériel d'or en servant d'intermédiaire entre deux Banques Centrales désireuses de déplacer du métal entre deux mêmes lieux de dépôt, mais dans des directions opposées. Dans ces cas, la Banque a pu, généralement au moyen de l'or gardé par elle sous dossier pour le compte de Banques Centrales, neutraliser ces transactions et effectuer les légers ajustements nécessaires en espèces, par transfert dans ses livres de l'un à l'autre de leurs comptes. Par ce procédé, d'inutiles mouvements d'or portant sur des quantités appréciables ont pu être évités.

Le maintien de la liquidité des actifs de la Banque a été l'objet d'une attention toute particulière; ces actifs sont conservés en placements de premier ordre et, dans une large mesure, sous forme d'effets de commerce garantis ou de Bons du Trésor à court terme. Pendant toute la durée du quatrième exercice, les actifs disponibles sur demande se sont constamment maintenus aux environs de 60 % du total des actifs. Au 31 mars 1934, ces actifs représentaient 59,2 % contre des engagements à vue représentant 12,2 % seulement du total. Il y a un an, les actifs qui n'étaient pas disponibles sur demande comprenaient la participation de la Banque dans les crédits monétaires accordés en 1931 aux Banques Centrales d'Allemagne, d'Autriche, de Hongrie et de Yougoslavie; cette participation s'élevait à un montant total de 169 millions de francs suisses, au 31 mars 1933. Le volume de ces crédits a subi un changement important pendant l'exercice courant du fait du remboursement de 131 millions de francs suisses.

En Autriche, un nouvel emprunt, consenti sous les auspices de diverses Puissances au Gouvernement autrichien, a été conclu en 1933. La Banque Nationale d'Autriche a été ainsi mise en mesure de rembourser définitivement, le 8 septembre dernier, le solde total du crédit qui lui avait été ouvert, soit 51 millions de schillings or, ainsi que les soldes dus à toutes les Banques Centrales qui avaient participé aux avances faites à l'Autriche après l'effondrement de la Credit-Anstalt.

Le crédit ouvert à la Banque Nationale de Yougoslavie qui s'élevait, au 1^{er} avril 1933, à 750.000 dollars or*, avait été ramené à 650.000 dollars or au 28 janvier 1934; malgré le renouvellement consenti jusqu'au 28 avril 1934, il a été intégralement remboursé le 12 mars 1934.

La situation en Hongrie a nécessité un examen spécial, et une étude de la situation de ce pays a été faite par la Banque pendant l'été de 1933. A la suite de cette étude, le Conseil d'Administration a décidé de consolider les crédits à court terme ouverts à la Banque Nationale de Hongrie et de proposer aux onze Banques Centrales qui avaient participé aux avances consenties à la Hongrie d'adopter une attitude similaire. Sous la réserve de certains remboursements convenus, en capital, toutes les Banques participantes se sont mises d'accord pour consolider, sous forme de certificats de caisse à trois ans, à dater du 18 octobre 1933, un montant total de 19.307.000 dollars or portant intérêt à un taux nominal. Ce montant représentait le solde non encore remboursé des crédits à court terme dont le total s'était élevé à l'origine à 26.000.000 de dollars or. Lorsque le Conseil prit cette décision, son attitude fut influencée par la conviction qu'il fallait faire face aux réalités de la situation en Hongrie et par le désir de prendre, dans l'intérêt de la coopération entre Banques Centrales, l'initiative d'aider les autorités hongroises et la Banque Nationale de Hongrie à amorcer la réorganisation de la situation intérieure et à élaborer un vaste programme de reconstruction. Inspirée par le même esprit de coopération, la Reichsbank, qui avait fait de son côté à la Banque Nationale de Hongrie une avance spéciale d'un montant équivalant à 21.777.000 reichsmarks, consentit à consolider son crédit à des conditions semblables et pour la même période.

Le précédent Rapport annuel a mentionné le remboursement anticipé par la Reichsbank, au mois d'avril 1933, du montant de 70.000.000 de dollars or représentant la totalité du solde qui restait dû sur le crédit auquel la Banque d'Angleterre, la Federal Reserve Bank of New York, la Banque de France et la Banque des Règlements Internationaux avaient contribué par parts égales.

Il résulte des changements indiqués ci-dessus que la participation de la Banque pour son propre compte dans les crédits de Banques Centrales, originaires accordés en 1931, se limitait uniquement, au 31 mars 1934, à sa quote-part dans les certificats de caisse à 3 ans de la Banque Nationale de Hongrie pour un montant équivalant à 7.346.065,61 dollars or. Le 18 avril 1934, ce capital a été réduit d'un montant équivalant à 56.360,63 dollars or.

Sur le total des dépôts à vue et à court terme détenus par la Banque au 31 mars 1934, 63% sont des dépôts en francs français, 15% des dépôts en or, et le reste, des dépôts en monnaies diverses. L'engagement en or est couvert par une

* Le dollar-or dont il est question plus haut, ainsi que dans d'autres parties de ce Rapport, est le dollar qui, avant sa récente dévaluation, était défini par la loi comme contenant 23,22 grains d'or fin.

quantité identique de métal conservé parmi les actifs de la Banque; la totalité du reste des engagements à vue et à court terme est plus que largement couverte par des actifs liquides immédiatement disponibles pour faire face sur demande à ces engagements. Les dépôts à long terme représentent 40,6% du total des engagements, tandis que les placements à échéance de plus de trois mois représentent seulement 20,8% du total des actifs.

CAPITAL ACTIONS.

La totalité du capital autorisé de la Banque est maintenant souscrite, soit 500.000.000 de francs suisses or, en 200.000 actions d'égale valeur nominale, libérées d'un quart (125.000.000 de francs suisses or). Les trois autres quarts peuvent être appelés en une ou plusieurs fois, au choix du Conseil d'Administration, avec un préavis de trois mois. Un tableau indiquant la répartition des actions entre 26 marchés nationaux, où elles sont, en général, détenues par les Banques Centrales respectives, est reproduit à l'Annexe I du présent Rapport. Au Japon et aux Etats-Unis, les actions ont été souscrites et conservées par des groupes de banques et des institutions bancaires, autres que les Banques Centrales. En France, en Belgique, en Grande-Bretagne, au Danemark et à Dantzig, une partie des actions attribuées à ces marchés a été rétrocédée par la Banque Centrale, soit à des institutions bancaires et financières privées, soit à des entreprises industrielles, soit encore au public, comme c'est le cas en France, en Belgique et à Dantzig. La propriété d'actions n'entraîne pas toutefois de droits de représentation et de vote à l'Assemblée Générale Annuelle; conformément aux termes des Statuts et des certificats d'action, ces droits sont exercés, soit par la Banque Centrale du pays où les actions ont été émises, soit par la personne désignée par elle à cet effet, soit enfin, dans le cas où la Banque Centrale ne désire pas exercer ses droits, par un établissement financier désigné par le Conseil d'Administration.

Les Statuts de la Banque stipulent que, dans la répartition du capital actions, les Administrateurs doivent s'inspirer de l'intérêt qui s'attache à associer à la Banque le plus grand nombre possible de Banques Centrales, mais qu'aucune partie des actions ne peut être mise en souscription dans un pays dont la monnaie, au moment de l'émission, ne satisfait pas aux exigences pratiques de l'étalon-or ou de l'étalon de change-or; plusieurs Banques Centrales désireuses de devenir membres de la Banque des Règlements Internationaux ont été ainsi inéligibles jusqu'à ce jour parce que leurs monnaies nationales ne répondaient pas à ces exigences. En vue d'assurer à ces Banques Centrales et à d'autres Banques Centrales la possibilité de souscrire aux actions et de devenir par là membres de la Banque des Règlements Internationaux, 26.400 actions ont été cependant réservées pour leur être transférées à une date

ultérieure. Les sept Banques Centrales ou groupes bancaires qui ont garanti la souscription du capital actions, détiennent actuellement ces 26.400 actions, mais elles se sont toutefois engagées à rétrocéder, à leur prix de souscription, c'est-à-dire au pair, et à toute requête du Conseil d'Administration d'ici le premier juin 1937, toute partie de ces actions dont il serait nécessaire de disposer en faveur de nouvelles Banques Centrales désireuses de devenir membres de la Banque, le jour où elles répondraient aux conditions prévues.

Le capital versé a droit à un dividende cumulatif au taux de 6% l'an, prélevé sur le solde des bénéfices nets, après l'affectation statutaire au Fonds de Réserve Légale; ce dividende a été régulièrement payé depuis l'ouverture de la Banque. Si, au cours d'une année quelconque, les bénéfices nets le permettent, un dividende supplémentaire non cumulatif, d'un montant maximum du même taux de 6%, pourrait être versé aux Actionnaires, à la discrétion du Conseil (sous réserve d'approbation par l'Assemblée Générale); aucun dividende supplémentaire n'a encore été versé et le Conseil a suivi la politique de placer les sommes qui auraient pu être ainsi réparties à un Fonds de Réserve de Dividendes, destiné au maintien du dividende cumulatif de 6% ou à une répartition ultérieure entre les actionnaires. Le Fonds de Réserve de Dividendes s'élèvera à 4.866.167,29 francs suisses or, soit à environ 4% du capital versé, lorsque les affectations pour l'exercice qui a pris fin le 31 mars 1934 auront été votées comme il est recommandé ci-après.

BÉNÉFICES NETS, RÉSERVES. DIVIDENDES ET AUTRES RÉPARTITIONS DE BÉNÉFICES.

Il incombe à la présente Assemblée Générale de prendre une décision en ce qui concerne le dividende et de faire des affectations aux fonds de réserves. Les bénéfices nets de l'exercice, après provision pour possibilité de dépenses imprévues, s'élèvent à 13.007.072,82 francs suisses (14.064.488,93 francs suisses en 1933), le franc suisse étant calculé au pair monétaire. Dans le bilan au 31 mars 1934, toutes les monnaies sont évaluées au cours le plus bas coté sur le marché à cette date, ou au-dessous de ce taux; tous les actifs sont évalués aux cours du marché ou au-dessous de ces cours, s'il y a cotation, et à leur valeur d'achat ou au-dessous de cette valeur en cas contraire. Pour le calcul des bénéfices, il n'a pas été tenu compte des gains réalisés du fait que la Banque se trouvait à découvert dans une monnaie donnée au moment de sa dépréciation, tandis que les pertes subies de ce chef ont été déduites. Pendant le second semestre de l'exercice, de premières mesures ont été prises en vue de réduire le personnel et de diminuer les traitements. Ces mesures n'ont pris effet qu'au début du cinquième exercice, c'est-à-dire après le 1^{er} avril 1934, mais on escompte qu'elles permettront de réaliser, à partir de cette date, une économie d'environ 25% sur les dépenses annuelles au titre des traitements.

Après avoir porté à la Réserve Légale, comme il est requis par l'Article 53 des Statuts, un montant égal à 5% des bénéfices nets, c'est-à-dire 650.353,64 francs suisses (703.224,45 francs suisses en 1933), il est proposé que l'Assemblée Générale fixe le dividende à 6% l'an pour le quatrième exercice social. Le paiement de ce dividende nécessite un prélèvement de 7.500.000 francs suisses (7.335.000 francs suisses en 1933). Les bénéfices nets encore disponibles après la distribution de ce dividende, si elle est votée, s'élèvent à 4.856.719,18 francs suisses dont l'utilisation est fixée par l'Article 53 des Statuts.

Faisant usage de la faculté que lui donne l'alinéa (c) de l'Article 53, le Conseil d'Administration a décidé d'inscrire au crédit du Fonds spécial de Réserve de Dividendes, destiné à assurer le dividende cumulatif de 6% prévu par les Statuts ou une répartition ultérieure aux actionnaires, la somme de 971.343,84 francs suisses, montant maximum qu'il est permis, aux termes des Statuts, de prélever à cette fin sur les bénéfices nets de l'exercice actuel (1.205.252,90 francs suisses en 1933).

Une fois décidées les affectations aux postes ci-dessus, vous êtes priés, sur le solde restant, d'affecter au Fonds de Réserve Générale, ainsi qu'il est stipulé à l'alinéa (d) de l'Article 53, un montant de 1.942.687,67 francs suisses (2.410.505,79 francs suisses en 1933). Le total de la Réserve Légale, de la Réserve de Dividendes et de la Réserve Générale, s'élèverait alors, à la fin du quatrième exercice, à 17.270.546,97 francs suisses.

Le même article des Statuts règle la répartition du solde final, soit 1.942.687,67 francs suisses, entre les Gouvernements ou les Banques Centrales d'Allemagne et des pays ayant droit à une part dans les annuités payables en vertu du Nouveau Plan, dans les conditions prévues à l'Accord de La Haye de janvier 1930, c'est-à-dire entre ceux qui auront laissé à la Banque des dépôts à terme ne pouvant être retirés qu'après un délai minimum de cinq ans. Aucune Banque Centrale n'a déposé à l'heure actuelle des fonds de cette nature, mais les Gouvernements indiqués ci-dessous ont effectué des dépôts qui ont droit — en raison de la durée minimum prévue pour ces dépôts — à participer à la répartition du solde des bénéfices, soit 1.942.687,67 francs suisses (2.410.505,79 francs suisses en 1933). L'un de ces dépôts, le Fonds de Garantie du Gouvernement français, est exprimé en dollars dans les livres de la Banque, et la part lui revenant dans le solde à répartir est indiquée ci-après, sur la base de la valeur moyenne en or de ces dollars pendant le quatrième exercice social. Le Gouvernement français et la Banque ont convenu de s'en remettre à un tiers indépendant pour décider si l'engagement de la Banque relatif au Fonds se réduit au montant figurant dans les livres de la Banque, ou si, en raison des dispositions du Contrat de Mandat (Trust), cet engagement doit être évalué sur quelque autre base. En attendant cette décision, il n'est pas possible d'attribuer la totalité du montant de 1.942.687,67 francs suisses qui reste à répartir entre les Gouvernements intéressés; la répartition provisoire est la suivante:

	Francs suisses au pair	
	<u>1933/34</u>	<u>1932/33</u>
Fonds de Garantie du Gouvernement français prévu à l'Article XIII du Contrat de Mandat (Trust) — attribué sur la base de l'équivalent moyen en or du montant pour lequel le Fonds figurerait dans les livres de la Banque pendant l'année	339.388,27	552.646,98
Dépôt sans intérêt du Gouvernement allemand prévu à l'Article IX du Contrat de Mandat (Trust)	499,446,03	619,286,27
Dépôts minima des Gouvernements créanciers prévus à l'Article IV e) du Contrat de Mandat (Trust):		
France	543.696,94	674.155,03
Grande-Bretagne	212.464,34	263.444,38
Italie	110.976,91	137.605,41
Belgique	60.033,41	74.438,21
Roumanie	10.488,36	13.005,01
Yougoslavie	43.651,58	54.125,62
Grèce	3.596,01	4.458,86
Portugal	6.892,36	8.546,15
Japon	6.892,36	8.546,15
Pologne	<u>199,78</u>	247,72
		1.837.726,35
Reliquat disponible pour répartition entre les dépôts ci-dessus mentionnés et qui ne pourra être attribué que lorsque le montant de l'en- gagement de la Banque au titre du Fonds de Garantie du Gouvernement français aura été précisé		<u>104.961,32</u>
	<u>1.942.687,67</u>	<u>2.410.505,79</u>

Les comptes de la Banque et son quatrième bilan annuel ont été dûment vérifiés par MM. Price, Waterhouse & Cie., comptables assermentés à Paris. Copie du bilan est donnée à l'Annexe III, ainsi que le rapport des commissaires-vérificateurs certifiant qu'ils ont obtenu toutes les informations et explications demandées et que le bilan et les notes qui l'accompagnent représentent l'expression comptable exacte du résultat des opérations de la Banque, tel qu'il ressort de ses livres. Le Compte de Profits et Pertes et le Compte d'Affectation du bénéfice net sont reproduits à l'Annexe IV.

COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.

L'administration de la Banque appartient au Conseil d'Administration qui se compose des Gouverneurs des Banques Centrales d'Allemagne, de Belgique, de France, de Grande-Bretagne, d'Italie et du Gouverneur de la Banque du Japon (remplissant ses fonctions par l'intermédiaire d'un substitut), Administrateurs d'office, de huit experts en matières financières et commerciales nommés par ces Gouverneurs, de deux autres Gouverneurs de Banques Centrales et enfin de deux personnes de nationalité américaine, choisies parmi les représentants du monde financier, ces quatre derniers Administrateurs respectivement élus conformément aux Statuts. Le Conseil comprend donc actuellement 18 membres, le nombre maximum autorisé par les statuts étant de vingt-cinq. Les membres du Conseil autres que les Administrateurs d'office n'exercent leur mandat que pour une période de trois années, tout en étant rééligibles. L'activité de la Banque ayant commencé en mai 1930, de nouvelles désignations et de nouvelles élections ont eu lieu pendant le mois de mai 1933. Aucun changement, en ce qui concerne les personnes précédemment élues, n'a toutefois été apporté à cette occasion.¹⁾ Depuis la dernière Assemblée Générale Annuelle, aucune modification, à une exception près, n'a été, par ailleurs, apportée ni à la composition du Conseil, ni à la liste des substituts des Administrateurs d'office. M. Charles Farnier, Sous-Gouverneur de la Banque de France, qui remplissait les fonctions de substitut du Gouverneur Clément Moret, a été, par suite de sa démission de la Banque de France, remplacé par M. Pierre Fournier, Sous-Gouverneur de la Banque de France. M. Farnier, qui, grâce à ses connaissances exceptionnelles en matière de finances publiques et privées, a rendu de grands services à la Banque, a été nommé Administrateur du Comptoir National d'Escompte de Paris. Lors des élections du mois de mai, le Professeur Alberto Beneduce, de Rome, et le Dr. L. J. A. Trip, d'Amsterdam, ont été réélus Vice-Présidents. Lorsque Mr. Gates W. McGarrah, Président de la Banque des Règlements Internationaux et Président du Conseil d'Administration depuis le début du fonctionnement de la Banque, eut décliné l'invitation pressante qui lui avait été faite de rester Président du Conseil, le choix s'est porté sur le signataire du présent Rapport. En même temps, Mr. McGarrah, tout en continuant de remplir les fonctions de membre du Conseil, a été élu à l'unanimité Président honoraire de la Banque des Règlements Internationaux. Au cours de cet exercice, la Banque a été douloureusement frappée par la mort d'un de ses anciens Vice-Présidents, le Dr. Carl Melchior, très connu et hautement respecté dans le monde entier pour les services qu'il a rendus dans la vie financière internationale.

¹⁾ Voir au verso de la couverture la liste des Administrateurs au 1^{er} mai 1934.

VIII. CONCLUSION.

En considérant les événements de l'année, la Banque des Règlements Internationaux tient à souligner, en premier lieu, qu'un grand nombre des principales régions consommatrices et productrices du monde lui paraissent se dégager lentement et progressivement de la crise mondiale et s'acheminer vers un nouvel équilibre économique et financier par un ajustement des prix de revient et des prix de vente. Un tel progrès, toutefois, est encore loin d'être général et suffisant; il est relativement plus visible dans les relations internes, que dans les rapports financiers et commerciaux entre nations. Cela tient, en partie, à ce qu'il est plus facile de préparer, de décider et même d'imposer des modifications lorsqu'il ne s'agit que de facteurs régissant les prix locaux ou affectant la charge de l'endettement intérieur ainsi que le volume des dépenses publiques nationales. Les problèmes de cette nature se multiplient toutefois dans le domaine international et ils deviennent plus difficiles à régler parce qu'à toute mesure ou décision d'ordre intérieur, envisagée dans au moins deux communautés économiques distinctes, doit nécessairement se superposer, si l'on veut aboutir à une solution, l'accord de toutes les nations ou de certaines d'entre elles. La Banque des Règlements Internationaux persiste à croire que le monde aurait moins à souffrir si les problèmes posés par la crise mondiale pouvaient être envisagés sous un angle commun, et dans un même esprit de solidarité, par les principaux intéressés. De grands efforts, il est vrai, ont été faits récemment, dans le sens d'une collaboration mutuelle, sans que l'efficacité immédiate de cette méthode ait encore été sanctionnée jusqu'à ce jour par des résultats positifs; mais cet échec a fait d'autant plus apparaître la coopération internationale, si peu appliquée cependant dans la pratique, comme le véritable remède à la situation. Nous devons, quoi qu'il en soit, prendre les faits comme ils sont et vivre dans les réalités de ce monde, tout en ne cessant d'aspirer vivement à voir l'opinion publique se rendre plus nettement compte des avantages permanents qui résulteraient, à la longue, pour la communauté mondiale, comme pour chacun de ses membres, d'une conception internationale plus élevée et d'un accord pour fixer et maintenir les conditions qui la matérialisent. Cela s'applique autant au domaine économique qu'au domaine monétaire et au domaine financier. Après avoir produit leur maximum d'effets, les nombreuses expériences économiques de tendance nationaliste, actuellement en cours, finiront bien par démontrer, comme nous le croyons, qu'il reste encore à faire: la vie de l'homme et ses rapports sociaux ne peuvent trouver leur pleine expression intellec-

tuelle, scientifique, artistique, économique ou financière sans que se rétablisse, sur de nouvelles et solides fondations nationales, ce réseau d'échanges plus riches, plus vastes et plus profitables entre nations, réseau dont la nécessité semblait une évidence avant la débâcle économique.

Pour développer le commerce, pour favoriser les mouvements normaux de capitaux et la reprise économique du monde, il faut qu'un système monétaire reposant sur une base fondamentale unique — l'or — fonctionne entre nations. C'est alors seulement, ou au même moment, que l'on pourra tenter, avec quelque espoir de succès, un abaissement des barrières douanières, ainsi qu'une suppression des contingents et des défenses d'importation. Si l'année écoulée n'a enregistré, dans le domaine international, qu'un progrès général assez restreint, elle aura du moins grandement éclairci tout ce qui touche aux problèmes monétaires. Non seulement les opinions publiques et les Gouvernements se sont largement convaincus que l'étalon-or constitue le meilleur mécanisme monétaire possible, mais beaucoup des obstacles qui avaient empêché ou retardé le rétablissement de l'étalon-or ont été écartés ou atténués, et un accord véritable s'est dégagé sur l'adoption de quelques conditions nécessaires pour en assurer un meilleur fonctionnement. Aucun plan particulier, si ingénieux fût-il, ne saurait toutefois donner au monde un système monétaire idéal. Après avoir reconnu la nécessité vitale d'un étalon commun, il est important de se rappeler qu'il serait peu sage de se priver des avantages que peut procurer l'emploi du meilleur étalon possible, dont on doit d'ailleurs s'efforcer d'améliorer la technique — sous prétexte qu'il n'est pas absolument parfait, ou qu'il ne peut pas être d'une utilisation universelle et que les principales économies nationales qui l'adoptent ne l'appliquent pas selon des modalités identiques. Ce qui est essentiel, c'est que les principales et les plus grandes nations commerciales et financières du monde, et le plus grand nombre possible d'autres pays reviennent à l'étalon commun ou y demeurent attachés — même si cette opération ne doit pas nécessairement s'effectuer partout au même moment. En outre, il existe comme auparavant toute une variété de possibilités permettant de modifier, nationalement ou internationalement, les modalités précises d'application de l'étalon-or sur la base des parités fixées ou à fixer. L'essentiel, du point de vue international, n'est pas tant de savoir si les billets de banque sont ou ne sont pas librement convertibles en or, sur simple demande, à l'intérieur d'un pays donné, si l'or n'est délivré pour l'exportation qu'à destination d'autres Banques Centrales ou de la Banque des Règlements Internationaux ou s'il est au contraire librement remis à tous ou à chacun; la chose essentielle, c'est que, dès qu'une monnaie, que l'on affirme être rattachée au système monétaire international reposant sur l'or, atteint le point-or de sortie déterminé par sa définition légale, il importe qu'immédiatement de l'or ou des réserves disponibles de devises soient prêts à être libérés (ou, au cas contraire, acceptés) pour en maintenir la stabilité à l'intérieur des points-or, par rapport aux autres monnaies également rattachées à l'étalon-or international.

L'étalon-or n'est pas une fin en lui-même. C'est un mécanisme et un moyen qui doit rendre possible, faciliter et intensifier l'échange des marchandises, du capital et des services, tant à l'intérieur d'un pays qu'entre nations. Ceux, donc, qui cherchent à rétablir un étalon commun ne sont pas à la recherche d'un fétiche ou d'une abstraction intellectuelle; ils travaillent à réaliser cette plus grande prospérité économique, résultat naturel d'un échange plus actif des marchandises, des services et des capitaux, qui présuppose en retour l'existence d'un étalon sûr et d'une mesure commune de valeur et d'échange.

De plus, l'étalon-or n'est pas fait pour un monde abstrait. Il doit fonctionner dans le cadre d'un système économique et financier donné. Si la base de ce système devient défectueuse par suite, soit du déséquilibre de la balance internationale des comptes ou de la situation économique intérieure, soit d'une insuffisante coordination dans le mécanisme du crédit, le fonctionnement normal de l'étalon-or ou même de tout autre étalon se trouvera aussitôt empêché ou anéanti. Un système monétaire sain ne se conçoit que dans un système économique sain, de même qu'un système économique sain présuppose un système monétaire sain. L'effort persistant fait par chaque pays pour remédier aux difficultés et pour restaurer l'équilibre est un des symptômes encourageants de l'époque, mais cet effort devra également être renforcé dans le domaine des relations extérieures.

Il n'est pas douteux que l'or redeviendra la base générale du système monétaire. La véritable question est de savoir si l'adoption de mesures précises sera remise à plus tard, ou si, par un effort commun, peut-être aussi à la suite des besoins manifestes révélés par l'échec de l'effort commun, on ne tentera pas prochainement d'effectuer un règlement général des questions monétaires et financières, ouvrant la voie à un rétablissement du système monétaire et à une reprise économique véritable. Certains facteurs particuliers, qui avaient largement contribué à la tension de l'après-guerre, ainsi qu'à l'effondrement et à une désaffection du système de l'étalon-or, ont maintenant perdu de leur acuité. Il n'y a pas encore eu d'ajustement définitif relatif à l'immense réseau des engagements financiers qui dérivent de la guerre, mais, au fur et à mesure que le temps passe, on tend de plus en plus à se rendre compte des répercussions de ces engagements et des conséquences que leur dénouement entraînera dans la pratique. Le danger du volume excessif de l'endettement à court terme, qui a été particulièrement néfaste pour le fonctionnement régulier d'un étalon monétaire international — non seulement à cause du volume même de cet endettement, mais aussi à cause de l'ignorance où l'on était de son étendue — a été fortement réduit, grâce à sa liquidation progressive et à la connaissance des données exactes de la situation fournies par des statistiques qui méritent d'être suivies à l'avenir pour assurer un contrôle de ce danger particulier. L'importance du poids des dettes et la nécessité de les adapter aux conditions économiques générales sont aujourd'hui mieux reconnues, et on s'en préoccupe davantage, comme en témoignent

les mesures prises dans un grand nombre de pays pour réduire l'importance de la dette par des moyens divers. L'insuffisance d'or redoutée ne s'est pas fait sentir en raison de l'augmentation constante de sa production, des procédés envisagés pour en économiser l'emploi, ou de l'importance des réserves thésaurisées qui réapparaîtront sans doute dès la reprise des affaires. Le niveau des prix, qui est d'une importance primordiale dans la question des dettes, et qui est en même temps un facteur essentiel du maintien d'un étalon monétaire stable pour les échanges internes et extérieurs, atteint peu à peu son équilibre, à la suite d'ajustements intérieurs de chaque économie nationale et de l'application d'une politique dite communément de déflation, ou d'inflation, ou parfois d'une application combinée de l'un et de l'autre processus. Quoiqu'on ait beaucoup parlé, et à juste titre, de la diminution sensible du commerce international et du déséquilibre consécutif des balances des comptes qui a provoqué l'ébranlement ou l'effondrement de l'étalon-or, il n'en reste pas moins qu'en volume, la quantité des marchandises exportées et importées, dans le commerce mondial, au cours de l'année 1933, correspond à peu près à ce qu'elle était en 1923—1924 ; son volume est largement égal à celui de 1913 et inférieur d'environ 25 % seulement à celui de l'année record que fut 1929. Cela signifie, par conséquent, que, malgré les barrières et les restrictions opposées au libre mouvement des marchandises et des capitaux, les besoins du monde et les productions correspondantes ont à peine été réduits. Le problème de la reprise économique est surtout un problème de la valeur du volume des marchandises échangées et consommées comme d'un ajustement des prix ; il peut être résolu soit par une élévation des prix, soit par des réductions serrées des prix de revient, effectuées de façon à laisser une marge bénéficiaire suffisante. Les autorités monétaires et les Gouvernements se rendent parfaitement compte de la liaison qui existe entre ce complexe problème des prix et l'étalon monétaire : cela ressort avec évidence de l'adoption des principes relatifs au fonctionnement de l'étalon-or, tels qu'ils sont exposés dans la cinquième résolution de la Section Monétaire de la Conférence de Londres qui est citée ci-dessus au Chapitre II ; cette résolution indiquait et délimitait le champ d'action des autorités monétaires, selon leurs pouvoirs, et elle soulignait avec force la nécessité et les avantages d'une collaboration entre Banques Centrales, directement, ou par l'intermédiaire de la Banque des Règlements Internationaux.

La Banque des Règlements Internationaux se prépare au rôle futur qui lui incombera, lorsque les principales monnaies auront été stabilisées — dans la mesure où elles ne le sont pas encore — lorsque leurs parités nouvelles auront été définitivement établies — pour autant qu'elles ne sont pas déjà fixées — et lorsqu'enfin l'étalon monétaire international rétabli utilisera l'or pour le règlement de tous les soldes nets des balances des paiements et pour la régularisation des mouvements de change. La technique de l'étalon-or demande à être améliorée dans son fonctionnement national et international ; elle en est susceptible et on peut, en particulier, faire appel,

dans ce but, à une collaboration continue entre les autorités monétaires opérant, dans la mesure du possible, par l'intermédiaire d'une agence centrale. Le mot «Collaboration» peut être un mot abstrait, mais on a vu en pratique qu'il répondait à une réalité concrète lorsque les Banques Centrales se trouvent en présence d'un problème d'ordre spécifiquement financier ou monétaire. La Banque des Règlements Internationaux s'efforcera de contribuer au rétablissement de conditions monétaires et financières plus normales dans le domaine international. C'est un programme constructif, riche de responsabilités et de possibilités, que les nations réunies à Londres ont proposé à la Banque, dans un domaine d'importance vitale, lorsque leurs délégués ont déclaré, à l'unanimité, que la Banque des Règlements Internationaux constitue un organisme monétaire essentiel et qu'elle devra jouer un rôle de plus en plus important, non seulement en favorisant les rapprochements entre les autorités monétaires pour procéder à de mutuels échanges de vues et pour élaborer une action concertée, mais aussi parce que, dès maintenant et à l'avenir, la Banque «devra continuellement examiner l'application des principes du fonctionnement de l'étalon-or et étudier toutes les modifications à ces principes que l'expérience pourrait révéler désirables».

LEON FRASER
Président.

ANNEXES

PERSONNEL

31 Mars 1934

1. Direction de la Banque		6	
2. Fonctionnaires :			
Bureaux du Président et du Directeur Général	2		
Comptabilité	4		
Administration	1		
Département Bancaire	6		
Secrétariat Général	2		
Département Monétaire et Economique	6		21
3. Employés :			
Comptabilité	12		
Administration	3		
Département Bancaire	10		
Chiffre	2		
Secrétariat Général	5		
Département Monétaire et Economique	4		
Secrétaires particuliers	6		
Enregistrement	5		
Traducteurs	2		
Sténo-Dactylographes	7		56
	Total		<u>83*</u>

* A l'exclusion du petit personnel employé à l'entretien des bureaux, des plantons etc.

BILAN AU

(EN FRANCS SUISSES)

ACTIF			%
I. OR EN LINGOTS		28.176.330,05	4,2
II. ENCAISSE			
A la Banque et en compte courant dans d'autres Banques		2.757.222,93	0,4
III. FONDS A VUE placés à intérêts		14.447.209,47	2,2
IV. PORTEFEUILLE RÉESCOMPTABLE			
1. Effets de commerce et acceptations de Banque	157.718.741,07		23,6
2. Bons du Trésor	192.103.471,25		28,8
		349.822.212,32	
V. FONDS A TERME placés à intérêts			
A 3 mois d'échéance au maximum		41.211.361,—	6,2
VI. EFFETS ET PLACEMENTS DIVERS			
1. Bons du Trésor	89.215.901,72		13,4
2. Effets de Chemins de fer et de l'Adminis- tration des Postes, et placements divers	132.828.299,42		19,9
		222.044.201,14	
VII. AUTRES ACTIFS		9.067.383,07	1,3
<p>NOTES — 1. La totalité des dépôts à court terme et à vue en monnaies diverses (Article IV du Passif) est largement couverte par des avoirs immédiatement disponibles, soit dans la monnaie initiale des dépôts, soit dans des monnaies libres de toutes restrictions de change. Les autres avoirs en monnaies diverses, détenus en contre-partie des engagements à long terme, du capital, des réserves et des postes divers (Articles I, II, III et VI du Passif), se trouvent placées, en grande partie, dans des pays où des restrictions de change sont en vigueur à l'heure actuelle et ne permettent pas de convertir librement ces monnaies en or ou en d'autres monnaies; toutefois, une importante proportion desdits avoirs se trouve soit compensée par des engagements exprimés dans les mêmes monnaies, soit couverte par des contrats spéciaux garantissant leur valeur-or. En outre, aux termes de l'Article X des Accords de La Haye de Janvier 1930, les signataires de ces Accords ont déclaré que la Banque ne pourra subir aucun préjudice du fait d'interdictions ou restrictions à l'exportation de l'or ou de devises ou de toute autre mesure analogue.</p> <p>2. Le Fonds de Garantie du Gouvernement français (Article III 3. du Passif) est exprimé dans les livres de la Banque en dollars qui, au cours du marché du 31 Mars 1934, étaient équivalents à 40.903.395,15 francs suisses au pair monétaire. Le Gouvernement français et la Banque ont convenu de s'en remettre à un tiers indépendant pour décider si l'engagement de la Banque relatif à ce Fonds se limite à ce montant, ou si, en raison des dispositions du Contrat de Mandat (Trust), il doit être évalué à sa valeur-or initiale ou déterminé d'après quelque autre base. En attendant cette décision, une somme suffisante pour parfaire le montant maximum auquel pourrait s'élever l'engagement de la Banque est gardée en réserve et comprise dans l'Article VI - Divers.</p>			
		667.525.919,98	100,0

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

Conformément à l'Article 52 de ses Statuts, nous avons examiné les livres et les comptes de obtenu toutes les informations et explications qui nous étaient nécessaires et, qu'à notre avis, et correcte de la situation des affaires de la Banque exprimées en francs suisses (au pair monétaire) l'examen des livres mis à notre disposition et des explications ou renseignements qui nous ont

BÂLE, le 5 Mai 1934.

31 MARS 1934

AU PAIR MONÉTAIRE)

PASSIF			
			%
I. CAPITAL			
Capital autorisé et émis			
200.000 actions de 2.500 frs. suisses-or chacune libérées de 25 %	500.000.000,—	125.000.000,—	18,7
II. RÉSERVES			
1. Fonds de Réserve Légale	2.021.691,48		
2. Fonds de Réserve de Dividendes	3.894.823,45		
3. Fonds de Réserve Générale	7.789.646,89	13.706.161,82	2,1
III. DÉPÔTS A LONG TERME			
1. Compte de Trust des Annuités	153.546.250,—		23,0
2. Dépôt du Gouvernement allemand	76.773.125,—		11,5
3. Fonds de garantie du Gouvernement français	40.903.395,15	271.222.770,15	6,1
IV. DÉPÔTS A COURT TERME ET A VUE (en monnaies diverses)			
1. Banques Centrales pour leur compte:			
a) A 3 mois d'échéance au maximum	108.125.973,66		16,2
b) A vue	42.608.682,07		6,4
		150.734.655,73	
2. Banques Centrales pour le compte d'autres déposants:			
A vue		9.417.830,74	1,4
3. Autres déposants:			
A vue		1.071.194,66	0,2
		28.176.330,05	4,2
V. DÉPÔTS A VUE (Or)			
		55.189.904,01	8,3
VI. DIVERS			
VII. SURPLUS			
Bénéfice pour l'exercice social prenant fin le 31 Mars 1934		13.007.072,82	1,9
		667.525.919,98	100,0

la Banque, pour l'exercice social prenant fin le 31 Mars 1934. Nous déclarons que nous avons le bilan ci-dessus et les Notes qui l'accompagnent sont établis de manière à donner une vue exacte pour la contrevaieur des diverses monnaies utilisées, pour autant que cette situation ressort de été donnés.

PRICE, WATERHOUSE & Co.
Chartered Accountants.

COMPTE DE PROFITS ET PERTES

pour l'exercice social prenant fin le 31 Mars 1934

	Francs suisses au pair monétaire
Revenu net provenant de l'utilisation du capital de la Banque et des dépôts qui lui ont été confiés, après déduction de la provision nécessaire pour les charges éventuelles	16.320.646,98
Commissions de la Banque:	
En qualité de Mandataire (Trustee) (ou Agent Fiscal des Trustees) d'Emprunts Internationaux	231.286,84
En raison de crédits spéciaux	53.581,73
Droits de transfert	564,88
	16.656.080,43
Frais d'administration:	
Conseil d'Administration — indemnités et frais de voyage	290.848,54
Direction et personnel — traitements et frais de voyage	2.677.659,54
Loyer, assurance, chauffage, éclairage et eau	223.344,31
Fournitures de bureau, livres, périodiques	93.408,46
Téléphone, télégraphe et frais postaux	98.400,58
Rémunérations d'experts (Commissaires-Vérificateurs, interprètes, etc.)	30.165,39
Imposition cantonale	49.798,38
Droits d'abonnement sur l'émission française des actions de la Banque	27.989,13
Divers	57.393,28
	3.549.007,61
Provision pour indemnités au personnel et frais de rapatriement	100.000,—
Frais à déduire	3.649.007,61
BÉNÉFICE NET	13.007.072,82

ANNEXE IV**COMPTE D'AFFECTATION DU BÉNÉFICE NET**

	<u>Francs suisses au pair monétaire</u>
BÉNÉFICE NET pour l'exercice social prenant fin le 31 Mars 1934	13.007.072,82
Réparti conformément à l'Article 53 a), b), c) et d) des Statuts, de la façon suivante:	
Au Fonds de Réserve Légale — 5% de 13.007.072,82	650.353,64
	<u>12.356.719,18</u>
Dividende au taux de 6 % par an sur le capital versé	7.500.000,—
	<u>4.856.719,18</u>
Au Fonds de Réserve de Dividendes — 20% de 4.856.719,18	971.343,84
	<u>3.885.375,34</u>
Au Fonds de Réserve Générale — 50% de 3.885.375,34	1.942.687,67
Solde	<u>1.942.687,67</u>

Distribué conformément à l'Article 53 e) (1) des Statuts, de la façon suivante:

	<u>Francs suisses au pair monétaire</u>
Fonds de Garantie du Gouvernement français prévu à l'Article XIII du Contrat de Mandat (Trust) — attribué sur la base de l'équivalent moyen en or du montant pour lequel le Fonds figurait dans les livres de la Banque pendant l'année	339.388,27
Dépôt sans intérêt du Gouvernement allemand prévu à l'Article IX du Contrat de Mandat (Trust)	499.446,03
Dépôts minima des Gouvernements créanciers prévus à l'Article IV e) du Contrat de Mandat (Trust)	
France	543.696,94
Grande-Bretagne	212.464,34
Italie	110.976,91
Belgique	60.033,41
Roumanie	10.488,36
Yougoslavie	43.651,58
Grèce	3.596,01
Portugal	6.892,36
Japon	6.892,36
Pologne	199,78
	<u>998.892,05</u>
Reliquat disponible pour répartition entre les dépôts ci-dessus mentionnés et qui ne pourra être attribué tant que le montant de l'engagement de la Banque au titre du Fonds de Garantie du Gouvernement français n'aura pas été précisé	<u>104.961,32</u>
	<u>1.942.687,67</u>

AGENT FISCAL DES TRUSTEES DE
État des Recettes et des Paiements pour la neuvième
Recettes

	Tranche américaine \$	Tranche anglaise £	Tranche française £
1. SOLDES EN BANQUE au 16 Octobre 1932	2.237.445,39	446,612.11. 1	63,415. 9.11
2. REÇU DU GOUVERNEMENT ALLEMAND pour:			
le service des intérêts	4.619.064,13	672,104. 9. 4	167,730. 9. 6
l'amortissement des obligations	4.620.000,—	327,886.11. 4	81,971.10.—
les frais	14.782,94	1,778. 1.10	443. 9.11
3. INTÉRÊTS PERÇUS sur les fonds employés en attendant leur utilisation pour le service de l'emprunt	14.289,39	1,256.15. 8	288.11.11
	11.505.581,85	1,449,638. 9. 3	313,849.11. 3

Paiements

1. INTÉRÊTS			
Coupons échus et intérêts courus sur les obligations rachetées pour le fonds d'amortissement	3.799.954,71	691,120. 9. 5	127,508. 7.—
2. AMORTISSEMENT			
Obligations sorties aux tirages et remboursées (après ajuste- ments en raison de coupons non échus et détachés)	—	3.10.—	21.—.—
Obligations amorties par rachat	4.626.465,50	355,039.17.10	81,250. 9. 7
3. FRAIS			
Commission et frais des Agents Financiers et de l'Agent Fiscal et indemnités et frais des Mandataires (Trustees)	29.299,46	2,837. 3. 2	791.18. 3
4. SOLDES EN BANQUE au 15 Octobre 1933, détenus aux fins indiquées à l'Annexe V b	3.049.862,18	400,637. 8.10	104,277.16. 5
	11.505.581,85	1,449,638. 9. 3	313,849.11. 3

NOTE — En vertu des termes de l'obligation définitive de la tranche américaine de l'Emprunt Extérieur Allemand des États-Unis d'Amérique d'un poids d'or fin fixé par la loi en vigueur au 15 Octobre 1924». Toutefois, en mai les obligations libellées en dollars et contenant une clause or étant, d'après la position prise par le Gouvernement de ladite clause, le Gouvernement allemand était d'avis que le service de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924 pendant les mois suivants, pour le service mensuel de l'emprunt, que des fonds suffisant à effectuer le service de en monnaie or, n'a
Aucune interprétation juridique compétente n'ayant été donnée au sujet des droits que les porteurs détiennent en n'ont pas jugé à propos d'essayer de recourir à la garantie collatérale — constituée en reichsmarks — mais ils l'application stricte des termes de l'obligation définitive

CERTIFICAT DES

Nous avons vérifié les livres et les comptes de l'Agent Fiscal des Mandataires (Trustees) de l'Emprunt Extérieur et certifions que l'état ci-dessus des Recettes et des Paiements est conforme à ces livres et comptes et Nous avons aussi vérifié, au moyen de déclarations des dépositaires, l'existence des fonds en caisse
BÂLE, le 9 Janvier 1934.

L'EMPRUNT EXTÉRIEUR ALLEMAND DE 1924

année de l'Emprunt (du 16 Octobre 1932 au 15 Octobre 1933)

Tranche belge £	Tranche hollandaise £	Tranche allemande £	Tranche suisse £	Tranche suisse Frs. suisses	Tranche italienne Lires	Tranche suédoise Cour. suéd.	Frais généraux Frs. suisses
21,468. 2.—	49,109.—.11	2,659. 4. 2	83,191.10. 1	539.175,20	3.626.841,94	189.097,20	—
84,095. 9. 9	139,974. 9. 4	17,891. 3. 4	134,151.15.—	845.448,42	5.666.236,64	1.462.194,82	—
40,985.18.—	68,309.13. 4	8,743.13. 2	64,484. 7. 4	409.858,20	2.732.333,35	688.916,65	—
222. 8. 6	370. 4. 6	—	351.17.—	3.330,75	14.891,50	3.788,30	£ 110.—.— Frs.s.101.006,21
157. 9. 8	232. 5. 8	18. 2.11	226.19. 7	1.445,70	10.122,87	8.352,87	—
146,929. 7.11	257,995.13. 9	29,312. 3. 7	282,406. 9.—	1.799.258,27	12.050.426,30	2.352.349,84	£ 110.—.— Frs.s.101.006,21

52,001. 4. 3	104,480. 5. 5	9,188.17. 7	137,242. 8.—	861.786,20	5.782.064,20	738.955,—	—
—	—	—	—	—	1.972,50	—	—
40,675.—. 9	68,334. 8. 1	8,683.15. 8	64,460.18. 8	409.660,—	2.655.714,—	—	—
387. 5. 8	900.18.—	9. 6. 1	580. 2. 7	5.128,87	23.932,65	4.551,03	£ 110.—.— Frs.s.101.006,21
53,865.17. 3	84,280. 2. 3	11,430. 4. 3	80,122.19. 9	522.683,20	3.586.742,95	1.608.843,81	—
146,929. 7.11	257,995.13. 9	29,312. 3. 7	282,406. 9.—	1.799.258,27	12.050.426,30	2.352.349,84	£ 110.—.— Frs.s.101.006,21

de 1924, le service de l'intérêt et de l'amortissement est payable par le Gouvernement allemand « en monnaie d'or 1933, le Gouvernement allemand a informé les Mandataires (Trustees), par l'intermédiaire de leur Agent Fiscal, que des États-Unis d'Amérique, payables à leur valeur nominale en monnaie ayant cours légal sans qu'il soit tenu compte devait également être effectué sur cette base. En conséquence, le Gouvernement allemand n'a versé en mai 1933 et l'emprunt à sa valeur nominale en monnaie ayant cours légal; la prescription ci-dessus mentionnée, relative au paiement donc pas été remplie.

vertu des obligations émises aux États-Unis d'Amérique contenant une clause de monnaie or, les Mandataires (Trustees) ont notifié au Gouvernement allemand que la méthode de paiement adoptée ne leur paraît pas correspondre à et qu'ils réservent tous les droits des porteurs.

COMMISSAIRES-VÉRIFICATEURS

térieur Allemand de 1924 pour la neuvième année de l'emprunt prenant fin le 15 Octobre 1933 et nous qu'il reproduit correctement, avec la Note qui l'accompagne, les transactions de la période précitée. détenus au 15 Octobre 1933 aux fins indiquées à l'Annexe V b.

PRICE, WATERHOUSE & Co.
Chartered Accountants.

AGENT FISCAL DES TRUSTEES DE État indiquant les Fonds entre les

	Tranche américaine \$	Tranche anglaise £
Les soldes en banque au 15 Octobre 1933 étaient détenus pour:		
1. les coupons échus et les titres sortis aux tirages, non encore présentés:		
coupons échus	2.252.596,50	333,040. 6. 3
obligations sorties aux tirages, y compris les coupons non échus et détachés	2.691,50	—
2. les frais encourus au 15 Octobre 1933 mais non liquidés à cette date	5.745,50	836.19. 2
3. les versements anticipés du Gouvernement allemand relatifs à la dixième année de l'emprunt, diminués des fonds prélevés pour le rachat d'obligations sur le marché	604.413,83	55,486.15. 9
Fonds détenus pour la liquidation des engagements existants et futurs	2.865.447,33	389,364. 1. 2
4. le compte d'amortissement des obligations	589,—	42.19. 7
5. les autres fonds en caisse	183.825,85	11,230. 8. 1
Total des soldes en banque d'après l'État des Recettes et des Paiements — Annexe Va	3.049.862,18	400,637. 8.10

État indiquant les obligations

Valeur nominale des obligations émises	110.000.000	12,000,000
Moins la valeur nominale des obligations amorties, sorties aux tirages ou annulées pendant:		
1. les huit premières années de l'emprunt	39.611.400	2,111,900
2. la neuvième année de l'emprunt :		
a) au moyen de fonds d'amortissement afférents à la neuvième année de l'emprunt	6.367.000	402,600
b) au moyen de fonds d'amortissement afférents à la dixième année de l'emprunt et reçus anticipativement	230.000	39,000
Valeur nominale des obligations non amorties au 15 Octobre 1933 (voir note ci-dessous)	63.791.600	9,446,500

NOTE: Quand elles sont amorties par tirages, les obligations

L'EMPRUNT EXTÉRIEUR ALLEMAND DE 1924

mains des Dépositaires au 15 Octobre 1933

Tranche française £	Tranche belge £	Tranche hollandaise £	Tranche allemande £	Tranche suisse £	Tranche suisse Frs. suisses	Tranche italienne Lires	Tranche suédoise Cour. suéd.
84,805.10.—	41,702.10.—	70,224.—.—	8,834.—.—	66,902.10.—	435.890.—	2.912.332,50	738.955,—
52.10.—	3.10.—	—	—	3.10.—	1.105,—	3.445,—	685.000,—
212.—. 4	105.10.10	186.12.—	—	167. 4. 7	1.091,38	7.798,02	—
16,343.13. 3	10,585. 5.—	11,556.12.10	2,247. 9. 1	11,012. 5. 1	70.349,75	578.912,—	180.538,35
101,413.13. 7	52,396.15.10	81,967. 4.10	11,081. 9. 1	78,085. 9. 8	508.436,13	3.502.487,52	1.604.493,35
5. 4.—	81. 1.11	19. 5. 2	47.19. 8	70. 3. 7	221,10	76,—	—
2,858.18.10	1,387.19. 6	2,293.12. 3	300.15. 6	1,967. 6. 6	14.025,97	84.179,43	4.350,46
104,277.16. 5	53,865.17. 3	84,280. 2. 3	11,430. 4. 3	80,122.19. 9	522.683,20	3.586.742,95	1,608.843,81

non amorties au 15 Octobre 1933

3,000,000	1,500,000	2,500,000	360,000	2,360,000	15.000.000	100.000.000	25.200.000
540,900	263,000	448,200	96,800	407,100	2.633.000	17.354.000	4.087.000
96,600	49,000	78,900	10,800	72,000	441.000	2.727.000	685.000
6,400	—	8,000	—	7,400	40.000	137.500	—
2,356,100	1,188,000	1,964,900	252,400	1,873,500	11.886.000	79.781.500	20.428.000

de la tranche américaine sont remboursables à 105 %.

AGENT FISCAL DES TRUSTEES DE

Relevé en cours d'exercice des Recettes et des

Valeur nominale des obligations émises
Valeur nominale des obligations restant en circulation au 15 Avril 1934

Recettes

1. SOLDES EN BANQUE au 16 Octobre 1933
2. REÇU DU GOUVERNEMENT ALLEMAND pour:
 - le service des intérêts
 - l'amortissement des obligations
 - les frais
3. INTÉRÊTS PERÇUS sur les fonds employés en attendant leur utilisation pour le service de l'emprunt

Paiements

1. INTÉRÊTS
 - Coupons échus et intérêts courus sur les obligations amorties par rachat
2. AMORTISSEMENT
 - Obligations sorties aux tirages et remboursées (après ajustements en raison de coupons non échus et détachés)
 - Obligations amorties par rachat
3. FRAIS
 - Commission et frais des Agents Financiers et de l'Agent Fiscal et indemnités et frais des Mandataires (Trustees)
4. SOLDES EN BANQUE au 15 Avril 1934 pour:
 - le service des intérêts
 - l'amortissement des obligations
 - les coupons échus non encore présentés
 - les obligations sorties aux tirages et non encore présentées, y compris les coupons non échus et détachés
 - des postes divers

L'EMPRUNT EXTÉRIEUR ALLEMAND DE 1924

Paiements pour le semestre prenant fin le 15 Avril 1934

Dollars	Sterling	Francs suisses	Lires	Couronnes suédoises
110.000.000,—	21,720,000.—.—	15.000.000,—	100.000.000,—	25.200.000,—
60.844.300,—	16,716,600.—.—	11.647.000,—	78.259.000,—	20.428.000,—
3.049.862,18	734,614. 8. 9	522.683,20	3.586.742,95	1.608.843,81
2.058.322,15	580,248.19. 4	403.604,03	2.714.454,57	711.004,54
2.310.000,—	315,086. 2. 6	218.002,50	1.453.250,—	366.000,—
6.960,—	1,555.—.—	51.847,95	7.345,—	1.875,—
1.907,64	1,323. 2. 5	697,60	4.875,37	1.775,65
7.427.051,97	1,632,827.13.—	1.196.835,28	7.766.667,89	2.689.499,—
2.268.226,34	603,985.17. 9	419.820,70	2.784.300,65	738.955,—
2.100,—	—	—	1.000,—	685.000,—
2.300.838,13	314,844. 4.—	217.730,—	1.459.123,50	—
13.174,47	2,759.13. 6	52.617,88	13.175,05	1.787,45
373.459,33	99,996. 3. 4	69.568,35	466.194,15	119.163,35
239.888,37	7,561.11. 5	1.177,35	105.635,85	427.000,—
2.163.794,50	593,877.17. 6	428.015,—	2.894.937,50	714.980,—
591,50	59.10.—	1.105,—	2.445,—	—
64.979,33	9,742.15. 6	6.801,—	39.856,19	2.613,20
7.427.051,97	1,632,827.13.—	1.196.835,28	7.766.667,89	2.689.499,—

TRUSTEE DE L'EMPRUNT INTERNATIONAL

État des Recettes et des Paiements pour la troisième

Recettes

	Recettes	
	Reichsmarks	Dollars
1. SOLDES EN BANQUE au 2 Juin 1932	558.526,84	1.115.607,85
2. REÇU DU GOUVERNEMENT ALLEMAND pour:		
le service des intérêts	1.863.817,74	8.474.035,21
les ajustements intervenus entre les Agents Financiers relativement aux coupons payés en d'autres monnaies que celle de l'émission	211.575,82	-140.649,24
l'amortissement des obligations	428.182,98	2.099.510,45
les frais	4.956,04	21.865,09
3. INTÉRÊTS PERÇUS sur les fonds employés en attendant leur utilisation pour le service de l'emprunt	14.084,60	22.963,72
4. CONVERSIONS DE DEVICES (Chiffres nets) effectuées pour four- nir les devises nécessaires au service des tranches respectives	—	-4.208.403,39
	3.081.144,02	7.384.929,69

Paiements

	Paiements	
	Allemande	Américaine
1. INTÉRÊTS		
Coupons échus et intérêts courus sur les obligations rachetées pour le fonds d'amortissement	1.960.179,55	4.775.830,28
Ajustements nécessités entre les Agents Financiers relativement aux coupons payés en d'autres monnaies que celle de l'émission . . .	154.372,60	27.717,24
2. AMORTISSEMENT		
Obligations amorties par rachat	428.164,96	1.171.650,—
3. FRAIS		
Commission et frais des Agents Financiers	6.354,56	20.273,82
Commission du Mandataire (Trustee)	—	—
4. SOLDES EN BANQUE au 1 ^{er} Juin 1933, détenus aux fins indi- quées à l'Annexe VII b	532.072,35	1.389.458,35
	3.081.144,02	7.384.929,69

NOTE — En vertu des termes de l'Obligation Générale qui garantit l'emprunt, le service (intérêt et amortissement) (Article VIII et VI respectivement). Les onze premiers versements mensuels reçus le 15 de chaque mois, destinée au fonds d'amortissement étant employée au fur et à mesure à l'amortissement d'obligations au moyen 1^{er} Décembre 1932 étant employée

En ce qui concerne le douzième versement mensuel du service, c'est-à-dire celui qui venait à échéance le 15 Mai 1933, détenus en caisse pour le paiement des coupons de toutes les tranches (prises collectivement), et disponibles pour d'émission, et 2^o pour couvrir le douzième versement mensuel au fonds d'amortissement sur la base d'une monnaie tranches. La Clause or (Article VI) n'a donc pu être appliquée à cette partie du versement au fonds d'amortisse- à l'étalon or ou à l'étalon de change or (Amérique, Grande Bretagne et Suède); pour assurer la mise à exécution en reichsmarks et qui couvre seulement

CERTIFICAT DES

Nous avons vérifié les livres et les comptes du Mandataire (Trustee) de l'Emprunt International 5¹/₂% nous certifions que l'état ci-dessus des Recettes et des Paiements est conforme à ces livres et période précitée. Nous avons aussi vérifié les soldes en banque

BÂLE, le 26 Août 1933.

5 1/2 % 1930 DU GOUVERNEMENT ALLEMAND

année de l'Emprunt (du 2 Juin 1932 au 1^{er} Juin 1933)

Devises						
Belgas	Francs français	Sterling	Florins	Lires	Cour. suédoises	Francs suisses
959.837,99	59.372.668,62	419,129.17.10	855.284.87	2.999.461,75	4.124.675,38	2.502.246,93
1.809.063,70	139.267.379,05	45,464. 5.10	3.746.703,47	5.740.870,21	484.050.44	4.751.307,17
- 109.886,49	152.710,82	- 174. 6.—	- 232.036,59	- 26.719,—	—	1.006.557,10
421.188,71	31.967.231,66	12,260.12.11	903.779,39	1.308.002,30	111.553,20	1.117.874,94
4.450,20	528.216,19	146.13. 6	11.302,72	19.641,20	1.349,74	210.895,85
1.395,47	502.560,89	31. 4. 3	5.631,55	9.003,42	13,84	70,22
—	-10.486.246,49	886,787. 3.10	—	—	8.540.641,31	—
3.086.049,58	221.304.520,74	1,363,645.12. 2	5.290.665,41	10.050.259,88	13.262.283,91	9.588.952,21

Tranches et Devises y relatives						
Belge	Française	Anglaise	Hollandaise	Italienne	Suédoise	Suisse
1.847.620,08	124.403.356,61	897,963.13. 8	3.497.996,07	5.842.403,55	9.362.323,88	4.844.908,35
- 111.759,60	157.291,—	- 45,072. 4. 7	- 183.259,21	- 26.719,—	- 111.017,05	1.006.763,20
425.230,57	29.770.936,39	202,266. 8.—	903.759,98	1.307.752,—	1.916.196,03	1.123.094,50
7.581,61	698.776,50	2,887.10.10	15.025,26	27.777,95	27.463,99	20.767,04
—	—	—	—	—	—	194.989,42
917.376,92	66.274.160,24	305,600. 4. 3	1.057.143,31	2.899.045,38	2.067.317,06	2.398.429,70
3.086.049,58	221.304.520,74	1,363,645.12. 2	5.290.665,41	10.050.259,88	13.262.283,91	9.588.952,21

est payable par le Gouvernement allemand sous forme de versements mensuels égaux effectués sur une « base or » du mois de juin 1932 au mois d'avril 1933 inclus, ont été suffisants pour assurer le service sur cette base, la partie de rachats sur le marché, et la partie destinée au service des intérêts pour les coupons venant à échéance le au paiement sur une base or.

le Gouvernement allemand n'a payé au Trustee que les montants nécessaires 1^o pour porter le total des fonds alors les coupons de juin 1933, à un montant suffisant pour payer ces coupons à leur valeur nominale dans les monnaies or, en ce qui concerne six des tranches de l'emprunt, et sur la base d'une monnaie dépréciée, pour les trois autres ment qui était due en mai ni aux paiements des coupons de juin pour les tranches émises dans des pays non rattachés de cette obligation, il ne pouvait pas être fait pratiquement appel au recours à la garantie collatérale qui est constituée les deux tiers du service de l'emprunt.

COMMISSAIRES-VÉRIFICATEURS

1930 du Gouvernement Allemand, pour la troisième année de l'emprunt prenant fin le 1^{er} Juin 1933, et comptes et qu'il reproduit correctement, avec la Note qui l'accompagne, les transactions de la au 1^{er} Juin 1933, au moyen de déclarations fournies par les dépositaires.

PRICE, WATERHOUSE & Co.
Chartered Accountants.

TRUSTEE DE L'EMPRUNT INTERNATIONAL

État indiquant les Fonds entre les

	Allemande	Américaine
Les soldes en banque au 1 ^{er} Juin 1933 étaient détenus pour :		
1. les coupons échus non encore présentés	523.608,25	1.340.297,75
2. les frais encourus au 1 ^{er} Juin 1933 mais non liquidés à cette date	1.309,22	6.545,50
3. les ajustements nécessaires entre les Agents Financiers relativement aux coupons payés en d'autres monnaies que celle de l'émission	833,43	303,26
Fonds détenus pour la liquidation des engagements existants et futurs	525.750,90	1.347.146,51
4. le compte d'amortissement des obligations	34,32	36.740,09
5. les autres fonds en caisse	6.287,13	5.571,75
6. les montants à prélever sur les versements futurs au titre du service de l'emprunt pour frais courus	—	—
Total des soldes en banque d'après l'État des Recettes et des Paiements — Annexe VIIa	532.072,35	1.389.458,35

État indiquant les obligations

Valeur nominale des obligations émises	36.000.000	98.250.000
Moins la valeur nominale des obligations amorties pendant :		
1. les deux premières années de l'emprunt	1.256.100	4.144.000
2. la troisième année de l'emprunt	590.600	2.458.000
Valeur nominale des obligations non amorties au 1 ^{er} Juin 1933 . .	34.153.300	91.648.000

5 1/2 % 1930 DU GOUVERNEMENT ALLEMAND

mains des Dépositaires au 1^{er} Juin 1933

Tranches et Devises y relatives						
Belge	Française	Anglaise	Hollandaise	Italienne	Suédoise	Suisse
914.881,—	65.758.825,—	309,407. 3. 2	1.037.544,75	2.879.800,—	1.996.065,50	2.393.242,50
2.353,89	241.406,07	780. 6.—	4.671,30	10.491,48	8.685,05	5.984,07
782,77	3.024,85	— 4,628.II. 2	11.802,47	6.210,—	57.287,86	— 241,53
918.017,66	66.003.255,92	305,558.18.—	1.054.018,52	2.896.501,48	2.062.038,41	2.398.985,04
455,97	251,99	25.15. 7	31,66	254,12	462,26	673,60
—	270.652,33	15.10. 8	3.093,13	2.289,78	4.816,39	—
— 1.096,71	—	—	—	—	—	— 1.228,94
917.376,92	66.274.160,24	305,600. 4. 3	1.057.143,31	2.899.045,38	2.067.317,06	2.398.429,70

non amorties au 1^{er} Juin 1933

35.000.000	2.515.000.000	12.000.000	73.000.000	110.000.000	110.000.000	92.000.000
1.370.900	85.163.000	498.700	3.192.900	3.832.000	4.389.000	3.685.000
895.200	54.875.000	301.200	1.979.100	2.068.000	2.838.000	2.248.000
32.733.900	2.374.962.000	11.200.100	67.828.000	104.100.000	102.773.000	86.067.000

TRUSTEE DE L'EMPRUNT INTERNATIONAL

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

	Reichsmarks	Dollars
Valeur nominale des obligations émises	36.000.000,—	98.250.000,—
Valeur nominale des obligations restant en circulation au 1 ^{er} Déc. 1933	34.104.200,—	91.305.600,—
Recettes		
1. SOLDES EN BANQUE au 2 Juin 1933	532.072,35	1.389.458,35
2. REÇU DU GOUVERNEMENT ALLEMAND pour:		
le service des intérêts	1.094.174,74	2.491.175,47
l'amortissement des obligations	38.388,80	111.928,91
les frais	2.598,37	8.048,61
3. INTÉRÊTS PERÇUS sur les fonds employés en attendant leur utilisation pour le service de l'emprunt	6.315,17	1.777,79
	1.673.549,43	4.002.389,13
Paie-		
1. INTÉRÊTS		
Coupons échus et intérêts courus sur les obligations amorties par rachat	1.058.828,03	2.318.096,93
2. AMORTISSEMENT		
Obligations amorties par rachat	38.345,50	148.643,25
3. FRAIS		
Commission et frais des Agents Financiers et commission du Mandataire (Trustee)	2.740,33	8.009,05
4. SOLDES EN BANQUE au 1 ^{er} Décembre 1933 pour:		
l'amortissement des obligations	77,62	25,75
les coupons échus non encore présentés	564.500,37	1.511.197,25
des postes divers	9.057,58	16.416,90
	1.673.549,43	4.002.389,13

5 1/2 % 1930 DU GOUVERNEMENT ALLEMAND

ments pour le semestre prenant fin le 1^{er} Décembre 1933

Belgas	Francs français	Sterling	Florins	Lires	Couronnes suédoises	Francs suisses
35.000.000,— 32.636.800,—	2.515.000.000,— 2.368.970.000,—	12.000.000.—,— 11,174,300.—,—	73.000.000,— 67.617.400,—	110.000.000,— 103.903.000,—	110.000.000,— 102.487.000,—	92.000.000,— 85.827.000,—
917.376,92	66.274.160,24	305,600. 4. 3	1.057.143,31	2.899.045,38	2.067.317,06	2.398.429,70
895.216,57	65.291.465,73	309,624.16. 1	1.672.328,86	2.850.491,47	2.564.398,61	2.818.247,55
39.479,80	2.732.419,90	13,641. 2. 9	84.385,80	118.478,50	124.560,60	103.667,40
3.857,74	293.281,77	860.16. 5	4.821,42	9.742,32	7.357,23	85.452,57
5,74	203.301,90	276.13. 1	5.241,92	3.668,39	49,99	7.100,36
1.855.936,77	134.794.629,54	630,003.12. 7	2.823.921,31	5.881.426,06	4.763.683,49	5.412.897,58
896.978,92	65.495.725,68	324,554. 5. 6	1.753.143,29	2.825.092,05	1.388.809,48	3.170.394,70
39.746,71	2.732.056,96	13,638. 2.11	84.412,68	118.706,—	124.476,25	103.850,—
2.747,04	261.581,30	875.12. 3	4.936,06	11.935,70	6.904,19	84.319,77
189,06	614,93	28.15. 5	4,78	26,62	546,61	491,—
911.728,48	65.703.968,81	289,260.—. 3	966.427,—	2.907.327,50	3.226.589,30	2.035.332,05
4.546,56	600.681,86	1,646.16. 3	14.997,50	18.338,19	16.357,66	18.510,06
1.855.936,77	134.794.629,54	630,003.12. 7	2.823.921,31	5.881.426,06	4.763.683,49	5.412.897,58

TRUSTEE DE L'EMPRUNT INTERNATIONAL DE

État des Recettes et des Paiements pour la troisième Recettes

	Tranche américaine \$	Tranches anglaise et hollandaise £
1. SOLDES EN BANQUE au 1 ^{er} Juillet 1932	866.483,16	121.485. 7. 7
2. REÇU DU GOUVERNEMENT AUTRICHIEN pour :		
le service des intérêts	1.644.453,—	230.777.—.—
l'amortissement des obligations	—	—
les frais	1.573,50	561.10.—
3. INTÉRÊTS PERÇUS sur les fonds employés en attendant leur utilisation pour le service de l'emprunt	65,94	17.19. 6
4. FONDS TRANSFÉRÉS des tranches anglaise, hollandaise et suisse pour couvrir les indemnités et frais du Mandataire (Trustee) (voir ci-dessous)	—	—
	2.512.575,60	352.841.17. 1

Paiements

1. INTÉRÊTS Coupons échus et intérêts courus sur les obligations rachetées pour le fonds d'amortissement	1.656.953,28	232.050.—.—
2. AMORTISSEMENT Obligations sorties aux tirages et remboursées	—	—
Obligations amorties par rachat	160,—	—
3. FRAIS Commission et frais des Agents Financiers et indemnités et frais du Mandataire (Trustee)	4.636,32	1.183. 8. 4
4. FONDS TRANSFÉRÉS pour couvrir les indemnités et frais du Mandataire (Trustee)	—	300.—.—
5. SOLDES EN BANQUE au 30 Juin 1933, détenus aux fins indiquées à l'Annexe IX b	850.826,—	119.308. 8. 9
	2.512.575,60	352.841.17. 1

NOTE — Les versements au fonds d'amortissement payables pendant la troisième année de l'emprunt pour la tranche effectués conformément à la procédure régulière; toutefois, les versements correspondants relatifs aux autres contiennent une clause de «valeur or», mais jusqu'à l'échéance du coupon payable le 1^{er} Janvier 1933 inclus, le toutefois, le coupon payable le 1^{er} Juillet 1933, le Gouvernement a fourni au Mandataire (Trustee) les fonds L'obligation définitive de la tranche américaine de l'emprunt contient une clause de «monnaie or», mais le le coupon payable

CERTIFICAT DES

Nous avons vérifié les livres et les comptes du Mandataire (Trustee) de l'Emprunt International 30 Juin 1933 et nous certifions que l'état ci-dessus des Recettes et des Paiements — avec la les transactions de la période précitée. Nous avons aussi vérifié les soldes

BÂLE, le 26 Août 1933.

LA RÉPUBLIQUE FÉDÉRALE D'AUTRICHE 1930

année de l'Emprunt (du 1^{er} Juillet 1932 au 30 Juin 1933)

Tranche italienne Lires	Tranche suédoise Cour. suéd.	Tranche suisse Frs. suisses	Tranche autrichienne Schillings	Frais généraux	
				£	Frs. suisses
3.485.358,69	509.386,39	886.894,81	1.787.651,78	—	—
6.669.230,—	681.355,—	1.676.430,—	3.313.628,92	—	—
—	—	—	883.160,—	—	—
16.385,—	500,—	4.185,—	14.515,65	—	13.998,48
308,03	1.609,29	32,50	25.707,35	—	—
—	—	—	—	300.—,—	14.516,—
10.171.281,72	1.192.850,68	2.567.542,31	6.024.663,70	300.—,—	28.514,48

6.709.974,25	689.710,—	1.664.635,—	3.355.487,38	—	—
—	157.590,—	—	—	—	—
—	—	—	840.234,—	—	—
37.054,05	3.723,86	8.381,51	19.127,05	300.—,—	28.514,48
—	—	14.516,—	—	—	—
3.424.253,42	341.826,82	880.009,80	1.809.815,27	—	—
10.171.281,72	1.192.850,68	2.567.542,31	6.024.663,70	300.—,—	28.514,48

autrichienne de l'emprunt ont été reçus et employés à l'amortissement d'obligations au moyen de rachats sur le marché
tranches n'ont pas été reçus par le Mandataire (Trustee). L'obligation définitive de la tranche autrichienne de l'emprunt
Gouvernement autrichien n'a pas fourni les sommes nécessaires pour donner effet à cette clause. En ce qui concerne,
supplémentaires nécessaires, à la date d'échéance du coupon, c'est-à-dire après la date de clôture de l'état ci-dessus.
Gouvernement autrichien n'a pas fourni les sommes nécessaires pour donner effet à cette clause en ce qui concerne
le 1^{er} Juillet 1933.

COMMISSAIRES-VÉRIFICATEURS

de la République Fédérale d'Autriche 1930 pour la troisième année de l'emprunt prenant fin le
Note qui l'accompagne — est conforme à ces livres et comptes et qu'il reproduit correctement
en banque au 30 Juin 1933, au moyen de déclarations des dépositaires.

PRICE, WATERHOUSE & Co.
Chartered Accountants.

TRUSTEE DE L'EMPRUNT INTERNATIONAL DE

État indiquant les Fonds entre les mains

Les soldes en banque au 30 Juin 1933 étaient détenus pour:

1. a) les coupons échus non encore présentés
- b) les coupons à échéance du 1^{er} Juillet 1933
2. les frais encourus au 30 Juin 1933 mais non liquidés à cette date
- Fonds détenus pour la liquidation des engagements existants et futurs
3. le compte d'amortissement des obligations
4. les autres fonds en caisse
- Total des soldes en banque d'après l'État des Recettes et des Paiements — Annexe IXa

État indiquant les obligations

- Valeur nominale des obligations émises
- Moins la valeur nominale des obligations amorties pendant:
1. les deux premières années de l'emprunt
 2. la troisième année de l'emprunt
- Valeur nominale des obligations non amorties au 30 Juin 1933 (voir note ci-dessous)

NOTE: Quand elles sont amorties par tirages,

LA RÉPUBLIQUE FÉDÉRALE D'AUTRICHE 1930

des Dépositaires au 30 Juin 1933

Tranche américaine \$	Tranches anglaise et hollandaise £	Tranche italienne Lires	Tranche suédoise Cour. suéd.	Tranche suisse Frs. suisses	Tranche autrichienne Schillings
15.956,50	2.613. 5. 5	46.380,25	—	37.030,—	67.392,50
832.226,50	116.588.10.—	3.359.615,—	339.500,—	838.215,—	1.649.501,—
2.288,78	— 2	17.064,65	1.697,60	4.376,84	8.273,57
850.471,78	119.201.15. 7	3.423.059,90	341.197,60	879.621,84	1.725.167,07
30,58	7. 6. 7	39,70	85,—	250,75	42.956,70
323,64	99. 6. 7	1.153,82	544,22	137,21	41.691,50
850.826,—	119.308. 8. 9	3.424.253,42	341.826,82	880.009,80	1.809.815,27

non amorties au 30 Juin 1933

25.000.000,—	3.500.000,—	100.000.000,—	10.000.000,—	25.000.000,—	50.000.000,—
1.221.700,—	168.900,—	4.011.000,—	147.000,—	1.051.000,—	1.763.000,—
400,—	—	—	153.000,—	—	1.108.400,—
23.777.900,—	3.331.100,—	95.989.000,—	9.700.000,—	23.949.000,—	47.128.600,—

les obligations sont remboursables à 103 %.

TRUSTEE DE L'EMPRUNT INTERNATIONAL DE

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

	Dollars
Valeur nominale des obligations émises	25.000.000,—
Valeur nominale des obligations restant en circulation au 31 Décembre 1933	22.968.700,—
Recettes	
1. SOLDES EN BANQUE au 1 ^{er} Juillet 1933	850.826,—
2. REÇU DU GOUVERNEMENT AUTRICHIEN pour:	
le service des intérêts	815.804,52
l'amortissement des obligations:	
espèces	498,30
obligations de l'emprunt acceptées pour une valeur de	712.716,20
les frais.	2.346,—
3. INTÉRÊTS PERÇUS sur les fonds employés en attendant leur utilisation pour le service de l'emprunt	758,53
	2.382.949,55
Paie-	
1. INTÉRÊTS	
Coupons échus et intérêts courus sur les obligations rachetées pour le fonds d'amortissement	833.085,54
2. AMORTISSEMENT	
Obligations amorties par rachat	220,—
Obligations remises par le Gouvernement autrichien pour l'amortissement	712.716,20
3. FRAIS	
Commission et frais des Agents Financiers et indemnités et frais du Mandataire (Trustee)	2.473,97
4. SOLDES EN BANQUE au 31 Décembre 1933 pour:	
le service des coupons à échéance du 1 ^{er} Janvier 1934	803.904,50
les obligations sorties au tirage remboursables le 1 ^{er} Janvier 1934	—
les coupons échus non encore présentés	20.328,—
l'amortissement des obligations	308,88
des postes divers	9.912,46
	2.382.949,55

LA RÉPUBLIQUE FÉDÉRALE D'AUTRICHE 1930

ments pour le semestre prenant fin le 31 Décembre 1933

Sterling	Lires	Couronnes suédoises	Francs suisses	Schillings
3,500,000.—.—	100.000.000,—	10.000.000,—	25.000.000,—	50.000.000,—
3,221,800.—.—	93.049.000,—	9.700.000,—	23.169.000,—	46.426.700,—
119,308. 8. 9	3.424.253,42	341.826,82	880.009,80	1.809.815,27
114,296.—.—	3.295.985,10	339.500,—	822.185,10	2.526.385,90
590.13. 4	282.307,80	254.100,—	65.499,16	614.878,86
99,026. 6. 8	2.481.562,—	—	630.705,74	—
763.16.—	18.822,—	1.803,—	14.716,—	9.113,59
145. 4. 7	4.476,73	1.944,63	753,15	13.884,20
334,130. 9. 4	9.507.407,05	939.174,45	2.413.868,95	4.974.077,82
118,233. 3.11	3.383.864,03	339.500,—	858.659,63	2.150.272,24
588. 3. 9	279.625,—	—	65.097,40	657.810,50
99,026. 6. 8	2.481.562,—	—	630.705,74	—
863. 9. 1	18.924,45	1.697,50	14.627,25	12.300,15
112,763.—.—	3.256.715,—	339.500,—	810.915,—	2.079.916,16
—	—	166.860,—	—	—
1,643.15. 5	40.115,25	—	21.875,—	43.855,86
9.16. 2	2.722,50	87.325,—	652,51	25,06
1,002.14. 4	43.878,82	4.291,95	11.336,42	29.897,85
334,130. 9. 4	9.507.407,05	939.174,45	2.413.868,95	4.974.077,82

EMPRUNTS INTERNATIONAUX

pour lesquels la banque est Trustee ou Agent Fiscal des Trustees

Fonds en caisse au 31 Mars 1934

	Emprunt Extérieur Allemand de 1924	Emprunt International 5 1/2% 1930 du Gouvernement Allemand	Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930	Total
	Francs suisses au pair monétaire			
FONDS DÉTENUS POUR :				
l'amortissement, par rachats sur le marché, si possible, ou au prochain tirage	495.177,07	1.841,33	113.176,75	610.195,15
le service des intérêts — Pro- vision pour l'échéance du pro- chain coupon	17.920.792,27	24.670.950,85	3.734.203,70	46.325.946,82
les obligations sorties aux tirages mais non encore présentées au remboursement	4.516,01	—	—	4.516,01
les coupons échus mais non encore présentés	330.443,24	1.682.902,33	251.006,27	2.264.351,84
les postes divers	37.910,53	307.476,76	37.691,41	383.078,70
TOTAL .	18.788.839,12	26.663.171,27	4.136.078,13	49.588.088,52

TRUSTEE DES GOUVERNEMENTS CRÉANCIERS POUR LES ANNUITÉS PAYABLES PAR L'ALLEMAGNE

État des Recettes et des Paiements
pour la période du 1^{er} Avril 1933 au 31 Mars 1934

(EN REICHSMARKS)

Recettes

	Reichsmarks
I — Soldes au 1 ^{er} Avril 1933:	
a) Déposés à des comptes spéciaux portant intérêts, conformément à l'Article IV f) du Contrat de Mandat (Trust), et réservés pour le paiement des livraisons en nature	578.761,26
b) Solde du compte de Trust des Annuités représentant les dépôts minima prescrits à l'Article IV e) du Contrat de Mandat (Trust)	125.000.000,—
II — Reçu du Gouvernement allemand (voir Note):	
a) pour le service de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924	57.342.112,74
b) pour deux tiers du montant requis pour le service de l'Emprunt International 5 ¹ / ₂ % 1930 du Gouvernement Allemand	44.660.982,30
III — Reçu de producteurs allemands, pour le compte de la France, en remboursement d'avances au titre de contrats de livraisons en nature n'ayant pas été entièrement exécutés	595.391,72
TOTAL	228.177.248,02

Paiements et soldes

	Reichsmarks
I — Aux Mandataires (Trustees) pour le service de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924, conformément à l'Article IV a) du Contrat de Mandat (Trust)	57.342.112,74
II — Au Mandataire (Trustee) pour le service de l'Emprunt International 5 ¹ / ₂ % 1930 du Gouvernement Allemand, conformément à l'Article IV b) du Contrat de Mandat (Trust)	44.660.982,30
III — Pour livraisons en nature, conformément à l'Article VII du Contrat de Mandat (Trust):	
Pour le compte des Gouvernements suivants:	
France	208.655,76
Yougoslavie	13.000,—
IV — Soldes au 31 Mars 1934:	
a) Soldes déposés à des comptes spéciaux portant intérêts, conformément à l'Article IV f) du Contrat de Mandat (Trust), et réservés pour le paiement des livraisons en nature	952.497,22
b) Solde du compte de Trust des Annuités représentant les dépôts minima prescrits à l'Article IV e) du Contrat de Mandat (Trust)	125.000.000,—
TOTAL	228.177.248,02

NOTE — L'obligation définitive de la tranche américaine de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924 contient une clause de «monnaie or», mais en raison de la législation en vigueur aux États-Unis, d'après laquelle les obligations libellées en dollars et contenant une clause or sont payables à leur valeur nominale en monnaie ayant cours légal sans tenir compte de ladite clause, le Gouvernement allemand a effectué le service de la tranche américaine de l'emprunt sur cette base de la monnaie légale. Les montants fournis au titre de l'Emprunt International 5¹/₂ % 1930 du Gouvernement Allemand ne comportent pas de fonds pour assurer sur une base de «valeur or» — ainsi qu'il est stipulé à l'Article VI de l'Obligation Générale — le service des tranches américaine, britannique et suédoise de l'emprunt, ni de fonds pour assurer, en ce qui concerne toutes les tranches, les versements mensuels dus au fonds d'amortissement depuis le 15 Juillet 1933 jusqu'au 15 Mars 1934 inclusivement.

A LA BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX, MANDATAIRE (TRUSTEE) DES GOUVERNEMENTS CRÉANCIERS POUR LES ANNUITÉS PAYABLES PAR L'ALLEMAGNE, BÂLE.

En tant que Commissaires-Vérificateurs de la Banque des Règlements Internationaux, nous avons examiné l'état ci-dessus et nous l'avons comparé avec les livres de la Banque. Conformément à l'Article XVII du Contrat de Mandat (Trust) conclu entre les Gouvernements créanciers et la Banque, nous certifions qu'à notre avis ledit état — avec la Note qui l'accompagne — reflète correctement toutes les opérations de la Banque concernant l'annuité allemande, y compris le service de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924, pour l'année prenant fin le 31 Mars 1934.

BÂLE, le 5 Mai 1934.

PRICE, WATERHOUSE & Co.
Chartered Accountants.

CONSEIL D'ADMINISTRATION

Leon Fraser	Président.
Prof. Alberto Beneduce, Rome	} Vice-Présidents.
Dr. L. J. A. Trip, Amsterdam	

Dott. V. Azzolini, Rome.
Prof. G. Bachmann, Zurich.
Baron Brincard, Paris.
Louis Franck, Bruxelles.
Emile Francqui, Bruxelles.
Gates W. McGarrah, New York, Président honoraire.
Clément Moret, Paris.
Sir Otto Niemeyer, Londres.
D. Nohara, Londres.
Montagu Collet Norman, Londres.
Dr. Paul Reusch, Oberhausen (Rheinland).
Dr. Hjalmar Schacht, Berlin.
Curt Freiherr von Schroeder, Cologne.
S. Shimasuye, Londres.
Marquis de Vogüé, Paris.

Suppléants

Pierre Fournier, Paris.
H. A. Siepmann, Londres.
Dott. Pasquale Troise, Rome.
Dr. Wilhelm Vocke, Berlin.
Paul Van Zeeland, Bruxelles.

DIRECTION

Leon Fraser,	Président.
Pierre Quesnay,	Directeur Général.
Ernst Hülse,	Directeur Général Adjoint.
R. H. Porters,	Directeur.
R. Pilotti,	Secrétaire Général.
Marcel van Zeeland,	Directeur.