

**BANQUE DES
RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX**

SIXIÈME RAPPORT ANNUEL

1^{ER} AVRIL 1935 — 31 MARS 1936

BÂLE

11 MAI 1936

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
I. Introduction	5
II. Cours des changes, mouvements des prix et commerce extérieur	15
III. Production et mouvements d'or	30
IV. Endettement international à court terme	44
V. Tendances des taux d'intérêt à court terme et à long terme	58
VI. Faits récents affectant les banques centrales et les banques privées	73
VII. Fonctions de mandataire (trustee) et d'agent fiscal exercées par la Banque:	
a) Paiements d'annuités de l'Allemagne, de la Hongrie, de la Bulgarie et de la Tchécoslovaquie	89
b) Emprunt Extérieur Allemand de 1924	90
c) Emprunt International 5 1/2 % 1930 du Gouvernement Allemand	92
d) Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930	94
e) Autres fonctions d'agent	95
VIII. Dépôts et Placements; bénéfices nets; réserves, dividendes et autres répartitions de bénéfices; changements dans le Conseil d'Administration et dans la Direction de la Banque	97
IX. Conclusion	104

ANNEXES

- I. Banques centrales et autres institutions bancaires possédant les droits de représentation et de vote à l'Assemblée Générale de la Banque.
- II. Bilan au 31 mars 1936.
- III. Compte de profits et pertes et compte d'affectation du bénéfice net pour l'exercice social ayant pris fin le 31 mars 1936.

- IV. Trustee de l'Emprunt International 5 1/2 % 1930 du Gouvernement Allemand:
 - a) Etat des recettes et des paiements pour la cinquième année de l'Emprunt.
 - b) Etat indiquant les fonds entre les mains des dépositaires au 1^{er} juin 1935.

- V. Trustee de l'Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930:
 - a) Etat des recettes et des paiements pour la cinquième année de l'Emprunt.
 - b) Etat indiquant les fonds entre les mains des dépositaires au 30 juin 1935.

- VI. 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 ayant pris fin le 31 décembre 1935.

- VII. Emprunts internationaux pour lesquels la Banque est trustee ou agent fiscal des trustees — Fonds disponibles au 31 mars 1936.

- VIII. Trustee des Gouvernements créanciers pour les annuités payables par l'Allemagne — Etat des recettes et des paiements pour la période du 1^{er} avril 1935 au 31 mars 1936.

SIXIÈME RAPPORT ANNUEL

A L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DE LA
BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

Bâle, le 11 Mai 1936.

Messieurs,

J'ai l'honneur de soumettre à votre approbation le Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif aux opérations du sixième exercice social, couvrant la période du 1^{er} avril 1935 au 31 mars 1936. Le montant total du bilan de la Banque ainsi que les principaux postes qui le composent ne comportent, cette année, que de légers changements. On trouvera, exposés en détail au chapitre VIII de ce Rapport, les aspects principaux des opérations de la Banque et les résultats du présent exercice. Après de prudentes provisions pour charges imprévues, le Conseil propose à l'Assemblée Générale de voter un dividende annuel de 6^o/_o et les affectations statutaires aux réserves.

Sept années se sont écoulées depuis le début, dans le courant de 1929, de la grave crise économique qui étreint aujourd'hui encore d'importantes parties du globe — sept années qui, contrairement à ce qu'on aurait pu croire, n'ont vu ni la disparition progressive des causes de la crise, ni le retour à une prospérité générale. C'est qu'en effet la dépression de cette période ingrate n'est pas absolument du même ordre que les dépressions de l'avant-guerre. Elle s'est développée dans un milieu tout autre, frappant un organisme économique et financier encore ébranlé par la rupture d'équilibre consécutive à la guerre mondiale et prenant, avec plus de 30 millions de chômeurs dans le monde, une ampleur qu'aucune dépression économique antérieure n'avait encore connue.

Dans la succession des événements, quatre troubles essentiels semblent se détacher particulièrement:

Tout d'abord, c'est l'habituel fléchissement des affaires, caractérisé, comme presque toujours, par une contraction des ventes, par une accumulation des stocks et par une diminution de la production; celle-ci affecte particulièrement les industries, telles que celles du fer et de l'acier, qui fabriquent des moyens de production, ou qui, de façon générale, fournissent l'outillage nécessaire à l'industrie, à l'agriculture, au commerce et aux transports.

En second lieu, c'est la baisse générale du prix des produits de base, denrées alimentaires aussi bien que matières premières industrielles: cette baisse a eu sur la balance des paiements d'un grand nombre de pays d'outre-mer des effets particulièrement graves et elle n'a pas tardé à mettre un terme au mouvement des capitaux qui, normalement, se produisait vers ces pays, sous forme de prêts ou de nouveaux investissements.

Troisièmement, à la fin du printemps et dans le courant de l'été de 1931, éclate la crise bancaire en Autriche et en Allemagne. Des retraits de fonds massifs entraînent toute une série d'efforts organisés pour y parer à l'aide de crédits de secours; puis, lorsque ces efforts s'avèrent insuffisants, on a recours aux moratoires, aux restrictions de transfert, aux réglementations de change, toutes mesures qui ont pour conséquence non seulement de geler les crédits étrangers restés dans les pays atteints par la crise, mais encore, par des entraves nouvelles et désastreuses, d'y paralyser le commerce proprement dit.

Quatrièmement, à l'automne de la même année, c'est la dépréciation de la livre sterling, suivie de celle de nombreuses monnaies. De nouveaux éléments d'incertitude viennent ainsi aggraver la situation économique et financière, et une forte pression sur les marchés mondiaux provoque une baisse des prix exprimés en or. Une période de perturbations monétaires s'ouvre alors et, avant deux ans, le dollar des Etats-Unis se trouve lui aussi entraîné dans le mouvement.

Le moment est venu de faire le point et d'examiner quels progrès ont été réalisés dans la voie du redressement.

Maints symptômes permettent de constater que le ralentissement des affaires — élément de la dépression dont les réactions sont les plus semblables à celles d'avant-guerre — a déjà été largement enrayé. Les objets s'usent, il devient nécessaire de remplacer les outils, les machines, de réparer les bâtiments. A mesure que la crise suit son cours et que la population s'accroît, les besoins non satisfaits s'accumulent et, tôt ou tard, ils se traduisent par une demande effective. De plus, en période de crise, les mauvaises affaires sont sans cesse en voie de liquidation, les méthodes qui ne répondent pas aux principes d'une saine économie sont abandonnées, et des efforts sans nombre sont tentés par les entreprises particulières pour donner à leurs exploitations une base rémunératrice. La somme de tous ces efforts individuels contribue à rétablir l'équilibre entre les prix de revient et les prix de vente, seule base possible de redressement. L'amélioration survenue dans l'industrie des outils et des machines constitue un indice caractéristique d'un réveil de l'activité économique; après le calme de ces années dernières, cette industrie éprouve soudain des difficultés à recruter suffisamment de main d'œuvre qualifiée.

Tout examen des causes qui se trouvent à l'origine de l'amélioration intervenue doit tenir raisonnablement compte du jeu constant des forces de reconstruction

inhérentes au système économique lui-même. Il est intéressant de noter qu'en France, le plus important des pays du bloc-or, on a constaté, malgré une stagnation persistante dans l'industrie du bâtiment, une augmentation de la demande et une reprise de l'activité industrielle, pendant le dernier semestre de 1935 et les premiers mois de 1936. Ce fait peut apparaître comme une indication que la reprise récemment esquissée est assez forte pour contrebalancer les ruptures d'équilibre que cinq années de perturbations monétaires ont provoquées dans la structure des coûts de revient et des prix de production dans les divers pays.

La baisse brutale des prix des produits de base, dont le début remonte à 1929, a affecté en même temps les denrées alimentaires et les matières premières, et elle a produit, en peu d'années, une véritable révolution dans toute la structure des prix. De 1929 à 1933, la moyenne des prix des denrées alimentaires importantes est tombée de près de 60%, tandis que les prix des matières premières industrielles essentielles ont largement baissé de 50%. Le prix du blé, exprimé en or, est tombé au niveau le plus bas qui ait été atteint depuis plus de 400 ans. Cette baisse s'est produite après une stabilité relative de six ou sept années pendant lesquelles les indices des prix de gros, dans presque tous les grands pays, s'étaient maintenus aux environs de 40% au-dessus du niveau de 1913, ce qui justifiait, en apparence, l'opinion que ce relèvement des prix au-dessus des niveaux d'avant-guerre resterait l'une des caractéristiques permanentes de l'économie d'après-guerre.

Il est arrivé fréquemment que la baisse des prix fût la conséquence d'un progrès technique qui diminuait le coût de la production; mais d'autres facteurs sont également entrés en jeu. Dans le cas du blé, par exemple, les gouvernements sont tout d'abord intervenus pour soutenir les prix, provoquant ainsi une énorme accumulation de stocks qui, à leur tour, ont considérablement pesé sur le marché. La production de nombreux produits de base, des produits agricoles en particulier, n'a pas diminué pendant la dépression, mais leurs prix ont fortement baissé. C'est exactement le contraire qui s'est produit pour maints articles manufacturés; les prix en ont été maintenus par des monopoles de fait, ou, d'une manière générale, faute de réadaptation; mais les ventes se sont ralenties et, en conséquence, une réduction de la production n'a pas tardé à s'imposer. Il en est résulté une grande disparité des prix qui a non seulement accru les difficultés des pays producteurs de matières premières, mais encore rompu l'équilibre de tout le système international des prix. Les premiers symptômes de réaction ont été constatés, à l'automne de 1932, et malgré certaines interruptions et certaines difficultés dans l'amélioration de la tendance, le redressement n'a pas cessé de se maintenir; l'année 1935 a été marquée par une augmentation constante des prix des produits de base ne résultant pas seulement de la dépréciation des monnaies, mais correspondant jusqu'à un certain point à une hausse en valeur-or. De nombreux plans de restrictions, dus à des interventions gouvernementales ou à de simples accords entre producteurs, ont été mis en œuvre; ils ont porté

sur des produits tels que le blé, le caoutchouc, le cuivre, l'étain, les feuilles d'étain, le jute, le nitrate, le plomb, la soie, le sucre et le thé. La grande sécheresse de 1935 a réduit le rendement des récoltes pour quelques produits agricoles (particulièrement pour le blé). Le cas de la laine est intéressant: aucun essai de restriction artificielle n'a jamais été tenté et il n'a pas été accumulé de stocks, la production courante ayant, au contraire, été régulièrement mise sur le marché. Les prix ont donc commencé par s'effondrer, mais la consommation se trouvant de ce fait stimulée, ils n'ont pas tardé à se relever, sous l'influence surtout d'une reprise de la demande. En somme, il ne faudrait pas accorder aux divers plans de restrictions plus d'importance qu'ils n'en ont. Il n'est pas facile de mettre en œuvre des programmes suffisamment compréhensifs pour réglementer l'approvisionnement du monde entier en une marchandise donnée. Si le plan ne s'applique qu'à une partie de la production totale, effective ou potentielle, une augmentation de la production dans les pays qui ne participent pas au plan restera toujours possible. Une analyse attentive du mouvement des prix pendant l'année 1935 permet de se rendre compte qu'en dehors de quelques marchandises comme le thé et l'étain, l'augmentation de la demande de la part des consommateurs et la reprise de l'activité industrielle ont beaucoup plus fait pour la réduction des stocks et le relèvement des prix que n'importe quelle restriction artificielle des offres. Les dépenses des gouvernements pour les armements et l'achat de stocks de réserve provoqués par la crainte d'une guerre ont également agi sur la tendance de certains prix. Mais les nouvelles dépenses ne se sont pas toutes traduites par une augmentation nette de la demande mondiale; dans le cas de l'Allemagne, par exemple, l'accroissement accusé par ses importations de matières premières nécessaires aux industries des armements a été plus que compensé par la diminution de ses importations d'autres marchandises. D'une façon générale, c'est surtout la plus grande capacité d'absorption dont ont fait preuve les marchés de la Grande-Bretagne, des États-Unis et de nombreux autres pays qui a provoqué la hausse des prix enregistrée l'année dernière; à cet égard, il convient de ne pas oublier qu'il faut attribuer une part de cette extension de la demande à une plus grande production d'or.

L'accroissement de la demande de matières premières, à des prix en hausse, se reflète dans l'augmentation du commerce d'exportation des pays de l'Amérique du Sud, des Établissements du Détroit, de la Nouvelle-Zélande et de l'Australie. Il est vrai que pour les pays importateurs, la hausse des prix signifie qu'ils auront à payer, pour les matières premières importées par eux, de plus fortes sommes en devises, mais cette dépense supplémentaire devrait être rapidement récupérée, en raison de l'amélioration générale des affaires dans le monde. Un rythme plus vif dans les échanges avec les pays d'outre-mer contribue déjà à ranimer les entreprises de transports maritimes. D'autre part, malgré l'aide qui leur vient de l'amélioration des prix, de nombreux pays fournisseurs de matières premières ont encore maints problèmes à résoudre, et notamment le difficile problème de l'endettement. Il y a bien eu quelques

cas de conversions d'emprunts anciens à des taux d'intérêt moins élevés, mais les conclusions d'emprunts en faveur de pays fournisseurs de matières premières n'ont pas repris encore, pas plus que le placement, dans ces pays, sous une forme quelconque, de capitaux nouveaux. Les émissions de l'Empire britannique et les émissions étrangères sur le marché des capitaux de Londres se sont, une fois de plus en 1935, établies au niveau le plus bas (abstraction faite des années de guerre).

La crise de liquidité qui a sévi sur l'Europe entière, en 1931, a laissé subsister un système de restrictions dans le commerce des devises qui, avec le temps, s'est transformé en un véritable réseau de restrictions et de contrôles toujours plus nombreux. Dans un seul pays gravement éprouvé, l'Autriche, il a été possible d'abolir les restrictions imposées pendant la crise et de rétablir la liberté sur le marché des devises. En Hongrie et en Roumanie, une certaine simplification a été apportée, dans le courant de l'année 1935, au système très compliqué qui avait été graduellement élaboré. De même, en Amérique du Sud, l'Equateur a complètement aboli tout contrôle des devises, à l'automne de 1935, et, dans le courant de cette même année, plusieurs autres pays ont estimé pouvoir appliquer avec un peu moins de rigueur la réglementation sur le marché des devises. Il convient cependant de rappeler, par contre, l'établissement de nouvelles restrictions à Dantzig, en Italie, en Lithuanie et récemment en Pologne, l'application d'un contrôle plus sévère sur plusieurs marchés et la multiplication constante des accords de clearing qui a porté, notamment, de 25 en 1934 à 32, à la fin de l'année 1935, le nombre des accords de ce genre conclus par l'Allemagne. Au total, peu de progrès ont été faits; le transfert des capitaux d'un marché à l'autre, pour compte financier ou commercial, est encore, dans un grand nombre de pays, soumis à des réglementations compliquées.

Mais si les restrictions restent en vigueur, la situation de l'endettement, cause première de l'adoption de ces restrictions, marque, à maints égards, une réelle amélioration. Les statistiques de la Banque des Règlements Internationaux (dont il est question dans la suite du présent Rapport) montrent que, de l'année 1930 à l'année 1935, le volume total de l'endettement international à court terme des pays d'Europe et des Etats-Unis a été ramené de 70 à 30 milliards de francs suisses. Lorsque la crise a éclaté, en 1931, les réserves accumulées par les banques centrales et les autres institutions de crédit ont servi à faire face aux retraits et, après que ces ressources ont été épuisées, on a eu recours à d'autres méthodes dont le caractère a varié d'un pays à l'autre. Ainsi, l'Allemagne a conclu avec ses créanciers de «standstill» des accords aux termes desquels les crédits à court terme ont été liquidés par la vente, pour le tourisme et à d'autres fins, de «registermarks». Dans un grand nombre de cas, les débiteurs et les créanciers particuliers ont conclu entre eux des arrangements amiables en vue de remboursements, les créanciers ayant, en général, consenti un abattement plus ou moins important sur le montant dû, lorsque le solde devait leur être versé en espèces.

Le total de l'endettement à long terme envers l'étranger a été également réduit, à la suite surtout du rapatriement d'obligations par les particuliers. Il n'existe pas, à cet égard, de statistiques exactes, mais, d'après les enquêtes qui ont pu être faites, les rachats d'obligations ont été effectués sur une très grande échelle. Dans la mesure où il s'agit de pays d'Europe, l'endettement envers l'étranger a été ramené très au-dessous du montant atteint il y a quelques années. Toutefois, dans un pays dont les réserves sont peu abondantes et les exportations précaires, l'endettement, même relativement modéré, risque de causer de graves difficultés et de nécessiter le maintien de restrictions gênantes. Le monde entier est pris dans un cercle vicieux, le système de contrôle des changes restreignant les échanges commerciaux et le resserrement de ces échanges aggravant, à son tour, la situation des devises soumises à un contrôle.

Mais ne peut-on sortir de ce cercle? Lorsque le volume total de l'endettement aura été ramené à des proportions contrôlables, la question du règlement des dettes par voie de consolidation et par ajustement des charges s'imposera de plus en plus. A un moment où l'on discerne dans le monde tant de symptômes d'une tendance à l'amélioration de la situation économique générale, des dispositions devraient être prises sans hésitation pour régler, au plus tôt, les problèmes de dettes en suspens, en vue notamment de hâter la suppression de celles des restrictions qui font le plus obstacle aux progrès du relèvement économique.

L'historique de la dépréciation monétaire pendant la période de dépression peut être rapidement résumé: avant la crise de l'été et de l'automne de 1931, les monnaies de quatre pays producteurs de matières premières ont abandonné l'étalon-or; pendant la période qui débute par la dépréciation de la livre sterling, en septembre 1931, et qui se termine par la chute du cours du dollar au-dessous du pair, en avril 1933, 35 monnaies se sont détachées de l'or; enfin, depuis 1933, le dollar et quelques autres monnaies, parmi lesquelles les trois monnaies à étalon-argent, c'est-à-dire celles de la Chine, du Mandchoukouo et de Hong-Kong, se sont dépréciées. Ces nombreux changements dans la valeur des monnaies ne pouvaient manquer d'exercer directement une action néfaste sur le commerce mondial. D'autre part, ils ont agi d'une manière indirecte, à maints égards plus pernicieuse encore; quand le cours des changes entre pays a été subitement sujet à des fluctuations dont l'ampleur a atteint jusqu'à 20% et plus, les gouvernements des pays affectés se sont vus dans l'obligation de prendre des mesures pour protéger la vie économique de leurs pays; ils ont imposé de nouveaux droits, relevé les droits existants et un grand nombre d'entre eux ont recouru à des contingents et à d'autres limitations du même genre qui, à en juger par leurs effets sur les relations commerciales et économiques, ont été, en général, nettement plus nuisibles que les autres mesures de protection.

Les modifications apportées dans la valeur des monnaies pendant les cinq dernières années, nulles pour les quelques pays restés au pair monétaire par rapport à

l'or, ont atteint jusqu'à 75% de dépréciation dans le cas du Chili. Ces chiffres risquent, toutefois, de donner une impression exagérée du désordre intervenu, car des mesures furent, en règle générale, prises par les banques centrales ou par les gouvernements pour réduire les fluctuations des cours des devises ou pour établir une nouvelle relation avec l'or. Le dollar des États-Unis, la couronne tchécoslovaque, le belga et le florin dantzkais ont été de nouveau directement rattachés à l'or, et bien que les gouvernements des États-Unis et de la Belgique aient été autorisés à modifier, dans des limites bien définies, le poids d'or de leurs unités monétaires, ils n'ont pas fait usage de cette faculté — en fait, le belga a été définitivement stabilisé au printemps de 1936. Dans plusieurs autres pays, la stabilité des changes a été maintenue par rapport à une monnaie-or. La drachme grecque, par exemple, a, depuis sa dépréciation en 1932, été constamment rattachée, à un niveau plus bas, au franc français; la stabilité du schilling autrichien et celle du dinar yougoslave ont, de même, été maintenues, depuis 1933, sur la base du franc; enfin, en février 1936, la Banque d'État de l'U. R. S. S. a été chargée de maintenir le rouble à un cours fixe par rapport au franc français, dans toutes ses opérations de change.

Dans les pays qui ont introduit une réglementation du commerce des devises, les cours auxquels ces dernières ont été effectivement vendues ont souvent varié avec la nature particulière de l'opération effectuée. Mais on tend depuis peu à appliquer des cours plus uniformes et cette évolution représente un nouveau progrès vers une stabilité réelle. Par leur fonctionnement, les accords de clearing ont, eux aussi, contribué à l'unification des cours des changes qui servent de base aux transactions commerciales courantes.

D'autre part, de nombreuses monnaies ont été rattachées à la livre sterling: parmi elles, on compte, outre celles de pays membres de l'Empire britannique, les monnaies des pays scandinaves, de la Finlande, de l'Esthonie, du Portugal, du Japon et de quelques pays de l'Amérique du Sud. Pour ce groupe, le contrôle exercé par le Fonds d'égalisation des changes, constitué en Grande-Bretagne en 1932, a joué un rôle essentiel. Ce Fonds a été chargé de supprimer les fluctuations exagérées du change et il a servi à neutraliser les influences saisonnières et autres influences temporaires. Le cours de la livre sterling n'en a pas moins enregistré, en 1934, des fluctuations dont la moyenne annuelle a encore été de l'ordre de 13%. Mais depuis le printemps de 1935, le Fonds d'égalisation des changes a exercé un contrôle plus strict et, à l'automne, la baisse saisonnière a été efficacement neutralisée. En fait, depuis le milieu de 1935, les plus grandes variations dans le prix de l'or à Londres n'ont pas dépassé 2%, ce qui revient à dire que, dans des limites très étroites, la livre sterling a été stable par rapport à l'or.

Aussi longtemps que les fluctuations de la livre sterling sont restées assez marquées, il a été facile de distinguer les monnaies qu'il fallait comprendre dans le groupe-sterling de celles qui étaient rattachées à l'or ou au franc français. Mais

maintenant que son cours est relativement stable par rapport à l'or, la ligne de démarcation entre les différents groupes est devenue moins nette. Depuis que le dollar chinois a rompu le lien qui le rattachait à l'argent, son cours s'est maintenu approximativement stable, on ne peut pourtant pas dire que la monnaie chinoise ait été rattachée ni à la livre sterling, ni au dollar des Etats-Unis. La stabilité monétaire de fait étant, dans l'ensemble, devenue plus grande dans le monde entier, la classification entre différents groupes de devises a partiellement perdu sa signification primitive.

Aucun progrès correspondant n'a malheureusement été réalisé pour une reprise réelle de la confiance internationale dans les monnaies. Chacune des principales monnaies a été discutée, à un moment ou à un autre au cours de l'année, le bruit ayant couru de sa dépréciation éventuelle par rapport à la valeur présente. Dans ces circonstances, on ne peut guère s'étonner que le public ait transféré ses capitaux d'un pays à l'autre, et ce sont ces transferts, bien plus que des opérations purement spéculatives effectuées au moyen de fonds empruntés, qui ont provoqué les mouvements des disponibilités et de l'or pendant l'année envisagée. Avoir réalisé la stabilité des devises grâce au contrôle exercé par les banques centrales et les Fonds de stabilisation des changes est un résultat nettement appréciable, mais il faut quelque chose de plus. Il faut raffermir l'armature monétaire dans le monde entier, de manière à lui rendre la confiance du public. Pour que la politique adoptée par elles soit efficace, les autorités politiques et monétaires devraient faire preuve de la décision nécessaire, disposer également de ressources adéquates et ne tenir compte d'aucun mouvement de capitaux provoqué par la nervosité de l'opinion, quel qu'en soit le volume ou quelle qu'en soit la durée. Elles devraient se donner pour tâche de reconstruire un système stable qui remplit les conditions essentielles sans lesquelles il ne peut y avoir d'équilibre financier et économique; il faudrait, dans chaque pays, adapter les prix de revient et de vente aux exigences de l'étalon commun et réaliser un équilibre tel que les oscillations de la monnaie au-dessus ou au-dessous de sa valeur légale fussent réduites au minimum.

Les sept dernières années comptent parmi les plus agitées que l'économie mondiale ait jamais traversées en temps de paix. Depuis le moment où, en 1929, les cours des valeurs se sont effondrés en bourse et où les prix des produits de base ont commencé à fléchir, jusqu'au moment où, en 1933, le dollar s'est déprécié, d'importants bouleversements n'ont cessé de se succéder dans l'univers entier. Le nombre des chômeurs anormalement élevé et les mouvements d'or d'une ampleur exceptionnelle témoignent des difficultés et des incertitudes existantes. Il est, toutefois, évident qu'une amélioration a été réalisée à maints égards par rapport aux plus mauvais jours de la dépression. Le mouvement cyclique normal est entré dans sa période ascendante. Les produits de base sont de nouveau demandés en plus grande quantité

et se vendent à de meilleurs prix. L'endettement international a été considérablement réduit et, depuis au moins un an, une assez grande stabilité de fait a été maintenue entre les principales monnaies. Mais les restrictions monétaires régissent encore une grande partie du monde, paralysant la finance et le commerce, et, dans les transactions internationales, la confiance dans les monnaies fait encore largement défaut. La production industrielle a fait de grands progrès dans un certain nombre de pays, mais le commerce international n'a pas marqué d'amélioration correspondante. L'accroissement constaté dans le commerce extérieur a, tout d'abord, affecté les matières premières, tandis que les articles manufacturés s'ouvrent difficilement passage à travers les barrières dont s'entourent les marchés nationaux. Le commerce, il faut le rappeler encore, ne se développe dans les conditions les plus favorables que s'il est libéré de toutes entraves et, dans cet esprit, la conclusion d'accords bilatéraux, dont les bienfaits se multiplient lorsque la clause de la nation la plus favorisée s'y trouve incorporée, peut être considérée comme un certain progrès. Ces efforts ont en vue l'expansion du commerce, antithèse de la politique de restrictions à outrance qui a, dans une si large mesure, caractérisé les programmes des gouvernements depuis le début de la dépression économique, en 1929. Dans le domaine monétaire, le grand développement de la production de l'or fournit une base de plus en plus large pour une politique monétaire libérale. Tous les pays sont certainement en faveur d'une politique d'expansion et de bon marché des crédits, les banques centrales, qui, dans le courant de 1935, ont dû s'écarter de cette ligne de conduite ne l'ayant fait que comme réaction temporaire contre des sorties anormales de capitaux.

La tension politique, si elle n'a pas absolument empêché le relèvement économique, a largement contribué à en fixer la direction. Les craintes de guerre sont par elles-mêmes susceptibles de donner plus d'importance aux tendances nationalistes et de stimuler notamment la tendance à l'autarchie. L'expansion du crédit et les autres mesures prises contre la dépression se sont, en général, limitées au domaine national. Sur le plan international, l'influence de ces mesures se retrouve surtout dans la plus grande stabilité de fait des devises et dans les achats plus importants de matières premières faits par les pays dont la production nationale a augmenté.

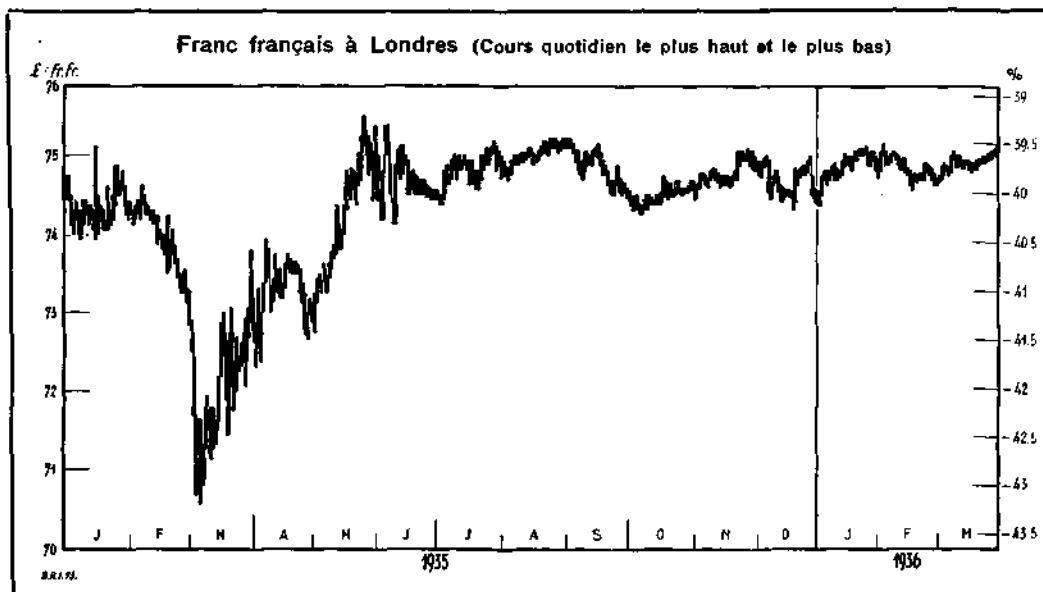
Aux prises avec les problèmes de la dépression, les banques centrales se sont efforcées de perfectionner leurs méthodes d'action, tant à l'intérieur de leur pays que dans leurs relations internationales. Les autorités monétaires des divers pays se sont mutuellement prêté assistance, sous des formes variées, pour maintenir dans d'étroites limites les fluctuations de leurs changes. Des moyens nouveaux et efficaces ont été mis en œuvre pour empêcher les capitaux de s'engager dans des spéculations monétaires, et c'est grâce à l'initiative des banques centrales — du moins en partie — que la spéculation n'a pas eu l'an passé, dans le mouvement international des capitaux, l'importance qu'elle aurait pu avoir en d'autres circonstances. En plus des questions qui sont du domaine proprement dit de leur activité, les banques centrales

renseignent les gouvernements et les marchés de leurs pays respectifs sur un grand nombre de questions, dont plusieurs ont une portée internationale, et pour la solution desquelles le contact entre banques centrales ne peut manquer de rendre de précieux services. Pendant toute l'année, la Banque des Règlements Internationaux a continué à remplir son office de centre de consultation; elle est heureuse de constater que les séances régulières de Bâle n'ont pas seulement maintenu le contact en question, mais que d'utiles suggestions, qui y ont été présentées, sont maintenant passées dans le domaine des réalisations pratiques.

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

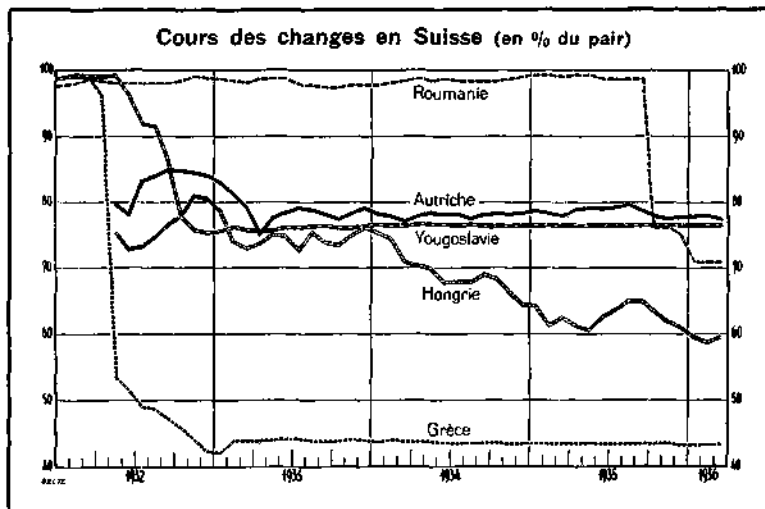
Les événements des premiers mois de l'année 1935 faisaient mal augurer du maintien de la stabilité des changes. Contrairement à la tendance saisonnière normale, la livre sterling a fait preuve d'une grande faiblesse en février et en mars; le prix de l'or à Londres s'est élevé, le 6 mars 1935, à 149s. 4d., prix le plus élevé que l'or ait jamais atteint en livres sterling, contre un prix maximum de 140s. 0d. pendant les mois correspondants de l'année précédente. Le 1^{er} avril 1935, le belga a été dévalué de 28% par rapport à l'or et, le 2 mai, le florin dantzikois de 42%. Au cours du printemps, d'importantes sorties de capitaux ont affecté les marchés français, hollandais et suisse et, au comptant, le franc français, le florin et le franc suisse ont atteint leur point de sortie d'or; à terme également, les taux se sont considérablement tendus, le déport à trois mois du franc français à Londres arrivant même un jour, en mai 1935, à correspondre à un taux d'intérêt de 40% l'an. Les monnaies-or furent, toutefois, défendues par les mesures classiques d'exportations d'or et de relèvements de taux d'es-compte, mesures suffisamment énergiques pour ne laisser aucun doute sur la résolution des banques centrales de maintenir leurs positions.

L'exode des capitaux hors des marchés continentaux rendit plus aisé le soutien du cours de la livre et facilita aux autorités de Londres un contrôle plus rigoureux de leur position de change. A l'automne, alors que de lourds paiements devaient être effectués à l'étranger, le Fonds d'égalisation des changes utilisa une partie importante de ses réserves d'or pour fournir au marché les devises dont il avait besoin et empêcher ainsi une baisse exagérée du cours de la livre. Depuis le



1^{er} juin 1935, l'écart entre les cours extrêmes du franc français par rapport à la livre n'a été que de 1 1/2 %, contre environ 7 % l'année précédente. Le graphique précédent donne l'écart quotidien entre les cours extrêmes du franc français à Londres, de janvier 1935 à mars 1936.

Une extrême stabilité a caractérisé le marché des changes depuis le printemps de 1935; aussi très peu de pays ont-ils vu leurs monnaies subir de sensibles variations au cours de cette période. Ce sont tout d'abord les trois pays d'Orient à étalon-argent: la Chine, le Mandchoukouo et Hong-Kong, qui, après avoir rompu les liens qui les rattachaient à l'argent, ont adopté des systèmes de contrôle des marchés des devises; les cours cotés vers la fin de 1935 comportaient, sur la base de l'or, une dépréciation d'environ 30 % par rapport à la valeur accrue que la hausse du prix de l'argent avait donnée à ces monnaies. Le rial de l'Iran a été également affecté par les variations du prix de l'argent; son cours est monté en même temps que ceux du métal argent, jusqu'à ce que, pendant l'été de 1935, sa valeur ait été modifiée et son cours ramené à 20% environ au-dessous de son niveau du début de l'année. En Europe, le nouveau système des primes payées par la Banque Nationale de Roumanie pour certaines devises a provoqué une baisse d'environ 30% du cours du leu sur les marchés libres. De nouvelles réglementations concernant les primes imposées aux importateurs, ou versées aux exportateurs, ont également été édictées en Hongrie, et elles semblent avoir quelque peu affecté la cotation du pengö sur les marchés étrangers. Les mouvements de la moyenne mensuelle des cours cotés en Suisse, et exprimés en pourcentage des parités de 1931, sont indiqués ci-dessous pour le schilling autrichien, le pengö hongrois, le dinar yougoslave, le leu roumain et la drachme grecque.



La valeur-or de la lire italienne est tombée de 6 % pendant l'année. En U. R. S. S., il a été mis fin par un décret du 16 novembre 1935 à la vente de marchandises, effectuée dans les magasins « Torgsin » contre devises et, pour toutes les opérations effectuées à l'occasion de visites d'étrangers en

Russie, ce même décret a fixé un cours du rouble équivalant à 3 francs français (au lieu du cours légal antérieur d'un rouble pour 13,13 francs français). Un second décret, en date du 29 février 1936, a décidé l'application du nouveau cours à toutes

les transactions avec l'étranger; la Banque d'Etat a été autorisée à réévaluer ses réserves d'or et de devises et elle a reçu mission de maintenir ce cours dans toutes les opérations de change.

En Amérique du Sud, les monnaies de plusieurs pays ont subi des fluctuations, pendant l'année 1935; la plus accentuée a été la nouvelle dépréciation des monnaies de la Bolivie et du Paraguay, monnaies pour lesquelles la guerre du Chaco eut des répercussions funestes. Le milreis libre brésilien et le peso colombien ont également fléchi le premier de 16% et le second de 10%, points extrêmes atteints par les fluctuations de l'année. D'autre part, le cours du peso argentin sur le marché libre s'est relevé de 9%, et celui du sol péruvien d'environ 3%.

Partout ailleurs dans le monde, les variations monétaires ont été peu importantes; c'est dire que plus de 85% du commerce mondial a pu s'effectuer, pendant une année complète, dans des conditions de change équivalant pratiquement à une stabilité de fait.

Seuls des efforts particulièrement résolus ont permis de donner une pareille ampleur au rétablissement de l'ordre monétaire et il est satisfaisant de constater l'importance de plus en plus grande de la coopération entre les autorités monétaires des différents pays pour l'application d'une telle politique. Des mesures ont été prises pour combattre la spéculation monétaire et, dans leurs transactions courantes sur les marchés des changes, les autorités monétaires ont pu s'assurer mutuellement un concours effectif. Il est intéressant de citer ici le témoignage rendu par deux banques centrales dans leurs rapports annuels : la Banque de France écrit «qu'au cours de l'année 1935, il lui a paru essentiel de resserrer encore ses contacts avec les places étrangères; la Banque tient à adresser l'expression de sa gratitude à la Banque des Règlements Internationaux et aux Banques d'émission des principaux marchés pour l'appui efficace qu'elles lui ont prêté dans la défense du franc». La Banque Nationale Suisse, de son côté, souligne la collaboration en ces termes : «A plus d'une reprise, on a pu observer que les banques d'émission cherchaient à prévenir les trop fortes fluctuations des cours en intervenant sur le marché des changes. De cette façon, elles n'ont pas seulement soutenu leur propre monnaie, mais fréquemment facilité à d'autres pays la défense de la leur.»

Les opérations du Fonds britannique d'égalisation des changes et les variations de ses avoirs conservent encore un caractère secret, quoique l'on soit maintenant assez bien renseigné sur la nature générale du contrôle et que les commentaires de presse aient attiré de plus en plus l'attention du public sur l'intérêt qu'il présente. Ce Fonds a été constitué au printemps de 1932 pour supprimer les fluctuations exagérées du cours de la livre sterling et il a été doté d'un actif en sterling de 375 millions de livres au total, constitué en majeure partie par des bons du Trésor, dont la vente permet au Fonds de se procurer les disponibilités en livres sterling dont il a besoin pour ses opéra-

tions. Lorsque les disponibilités affluent sur le marché britannique et que le Fonds estime devoir intervenir, il vend des bons du Trésor, et les livres sterling qu'il se procure ainsi lui servent à acheter, par exemple, des francs français, qu'il est ensuite en mesure de convertir en or. Il peut également, pour agir sur le prix de l'or dans le sens voulu, acheter ou vendre directement de l'or sur la place de Londres en échange de livres sterling. Ainsi, la double opération de vente de bons du Trésor et d'achat de devises étrangères ou d'or affecte non seulement le cours des changes, mais aussi le volume du crédit sur le marché national. La vente de bons du Trésor par le Fonds a, en fait, la même action neutralisante qu'une opération effectuée sur le marché libre et empêche l'accroissement par un afflux d'or à Londres des liquidités dont les banques disposent à la Banque d'Angleterre. Inversement, en vendant de l'or ou des francs français pour soutenir le cours de la livre, le Fonds se procure des ressources en livres sterling avec lesquelles il peut racheter une partie de ses bons du Trésor en circulation, agissant ainsi en sens contraire pour assurer, dans le cas d'un exode des capitaux, le maintien de la liquidité du marché. A un accroissement des réserves-or du Fonds d'égalisation des changes, ne correspond donc pas une augmentation des disponibilités des banques. Pour avoir une plus grande quantité de billets de banque en circulation, ou pour augmenter les disponibilités des banques, la Banque d'Angleterre peut acheter une partie de l'or sans vendre de titres en contre-partie, ou procéder, de sa propre initiative, à des achats de titres.

Il est intéressant d'analyser, sur la base des situations de la Banque d'Angleterre, les changements intervenus depuis la dépréciation de la livre sterling, en 1931. Lorsqu'en 1932 la Banque d'Angleterre se mit à appliquer sa politique d'expansion du crédit à bon marché, elle accrut de 31 millions de livres sterling son portefeuille-titres, ce qui a été la cause principale d'une augmentation de 38 millions de livres dans les disponibilités des banques (de janvier 1932 à janvier 1933), la circulation des billets restant à peu de chose près identique. Pendant les trois années, de janvier 1933 à janvier 1936, les disponibilités des banques n'ont guère changé (exception faite des fluctuations régulières de caractère saisonnier), mais le montant des billets en circulation s'est accru de 44 millions de livres sterling. Cette augmentation dans les engagements de la Banque a été plus que compensée par un accroissement de 79 millions de livres sterling dans ses réserves-or, en même temps que le portefeuille-titres du Département bancaire diminuait de 15 millions de livres sterling et que la circulation fiduciaire, ainsi que les titres qui la couvrent au Département d'émission, diminuaient également de 15 millions de livres sterling. Le tableau ci-après donne les chiffres qui s'y rapportent:

Banque d'Angleterre (Moyenne hebdomadaire)	Emission fidu- ciaire couverte par des titres du Département d'émission	Total des titres détenus par le Département bancaire	Réserves- or	Billets en circulation	Disponi- bilités des banques
Janvier 1932 . .	275	107	121	353	76
Janvier 1933 . .	275	138	121	357	114
Janvier 1936 . .	260	123	200	401	115

Le «Gold Reserve Act» américain, approuvé par le Président le 31 janvier 1934, a autorisé le Secrétaire du Trésor pendant une période de deux années (que le Président pourrait prolonger d'un an) à effectuer des opérations sur or et sur devises ainsi que sur tous autres instruments de crédit et sur toutes valeurs mobilières aux fins de la stabilisation des cours du dollar. En même temps, un Fonds de stabilisation des changes de 2 milliards de dollars était constitué au moyen des bénéfices comptables que le gouvernement a réalisés sur ses réserves-or après la dévaluation de 40,94% du dollar. Dans les situations journalières du Département du Trésor, 1.800 millions de dollars figurent au passif en regard de la réserve-or du gouvernement sous la rubrique: «Fonds de stabilisation des changes». Le reliquat de 200 millions de dollars a été inscrit au compte général («Fonds Général») du Département du Trésor, de telle sorte qu'on ne puisse trouver de traces précises des transactions effectuées au moyen de cette provision; les dollars peuvent ainsi être conservés sous une forme rapidement utilisable pour des opérations monétaires sur les marchés de l'or et des changes. Etant donné, toutefois, que le dollar des Etats-Unis a été rattaché à l'or au moment même où le Fonds était institué, celui-ci n'a pas eu besoin d'intervenir régulièrement pour empêcher le cours du dollar d'osciller par rapport à l'or. Dans certaines circonstances seulement, lorsqu'une tension particulière s'est fait sentir sur le marché des changes, le Fonds est intervenu et, dans ces cas, il a, par exemple, procuré des dollars aux marchés étrangers en échange d'or ou de devises.

Le 11 février 1935, le Secrétaire du Trésor a annoncé que le Fonds avait été utilisé sur les marchés des changes étrangers depuis le 14 du mois précédent. Cette période avait été caractérisée par une fermeté exceptionnelle du dollar, les Etats-Unis ne recevant pas moins de 149 millions de dollars d'or en janvier et de 123 millions de dollars en février. Bien qu'aucune déclaration n'ait jamais été faite concernant l'or ou les devises étrangères dont dispose le Fonds, il conviendrait de faire observer que tout l'or effectivement expédié aux Etats-Unis figure dans les situations officielles du stock d'or total.

L'or expédié aux Etats-Unis est acheté pour le compte du Trésor, et le paiement en est fait par traites sur les banques de Réserve. De cette façon, les réserves dis-

ponibles des « member banks » augmentent. Le Fonds d'égalisation des changes n'a pas eu pour objet d'effectuer sur le marché libre des opérations susceptibles d'influer sur la situation du crédit à l'intérieur du marché, et le montant des titres détenus par les banques de Réserve Fédérale n'a pas varié depuis que le dollar a été dévalué, au début de 1934. On verra sur le tableau suivant que le stock d'or s'est accru de 3.020 millions de dollars, de février 1934 à janvier 1936, et que les réserves disponibles des « member banks » se sont accrues à peu près dans la même proportion, l'accroissement de la circulation fiduciaire étant approximativement égal au montant des certificats d'argent qui ont été émis.

Stock d'or monétaire des Etats-Unis et postes connexes Moyennes journalières	Titres d'État (des E. U.) détenus en portefeuille	Stock d'or monétaire	Monnaie en circulation	Réserves disponibles des « member banks »	
				Total	Surplus
Millions de dollars					
Février 1934	2.432	7.138	5.339	2.822	891
Janvier 1936	2.430	10.158	5.757	5.780	3.021
Variations pendant la période	— 2	+ 3.020	+ 418	+ 2.958	+ 2.130

Par ordonnance du 10 janvier 1936, le Président a prolongé pour une nouvelle année la durée du Fonds de stabilisation des changes et les pouvoirs corrélatifs du Secrétaire du Trésor.

En Belgique, également, un Fonds d'égalisation des changes a été constitué au moment de la dévaluation, en avril 1935. Bien que le belga ait été dévalué à un cours correspondant à une dépréciation de 28 % par rapport à l'ancienne parité, ce qui portait à 0,150632 gramme son contenu d'or fin, la réserve-or de la Banque Nationale a été provisoirement réévaluée sur la base d'une dépréciation de 25 %. Sur les bénéfices comptables ainsi réalisés, 1.125 millions de francs belges ont été affectés au Fonds d'égalisation. Le cours de la monnaie a toutefois été maintenu, dans un régime normal d'affaires, sans intervention spéciale du Fonds, la Banque Nationale s'étant immédiatement adaptée, pour ses opérations, à la nouvelle parité-or. Dans son allocution aux actionnaires, le 24 février 1936, le Gouverneur de la Banque Nationale déclara qu'aux points d'or calculés sur cette base, la Banque avait été et serait en tout temps prête à donner ou à recevoir soit de l'or, soit des devises-or, option, disait-il, qui était donnée à la Banque par la loi d'octobre 1926. Mais, dans l'un comme dans l'autre cas, le résultat est le même: la Banque achète ou livre directement de l'or au marché, ou bien elle achète ou livre cet or comme résultat d'opérations en devises passées avec la banque centrale étrangère intéressée. Le 1^{er} avril 1936, la dévaluation de 28 % du belga a été rendue définitive et l'or

réévalué sur cette base. Le Fonds d'égalisation des changes a été liquidé et ses avoirs, ainsi que les bénéfices réalisés par la nouvelle réévaluation du stock d'or de la Banque Nationale, ont été versés au Trésor.

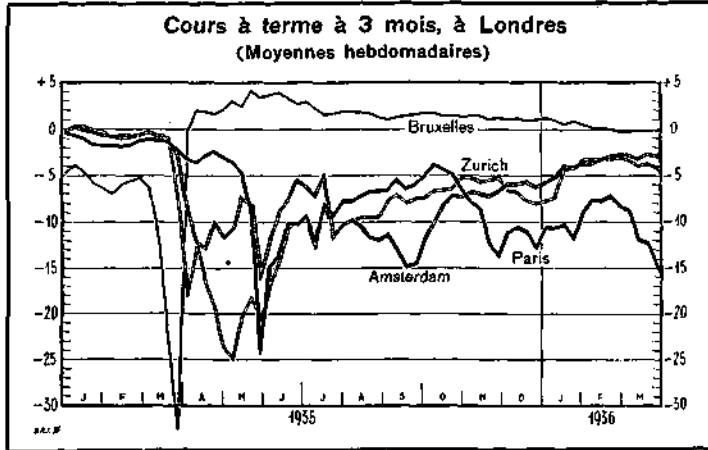
Pendant l'été de 1935, un Fonds de change du Gouvernement du Dominion a été institué au Canada. 63 millions de dollars lui ont été affectés par prélèvement sur les bénéfices réalisés par le Gouvernement lors de la réévaluation des réserves-or, au cours de l'or sur le marché, soit environ 35 dollars l'once — la réévaluation étant faite, bien que le dollar canadien n'ait pas été officiellement dévalué. Le Fonds a acheté à la Banque du Canada des Fonds d'Etat canadien, il détient également des bons du Trésor à court terme et des dépôts à la Banque. A l'avenir, les bénéfices ou les pertes réalisés sur l'or détenu par la Banque du Canada seront portés au crédit ou au débit du compte du Fonds de change.

Les divers Fonds de change qui ont été institués ces dernières années diffèrent donc profondément les uns des autres, aussi bien par la nature de leurs actifs que par les fonctions qu'ils ont à remplir. Autant qu'on en peut juger, leurs opérations rentrent, en réalité, par leur nature, dans le domaine normal de l'activité des banques centrales. De tels arrangements temporaires peuvent servir à parer à des risques exceptionnels ou à procurer des ressources extraordinaires (sous forme de titres, de disponibilités ou d'or) pour intervenir sur les marchés. Aux termes de ces arrangements, les administrations gouvernementales ont été associées à l'élaboration de la politique des changes en période de graves bouleversements monétaires; les banques centrales restent toujours les organes exécutifs qui procèdent aux opérations effectives sur les marchés des changes.

En un temps où la législation monétaire habituelle se trouve plus ou moins suspendue et où de nouvelles conditions surgissent, les autorités politiques se préoccupent davantage des problèmes monétaires. Mais les circonstances temporaires qui ont donné lieu à l'introduction d'une dualité de responsabilité en ces matières disparaîtront dès l'instant où les principes monétaires fondamentaux auront été à nouveau fixés, et où l'on sera assuré d'un certain minimum de continuité dans leur application.

Quand, en janvier 1936, le Président des Etats-Unis a prolongé d'une année la durée du Fonds de stabilisation des changes, il a fait valoir que la situation qui avait nécessité l'établissement du Fonds s'était aggravée et présentait des risques d'instabilité pour le commerce international et les changes. Le rétablissement de fait de la stabilité des changes, au cours des douze derniers mois, peut sans doute être favorablement comparé à la situation des années précédentes; si l'on cherche, par contre, jusqu'à quel point il y a eu une réelle reprise de confiance dans les monnaies, il faut admettre qu'il y a bien plutôt reculé que progrès, car l'année écoulée a été marquée par la crainte générale de variations radicales dans la valeur des monnaies. Les déplacements massifs des capitaux d'un pays à l'autre, ainsi que les écarts considérables des cours sur le marché à terme, qui reflètent d'une manière particulièrement sensible les

fluctuations de la confiance, sont symptomatiques d'une situation troublée. Le graphique ci-après qui donne en pourcentage annuel les cours à trois mois de certaines monnaies

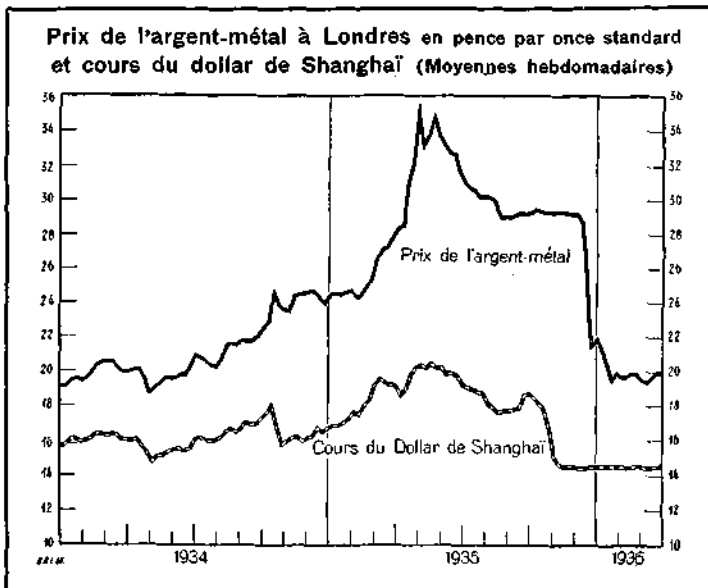


par rapport à la livre sterling, sous forme de report ou de déport sur le cours du comptant, permet de se rendre nettement compte de la tension qui s'est exercée sur les marchés des changes pendant l'année écoulée.

On verra que les cours cotés pour ces monnaies, sur le marché à terme, ont parfois dépassé de beau-

coup l'écart normal correspondant à la différence entre les taux d'intérêt à court terme des marchés intéressés. Le belga a été dévalué, après sa brusque chute en mars; en avril, l'attaque de la spéculation s'est concentrée sur le florin et sur le franc suisse, tandis que les pertes d'or les plus fortes enregistrées par la Banque de France se placent en mai et en novembre.

Les événements les plus marquants sur le marché monétaire, en 1935, ont été les changements apportés aux systèmes monétaires des pays à étalon-argent, la Chine, le Mandchoukouo et Hong-Kong. La loi de juin 1934 sur les achats d'argent fit connaître que les États-Unis suivraient une politique en vue d'accroître le pourcentage de l'argent par rapport à l'or dans les stocks monétaires du pays — la valeur monétaire de ces stocks devant, comme objectif final, être et rester constituée, pour un quart, par de l'argent. Con-



formément à cette politique, le Trésor des États-Unis a acheté de grandes quantités d'argent à des prix de plus en plus élevés entre le mois d'août 1934 et le printemps de 1935, époque après laquelle les prix ont de nouveau baissé. Le graphique ci-contre donne, pour les années 1934 à 1936, le prix de l'argent sur le marché de Londres et le cours du dollar de Shanghai par rapport à la livre sterling.

Pour la Chine, le relèvement du prix de l'argent s'est traduit par une hausse de sa monnaie à un moment où les monnaies des autres pays, en particulier de ceux avec lesquels elle entretenait les rapports commerciaux les plus étroits, étaient dépréciées. En présence de cette situation, le Gouvernement chinois a établi, en octobre 1934, une taxe sur les exportations d'argent suivant un barème mobile pour se laisser une certaine latitude dans le maniement de son change. Après quelques importantes variations au début, la taxe a été maintenue entre $13\frac{1}{2}$ et $14\frac{1}{2}$ % : pendant les quatre mois qui ont suivi (de novembre 1934 à février 1935) au cours desquels le prix de l'argent a été relativement stable, le cours « officiel » de change du dollar chinois a été, grâce à cette taxe, maintenu à environ 14% au-dessous de sa parité argent, tandis que le cours du change à Shanghai (cours libre coté sur le marché) était généralement coté quelques points pour cent plus bas. Vers la fin de février 1935, le prix de l'argent se mit à monter et, la taxe ne changeant pas, le cours « officiel » a varié en fonction du prix de l'argent. Le cours du change à Shanghai, important pour les transactions commerciales et financières courantes, s'est, toutefois, maintenu assez stable, grâce à l'intervention du Comité des changes chinois, institution gouvernementale qui travaille en liaison étroite avec les banques. Les exportations d'argent ont été découragées grâce à un arrangement conclu avec les banques et il y a eu, en fait, entre le cours sur le marché et le prix de l'argent, rupture presque complète. Cette phase de l'évolution a duré jusqu'au moment où, en octobre 1935, des bruits de dévaluation ont subitement fait descendre les cours.

Le 4 novembre 1935, le gouvernement a rompu le dernier lien de sa monnaie avec l'argent, il a donné cours légal aux billets de la Banque Centrale de Chine, de la Banque de Chine et de la Banque des Communications, et il a confié au Comité des changes chinois la surveillance du cours du change. La livraison au gouvernement de l'argent, tant en lingots que monnayé, est devenue obligatoire contre paiement de sa valeur nominale en billets. Un mois plus tard, le 5 décembre, Hong-Kong a adopté une politique semblable de monnaie dirigée inconvertible, le cours du dollar de Hong-Kong étant, en fait, maintenu assez stable par rapport au dollar de Shanghai, faisant prime sur lui d'environ 7%. Dès le début de l'année, le Mandchoukouo avait déjà abandonné l'étalon-argent, après une période de deux années, 1933 et 1934, pendant lesquelles le cours du yuan était resté stable par rapport au dollar chinois. A partir du début de 1935, on a laissé le yuan se déprécier par rapport à l'argent et, depuis le mois de septembre 1935, il a été maintenu au pair par rapport au yen japonais.

De 1932 à 1934, une livre sterling équivalait à quinze ou seize dollars chinois (le dollar chinois avait ainsi approximativement la valeur du franc suisse). Le relèvement du prix de l'argent a provoqué une hausse du dollar chinois, et, en mai 1935, la livre sterling ne valait plus que $11\frac{1}{2}$ dollars chinois environ. A la suite du changement apporté au système monétaire, vers la fin de l'automne de 1935, le

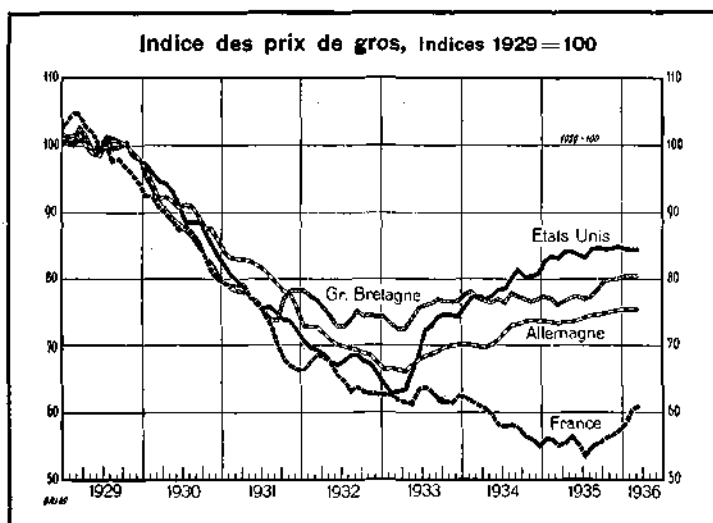
cours de la devise chinoise a de nouveau fléchi et, depuis lors, elle a été maintenue au cours d'environ 16¹/₃ dollars pour une livre sterling. Si l'on compare la valeur actuelle de la monnaie chinoise à sa valeur moyenne de 1929, on constate que le dollar chinois s'est déprécié de 58⁰/₀ par rapport à l'or, tandis que les trois monnaies, qui présentent pour le commerce extérieur de la Chine la plus grande importance, ont respectivement perdu, la livre anglaise et le dollar des Etats-Unis 40⁰/₀ de leur valeur-or et le yen japonais 65¹/₂ ⁰/₀.

A l'heure actuelle, on ne peut voir encore nettement dans quelle mesure le nouvel arrangement monétaire adopté par la Chine, à l'automne de 1935, est réellement entré en application pour le contrôle des devises et l'organisation monétaire intérieure. Les problèmes relatifs à l'organisation d'une banque centrale qui soit en mesure de surveiller la monnaie, d'accoutumer la population à se servir pour ses paiements de billets de banque au lieu d'espèces, de régulariser le volume du crédit intérieur, et d'appliquer effectivement les réformes nécessaires sur un territoire dont la population se chiffre par centaines de millions sont, en vérité, considérables. Les autorités se sont, tout d'abord, préoccupées de constituer la réserve d'or et de devises étrangères qui leur fournira la base indispensable pour le contrôle des devises. En novembre 1935, la Chine a conclu avec le Gouvernement des Etats-Unis un arrangement aux termes duquel ce gouvernement lui achetait directement 50 millions d'onces d'argent, à raison de 32,5 millions de dollars, dont 10 millions de dollars ont été pris par la Banque Centrale de Chine, sous forme d'or.

La politique de l'argent des Etats-Unis a disloqué les relations commerciales entre pays d'Orient et amené la Chine, Hong-Kong et le Mandchoukouo à briser le lien séculaire qui les attachait à l'argent — expérience dont on ne peut encore prévoir les ultimes conséquences. D'autre part, les achats d'argent des Etats-Unis à l'étranger ont contribué, en une année caractérisée par des mouvements de capitaux d'une ampleur exceptionnelle, au règlement des comptes entre les Etats-Unis et le reste du monde. En 1935, les importations nettes d'argent aux Etats-Unis ont atteint la valeur déclarée de 336 millions de dollars, contre un excédent d'exportations de marchandises (autres que l'argent et l'or) s'établissant à 235 millions de dollars. Cette même année, les importations d'or se sont élevées à un montant net de 1.739 millions de dollars; pendant certaines périodes, en 1933 et en 1934, le trafic de l'or à travers l'Atlantique a été plus intense qu'à aucun moment de 1935, mais jamais encore en une seule année l'or n'était sorti d'Europe en aussi grandes quantités à destination des Etats-Unis. Ce mouvement à sens unique ne provient pas d'un déséquilibre des articles courants de la balance des paiements, mais de transferts de fonds dont les causes ont été nombreuses; une partie représentait le rapatriement de capitaux appartenant à des Américains (par exemple le transfert de dépôts, rappelés de banques étrangères pour être confiés à des banques nationales); une partie se composait de fonds

en quête d'un placement sûr hors d'Europe; une autre, de capitaux venant participer à la hausse de la Bourse de New-York; une dernière partie, enfin, était envoyée pour accroître, à une époque de reprise dans l'activité commerciale, les disponibilités auprès des banques de New-York. Ces mouvements, qui ont tous été de caractère financier, ont exercé sur la situation des changes une influence prédominante et ils ont relégué à l'arrière-plan l'influence, sur les actifs de la balance des paiements, du trafic commercial et des autres facteurs qui sont plus étroitement fonction du niveau relatif des prix de revient et des prix de vente dans les différents pays.

Le raffermissement général des prix de gros constitue la caractéristique la plus remarquable des mouvements de prix en 1935. Le graphique suivant montre, pour la période qui va de 1929 à 1936, dans les monnaies nationales de quatre grands pays, les mouvements des prix de gros calculés sur la base commune de 1929.



Aux Etats-Unis, les prix de gros se sont relevés, pendant les trois premiers mois de l'année, et sont depuis lors restés pratiquement stables; le fait qu'aucun recul ne s'est produit mérite en soi d'être souligné en raison, particulièrement, des secousses qui ont ébranlé l'économie américaine dans le courant de l'année. Au printemps de 1935, la Cour Suprême pro-

clama que la plupart des mesures prises par la « National Recovery Administration » étaient contraires à la Constitution et, par la suite, elle prit une attitude analogue vis-à-vis de certaines mesures prises par l'« Agricultural Adjustment Act ». On redoutait alors que la suppression de l'aide apportée par ces organisations de secours, sous une forme ou une autre, à diverses activités économiques ne provoquât un recul des prix, mais on s'aperçut, après quelques semaines d'incertitude sur les marchés des marchandises, que le niveau des prix n'avait pour ainsi dire pas été affecté. Les importants achats de l'Italie, qui préparait sa campagne d'Éthiopie, ont eu pour effet également de consolider les prix, malgré une croyance assez répandue d'après laquelle cet effet cesserait de se faire sentir dès l'arrêt des achats exceptionnels; aucune baisse notable cependant n'est survenue à la fin de l'automne. Au contraire, les prix se sont légèrement relevés, témoignant ainsi, une fois de plus, dans une époque d'inquiétudes et d'incertitudes, d'une résistance caractéristique.

Le relèvement des prix de certains produits peut s'expliquer, au moins en partie, par le réarmement (non pas seulement l'acquisition directe d'armes et de munitions, mais aussi la constitution de stocks de réserve et le renouvellement du matériel d'installation, etc.). La restriction des offres prévue par différents programmes d'action, a eu, elle aussi, une certaine influence. Il faut, toutefois, attribuer surtout la hausse à une augmentation réelle de la demande provenant des consommateurs dans les pays où le relèvement économique a été le plus marqué. L'importance exercée par l'extraction record de l'or sur le volume du pouvoir d'achat a été d'autant plus grande qu'au total la thésaurisation des particuliers a vraisemblablement absorbé, en 1935, une plus faible partie de l'approvisionnement courant en or qu'au cours d'aucune des années antérieures de la dépression.

Dans un assez grand nombre de pays, le fait que les dépenses des gouvernements dépassent leurs revenus courants affecte le pouvoir d'achat des consommateurs, et l'on peut craindre qu'une diminution de la demande ne se produise lorsque ces dépenses s'arrêteront. Il va de soi qu'un changement important dans la politique financière est, en période de transition, susceptible de provoquer des difficultés, mais il se peut qu'un regain de confiance, soutenu par le rétablissement de l'équilibre budgétaire, libère une quantité de pouvoir d'achat suffisante non seulement pour compenser la réduction dans les dépenses des gouvernements, mais pour produire une augmentation nette des achats. Le tableau suivant montre les mouvements des prix et du coût de la vie, sur la base de l'or, dans le triangle monétaire formé par les Etats-Unis, l'Angleterre et la France:

Prix de gros et coût de la vie (Indice-or)

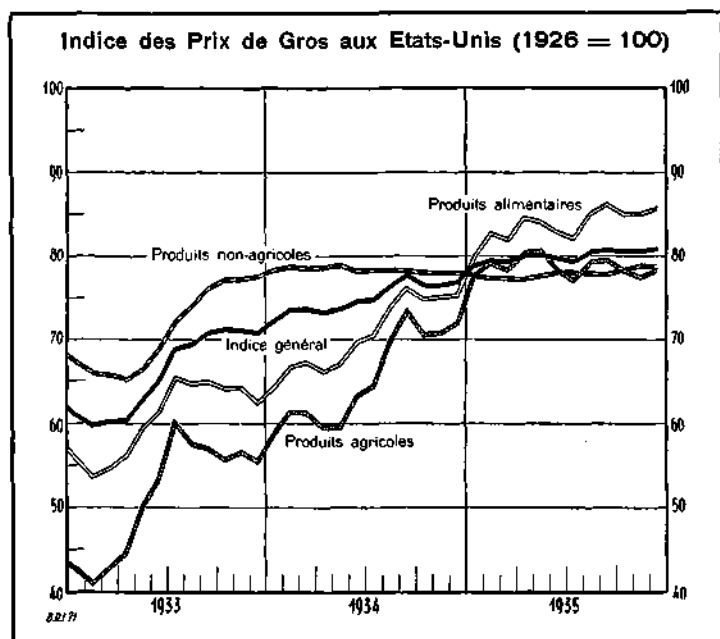
Indices-or 1913 (1914) = 100	Etats-Unis		Grande-Bretagne		France	
	Prix de gros	Coût de la vie	Prix de gros	Coût de la vie	Prix de gros	Coût de la vie*
Décembre 1929 . . .	134	171	133	166	119	115
» 1930 . . .	112	161	109	153	101	121
» 1931 . . .	98	146	73	103	84	108
» 1932 . . .	90	132	68	96	79	105
» 1933 . . .	65	84	69	95	79	107
» 1934 . . .	65	82	63	86	70	102
» 1935 . . .	69	84	66	88	72	97

* Chiffres du dernier trimestre.

Les indices des prix de gros comprennent un nombre relativement élevé de marchandises entreposées sur lesquelles les cours du marché mondial exercent une action, en général, décisive; aussi les modifications de ces indices doivent-elles, dans

une large mesure, s'harmoniser entre les différents pays. Du mois de décembre 1934 au mois de décembre 1935, on constate un relèvement des prix de gros dans les trois pays en question. Ainsi qu'il a été souligné plus haut, les prix aux Etats-Unis se sont relevés pendant le premier trimestre de l'année et sont ensuite restés relativement stables, bien que le soutien artificiel qui leur avait été donné leur ait été en grande partie retiré. En Grande-Bretagne, les prix ont suivi un mouvement ascendant, à l'automne en particulier. En France, le niveau des prix de gros est tombé jusque vers le milieu de l'année, il a marqué ensuite, d'août à décembre, un relèvement rapide de 6%, et ce mouvement ascendant s'est poursuivi pendant les trois premiers mois de l'année 1936. Calculé sur la base de l'or et comparé avec l'année 1913, le niveau des prix de gros est légèrement plus élevé qu'en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis; pourtant, il convient de faire observer que la différence entre les prix français et les prix américains, par exemple, n'a pas, en avril 1936, dépassé 10%.

Les mouvements dans les nombres indices du coût de la vie varient davantage d'un pays à l'autre, et on considère souvent qu'ils reflètent, plus exactement que les indices des prix de gros, les changements dans les niveaux relatifs des prix (il va de soi qu'aucune série simple de chiffres ne peut donner une indication comparative certaine des situations économiques de deux pays). Aux Etats-Unis, le coût



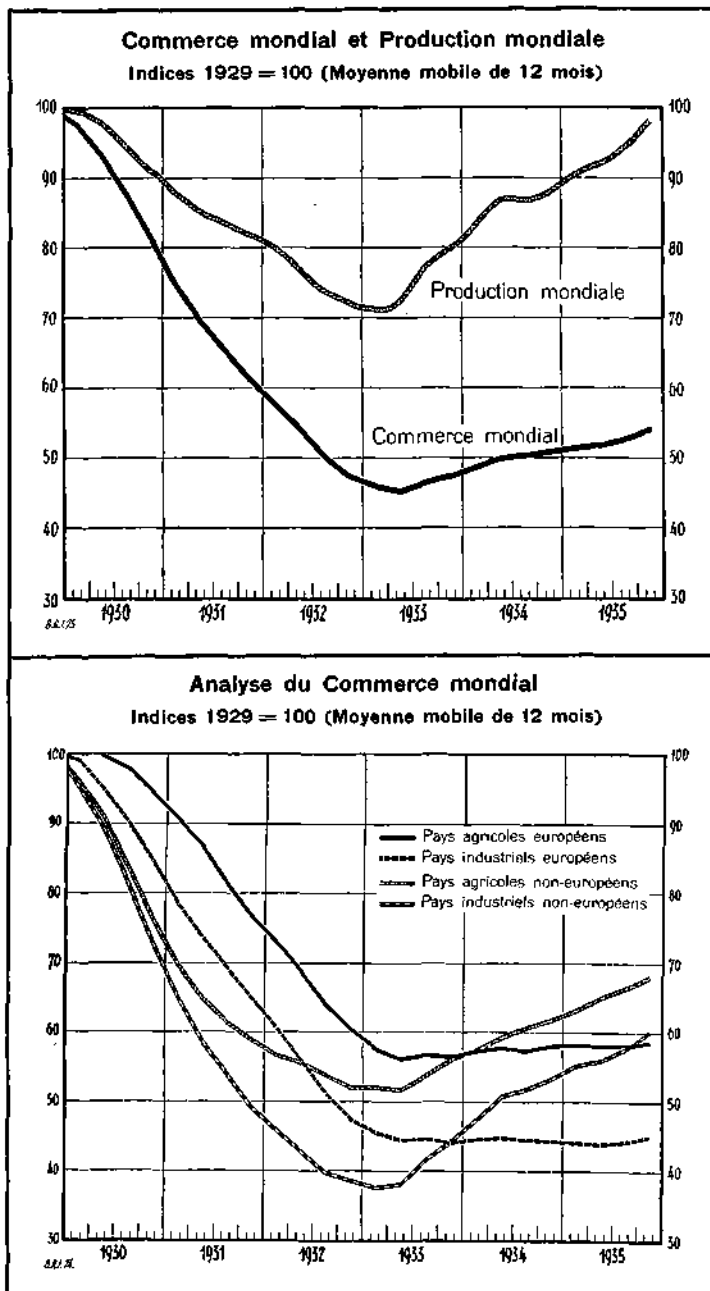
de la vie, exprimé en monnaie nationale, s'est relevé de plus de 15% de 1933, année où fut atteint le niveau le plus bas, à 1936, tandis qu'en Angleterre, la hausse a été de 4 à 5%. En France, la baisse du coût de la vie s'est poursuivie pendant l'année 1935; elle est de 5% par rapport à l'année précédente. Sur la base de l'or, le coût de la vie reste plus élevé en France que dans les deux autres pays, mais l'écart a diminué dans le courant de

l'année. D'ailleurs, la différence en France entre les nombres indices des prix de gros et ceux du coût de la vie qui, à une certaine époque, était considérable, est maintenant à peine supérieure à ce qu'elle est en Grande-Bretagne. Il semblerait que ces divers mouvements aient contribué (malgré la hausse récente des prix de gros en France) à mieux ajuster l'un à l'autre les niveaux relatifs des

prix de revient et des prix de vente en France, en Grande-Bretagne et aux États-Unis.

Les mouvements à l'intérieur d'un certain nombre de pays permettent de discerner que les prix, en s'adaptant, ramènent un équilibre plus stable. Les graphiques ci-dessus montrent qu'aux États-Unis, l'équilibre entre les prix des produits agricoles et le niveau général des prix est maintenant mieux établi qu'il ne l'était, il y a peu d'années.

La reprise de la vie économique, en 1935, se traduit par une légère amélioration



du commerce mondial, ainsi qu'il ressort des graphiques ci-contre pour lesquels on s'est servi des chiffres calculés, en monnaies nationales, par l'Institut allemand pour l'étude de la conjoncture (Institut für Konjunkturforschung).

Le volume des marchandises qui circulent d'un pays à l'autre n'est pas actuellement inférieur de plus de 20% au niveau de 1929. Le commerce international est en retard sur la production nationale qui, dans un certain nombre de pays, a déjà atteint ou même dépassé le volume de 1929. On peut voir dans ce fait une nouvelle preuve de la force qu'ont prise à notre époque les tendances autarchiques.

Il est naturel que l'amélioration la plus faible du commerce extérieur se constate dans les régions où existent le contrôle du commerce des devises, les contingentements et autres obstacles analogues, et il

n'y a donc pas lieu de s'étonner que ce soit précisément le cas pour le continent européen. Par le contrôle de leurs échanges, les différents pays ont continué de lutter contre le déséquilibre de leurs comptes avec l'étranger, mais, pris dans un filet de restrictions gênantes, ils n'ont pas trouvé le moyen de développer leur commerce. Les résultats obtenus sous le régime du «Nouveau Plan» adopté en Allemagne, au printemps de 1935, sont significatifs à cet égard; l'excédent des importations, de 284 millions de reichsmarks en 1934, s'est converti en un excédent d'exportations de 111 millions de reichsmarks, en 1935, mais ce changement n'est dû que pour un quart seulement à une augmentation des exportations et pour trois quarts à une réduction des importations.

Parmi les mesures en vigueur qui restreignent le mouvement des marchandises d'un pays à l'autre, quelques-unes ont été imposées pour des raisons de politique générale, qui répondent soit à des préoccupations d'ordre purement intérieur, soit à des considérations d'un caractère international. Mais il y a d'autres mesures, telles que, par exemple, la réglementation des devises, dont on ne peut dire qu'elles soient utiles à une fin nationale. Plus tôt ces obstacles seront supprimés, d'un consentement général, mieux cela vaudra. Il est peut-être devenu plus difficile, ces dernières années, de s'attaquer au problème des restrictions de change, à cause de l'intensification des mesures protectionnistes, mais, d'autre part, la forte réduction dans le volume de l'endettement international depuis 1931 rend certainement la solution du problème plus aisée. Le moment présent paraîtrait devoir être propice à de nouveaux efforts dans ce sens. Le mouvement cyclique de la vie économique semble être enfin arrivé à sa période ascendante; la tendance à long terme des prix, qui, pendant une dizaine d'années, a été sous le signe de la baisse, commence également à se renverser.

III. PRODUCTION ET MOUVEMENTS D'OR.

Par le chiffre élevé qu'elle a de nouveau atteint en 1935, la production mondiale de l'or ne laisse pas seulement très loin derrière elle tous les records antérieurs; son augmentation absolue, pendant l'année, a encore été la plus forte de toutes les augmentations annuelles qui aient jamais été enregistrées; aussi le total de l'or nouvellement extrait des mines, joint à l'or provenant de l'Orient, a-t-il été légèrement supérieur à celui de 1934, bien que le montant libéré par la Chine, l'Inde et l'Égypte ait fait ressortir une diminution et s'établisse à 50% seulement du chiffre de l'année record 1932. La thésaurisation par le public a de nouveau absorbé une fraction de l'or nouvellement disponible, la recrudescence de la thésaurisation sur le continent européen par les particuliers et les entreprises privées ayant été en partie seulement compensée par des réductions, dans le montant, par exemple, que détiennent, à Londres, les Américains, particuliers et entreprises privées. Les banques centrales de France, de Hollande, d'Italie et de Suisse ont subi de lourdes pertes d'or. Le Département du Trésor des États-Unis, qui a reçu un montant d'or d'une valeur à peine inférieure au double de la production totale de l'année, a été le principal bénéficiaire de ces mouvements. La Banque d'Angleterre et plusieurs autres banques centrales, parmi celles, notamment, du groupe-sterling, ont renforcé leurs réserves-or, et, de son côté, le Fonds d'égalisation des changes a considérablement accru ses stocks.

1) PRODUCTION.

Toute évaluation de la production annuelle d'or dans le monde entier reste nécessairement assez approximative, en raison du manque de données complètes pour plusieurs pays. Un fait pourtant est certain: l'augmentation de la production d'or continue à une cadence plus rapide que jamais. Depuis 1929, c'est-à-dire pendant les six dernières années, la production de l'or s'est accrue largement de 50%, et l'augmentation n'est pas inférieure à 150% si on l'évalue en monnaies dépréciées de 40% (en dollars, par exemple, au cours correspondant au prix légal de 35 dollars l'once, et en livres sterling, au cours équivalant à un prix de l'or à Londres légèrement supérieur à 140s. l'once). Le tableau ci-après indique la production mondiale d'or en 1915, année record avant 1932, et celle de toutes les années postérieures à 1923.

Année	Afrique du Sud	Etats-Unis d'Amérique**	Canada	Russie	Autres pays producteurs	Production mondiale	
						Millions de francs suisses	
	Milliers d'onces d'or fin						
1915*	9.096	4.888	918	1.546	6.146	22.594	2.420
1923	9.149	2.503	1.233	438	4.463	17.786	1.905
1924	9.575	2.529	1.525	594	4.827	19.050	2.041
1925	9.598	2.412	1.736	693	4.592	19.031	2.039
1926	9.955	2.335	1.754	895	4.430	19.369	2.075
1927	10.122	2.197	1.853	810	4.464	19.446	2.083
1928	10.354	2.233	1.891	899	4.206	19.583	2.098
1929	10.412	2.208	1.928	1.085	4.040	19.673	2.108
1930	10.716	2.286	2.102	1.434	4.184	20.722	2.220
1931	10.878	2.396	2.694	1.701	4.702	22.371	2.397
1932	11.559	2.449	3.044	1.990	5.224	24.266	2.600
1933	11.014	2.537	2.949	2.667	6.347	25.514	2.733
1934	10.480	2.916	2.965	4.263	6.715	27.339	2.929
1935	10.773	3.619	3.280	5.650	7.356	30.678	3.287

* Année record avant les années 1932—1935.

** Y compris les Philippines.

L'Afrique du Sud reste encore la région productrice d'or qui est de beaucoup la plus importante, mais le développement de sa production n'a cependant pas suivi le même rythme que dans les autres pays. On a même, en 1933 d'abord, puis à nouveau en 1934, constaté un recul de cette production, et le léger redressement de l'année 1935 n'a pas été suffisant pour la ramener au niveau de 1932. Il ne faudrait toutefois pas conclure de cette uniformité relative dans la production, d'une année à l'autre, que l'industrie de l'or traverse, en Afrique du Sud, une période de stagnation, car un développement marqué a été, en fait, enregistré. Quand le prix de l'or, calculé en monnaie sud-africaine, s'est relevé, il est devenu possible d'exploiter des minerais plus pauvres; il est, en particulier, devenu avantageux de broyer d'importantes quantités de minerai extrait les années précédentes, mais qui ne pouvaient être traitées avec bénéfice étant donné le prix alors payé pour le métal. Dans son rapport de 1935, l'«Union Corporation of South Africa» a expliqué que l'adjonction aux réserves de ce minerai à faible teneur justifiait une augmentation de la capacité de broyage, mais que ce développement entraînait dans la plupart des cas une extension des travaux d'établissement et parfois même l'ouverture de nouveaux puits, travaux préliminaires qui exigent l'un et l'autre un certain délai.

La hausse du prix de l'or a donc eu pour effet immédiat de diminuer la qualité du minerai broyé et de réduire, en conséquence, la production de l'or du Rand. Mais l'«Union Corporation» estime que la capacité plus grande des installations et la mise en exploitation de nouvelles mines feront plus que compenser, en 1937, la réduction

de la production due à la pauvreté du minerai broyé, et que la production en Afrique du Sud se développera progressivement à l'avenir pour atteindre même, peut-être, dans les 5 à 6 prochaines années, un chiffre voisin de 15 millions d'onces.

L'augmentation sensible de la production d'or en Russie, dont le début remonte aux années 1928 et 1929, a continué en 1935, assurant ainsi à l'U. R. S. S. le second rang parmi les pays producteurs d'or; elle rappelle le temps où, pendant la première moitié du 19^{ème} siècle, avant les découvertes faites en Californie, la Russie était le plus grand producteur d'or du monde. En 1935, la production de ce pays a été sept fois plus élevée qu'en 1927, à la suite des très grands efforts faits pour moderniser les installations techniques et pour découvrir de nouveaux gisements. Le Commissaire de l'Union Soviétique responsable de ce qui a trait à la production de l'or a annoncé que l'industrie de l'or a, la première, achevé le programme que lui avait tracé le plan quinquennal. D'après ses évaluations, la Russie produirait, en 1940, autant d'or que l'Afrique du Sud aujourd'hui, soit de 10 à 11 millions d'onces, valant environ 1.200 millions de francs suisses.

Aux Etats-Unis et au Canada, la production de l'or a fait des progrès satisfaisants pendant l'année; dans ce dernier pays, des recherches géologiques entreprises conformément au programme du gouvernement ont donné d'heureux résultats, dans les régions où l'on pensait trouver de l'or. Au Canada encore, le nombre des compagnies minières a passé de 32, à la fin de l'année 1931, à 155 en 1935, et la capacité de production journalière, de 16.000 tonnes de minerai à 29.000 pendant la même période. Ce ne sont pas tellement les importantes compagnies minières que le grand nombre de petits propriétaires qui ont le plus contribué à l'expansion de la production.

Abstraction faite de la Colombie, il semble que partout la production de l'or se soit maintenue ou ait augmenté pendant l'année. Cette augmentation n'a certainement pas été étrangère au développement du relèvement économique dans les pays producteurs d'or, et elle les a aidés à faire honneur à leurs engagements vis-à-vis de l'étranger; elle a eu également des répercussions favorables sur un plan plus général, car elle s'est reflétée dans le raffermissement universel du pouvoir d'achat, en permettant spécialement des achats sur les marchés étrangers et en contribuant ainsi à faciliter l'expansion du commerce.

En 1935, l'Orient a libéré moins d'or: les exportations de l'Inde sont encore restées importantes, mais de très petites quantités seulement sont venues de la Chine, soit directement, soit en contrebande, en passant par Hong-Kong. Le courant s'est même renversé, à la fin de l'année, lorsque le Gouvernement chinois a reçu du Gouvernement des Etats-Unis pour 10 millions de dollars d'or, à titre de remboursement partiel sur sa vente d'argent-métal. Selon toute vraisemblance, les exportations des Indes continueront à décroître et, si l'amélioration qui s'est dessinée dans la situation économique s'accroît nettement, il ne serait pas impossible que ce pays

redevint acheteur d'or. Le tableau ci-après indique les exportations nettes des Indes, de la Chine et de Hong-Kong, pendant la période qui s'étend de l'année 1931 à l'année 1935.

Exportations nettes d'or	Inde	Chine	Hong-Kong	Total
	Millions de francs suisses			
1931	477	54	63	594
1932	1.014	118	59	1.191
1933	653	74	100	827
1934	706	54	68	828
1935	495	43	34	572
Total	3.345	343	324	4.012

L'augmentation de la production d'or, en 1935, a correspondu presque exactement à la diminution des exportations d'or de l'Orient et, en conséquence, les besoins monétaires et autres ont pu disposer de 3.860 millions de francs suisses d'or, soit un montant légèrement supérieur à celui de 1934.

En Italie, d'importantes récupérations d'or ont été faites à la fin de l'automne de 1935, auprès d'un public mû par des motifs patriotiques. Le montant correspondant n'a pas été publié, il aurait d'ailleurs été à peine possible d'en faire état, dès la fin de l'année 1935, à des fins monétaires.

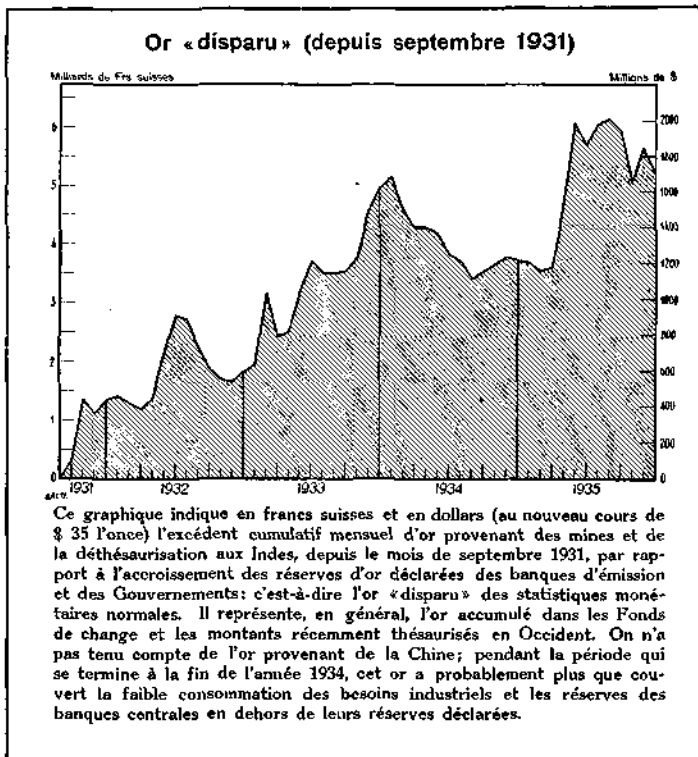
Les besoins industriels ayant été, ces dernières années, antérieurement à 1935, plus que couverts par la récupération d'or ancien fourni par le public, il n'a pas été nécessaire d'en tenir un compte spécial. En 1935, également, il semblerait que dans certains pays, en Grande-Bretagne notamment, la quantité d'or anciennement disponible ait été suffisante pour couvrir les besoins de l'industrie. Mais on sait qu'il n'en a été de même ni en France, ni dans plusieurs autres pays. En somme, il semblerait qu'il y ait eu une consommation nette d'or pour le compte de l'industrie et qu'on puisse l'évaluer provisoirement à environ 160 millions de francs suisses, soit à 5% de l'or nouvellement extrait des mines. Si l'on déduit de l'or provenant des mines et de l'Orient le montant net de l'or utilisé par l'industrie, il reste, pour couvrir les besoins monétaires, un montant net approximatif de 3.700 millions de francs suisses.

Quelle a été la destination de cet or? Environ 1.700 millions de francs suisses représentent une augmentation nette dans le total des réserves-or déclarées des banques d'émission et des gouvernements. Quant au solde, qui s'élève à 2 milliards de francs suisses, nul renseignement précis n'a été fourni sur sa destination; il est néanmoins possible d'indiquer approximativement les principales directions qu'il a prises: ou bien il est allé grossir la thésaurisation des particuliers, ou bien il a été absorbé par les stocks des Fonds de change, ou bien encore, il a renforcé les stocks d'or que plusieurs banques centrales conservent en dehors de leurs réserves déclarées.

Pour la thésaurisation, l'année a été caractérisée par un certain nombre de mouvements en sens contraires. Certains stocks thésaurisés ont été notablement réduits. Lorsque le marché suisse, au printemps de 1935, a subi la pression d'intenses retraits de fonds étrangers, les banques privées ont employé leur or pour se procurer des liquidités. Les Américains, qui, en 1933 en particulier, avaient acheté de l'or à Londres et sur d'autres places, ont, dans le courant de l'année 1935, vendu une grande partie de cet or et rapatrié le produit de ces ventes, sous l'empire, les uns d'une crainte de conflits entre les puissances européennes, les autres d'une confiance croissante dans la stabilité du dollar, et d'autres, enfin, du désir de placer leurs capitaux en valeurs américaines et de profiter ainsi de la hausse des cours. De plus, de grandes entreprises commerciales internationales qui s'étaient mises à conserver une partie importante de leurs disponibilités sous forme d'or, ou de l'or en contre-partie de transactions commerciales, comme garantie contre des pertes éventuelles, semblent avoir conservé moins d'or, et avoir davantage traité en devises, profitant ainsi de la plus grande stabilité de fait des changes pendant l'année écoulée. Mais à ces réductions s'oppose l'augmentation continue de la thésaurisation par les particuliers et les sociétés sur le continent européen. En fin de compte, il y a sans aucun doute, dans le total de l'or thésaurisé par les particuliers, une augmentation nette, moins forte toutefois, probablement, qu'au cours de l'une ou l'autre des quatre années précédentes. (Toutefois, la thésaurisation par les particuliers s'est intensifiée pendant le premier

trimestre de l'année 1936, mais il est encore impossible d'avoir une vue d'ensemble de cette période).

Il semblerait également que les banques centrales aient acheté une certaine quantité d'or et qu'elles l'aient conservée en dehors de leurs réserves-or statutaires, pour l'ajouter par exemple à leurs réserves-devises ou à leurs « actifs divers ». Une grande partie des 2.000 millions de francs suisses d'or dont il a été parlé plus haut, a, toutefois, été achetée par les Fonds spéciaux de change. Il va de soi que l'or de ces Fonds



doit être considéré comme servant à des fins monétaires, car il est spécifiquement destiné à permettre des interventions sur les marchés pour neutraliser les fluctuations des changes, et qu'il se trouve donc disponible pour régler les soldes des balances des comptes avec l'étranger. Le Fonds britannique d'égalisation des changes, en particulier, a considérablement accru son stock d'or pendant l'année; en même temps, les engagements du marché de Londres envers l'étranger ont également augmenté, mais dans une moindre proportion.

Compte tenu de tous ces facteurs, il est probable que le total des stocks d'or monétaire (y compris les Fonds de change) a augmenté d'environ 5% pendant l'année. D'autre part, le total de la production d'or a augmenté de 12%. Ces taux d'augmentation sont très rapides et on prévoit à bref délai, comme il a été dit précédemment, de nouvelles augmentations dans la production de l'Afrique du Sud et de l'U.R.S.S. Quel pourra être l'effet de cette production d'or croissante sur les prix? C'est une question qui fait déjà l'objet de fréquentes discussions. Les éléments de réponse ne manquent pas et tous semblent concorder dans leurs indications. Tout d'abord, le ralentissement de l'accroissement annuel de population dans un grand nombre de pays, qui a commencé pendant la guerre, affecte maintenant la population active, c'est-à-dire les personnes de plus de seize ans. En second lieu, une politique d'expansion des crédits à bon marché est appliquée partout où cela est possible et, sur les marchés où les taux d'intérêt n'ont pas encore été réduits, des réductions semblent devoir être faites dès que la situation du marché le permettra. Troisièmement, un grand nombre de gouvernements ont engagé, pour les armements et pour d'autres fins, des dépenses plutôt supérieures à leurs ressources. Quatrièmement, enfin, le point de départ d'un relèvement des prix, c'est-à-dire le prix actuel, calculé sur la base de l'or, est particulièrement bas en Grande-Bretagne, aux États-Unis et dans les autres pays dont les monnaies ont été dépréciées. Malgré la tendance des prix à se relever en 1935, le niveau, mesuré sur la base de l'or, reste encore très inférieur au minimum qui ait jamais été atteint entre les années 1800 à 1930. Si le prix actuel de l'or, exprimé en livres sterling, et le cours actuel du dollar par rapport à l'or restent approximativement stables, il y a tout lieu de penser que la hausse des prix des marchandises se poursuivra sur les marchés britannique et américain. Une telle hausse tendra, sans aucun doute, à faciliter, dans un proche avenir, un retour général à l'équilibre et, à cet égard, il conviendrait de s'en réjouir. Il n'en faudra pas moins suivre très attentivement les événements, car une hausse marquée des prix n'est pas toujours un bienfait, elle comporte ses dangers et ses difficultés propres.

2) ECHANGES D'OR ENTRE CENTRES MONÉTAIRES.

Indépendamment de la répartition d'or nouveau provenant des mines et de l'Orient, la perte très considérable d'or subie par les banques centrales de France, de Hollande et de Suisse constitue le mouvement marquant de 1935. En France,

cette perte présente un contraste frappant avec l'important afflux de l'année précédente, alors que la Banque de France avait été, après le Département du Trésor des Etats-Unis, le principal bénéficiaire des mouvements d'or. En fait, les changements d'orientation des mouvements d'or, de 1931 à 1935, entre les pays du bloc-or et les autres, mettent en pleine lumière quelques-unes des forces principales dont l'influence s'est fait sentir pendant cette même période, dans le déplacement des capitaux d'un marché à l'autre.

Réserves-or (en millions)	Banque de France		Nederlandsche Bank		Banque Nationale Suisse	
	Total	Variations annuelles	Total	Variations annuelles	Total	Variations annuelles
	Francs français		Florins		Francs suisses	
Fin de 1930 .	53.578	+ 15.285	426	+ 461	713	+ 1.634
» » 1931 .	68.863	+ 14.154	887	+ 146	2.347	+ 124
» » 1932 .	83.017	- 5.919	1.033	- 111	2.471	- 473
» » 1933 .	77.098	+ 5.026	922	- 80	1.998	- 88
» » 1934 .	82.124	- 15.828	842	- 199	1.910	- 521
» » 1935 .	66.296		643		1.389	

En 1931 et en 1932, les stocks d'or des banques centrales de France, de Hollande et de Suisse se sont accrus dans de très fortes proportions. Cela a été provoqué en partie par les conversions en or des réserves propres de devises de ces banques; en même temps, les banques privées de ces pays ont demandé le remboursement des crédits qu'elles avaient, à une date antérieure, consentis à l'étranger; enfin, les capitaux flottants en quête de placements sûrs ont été attirés par les pays dont les monnaies, restées attachées à l'or, étaient couvertes par des réserves monétaires particulièrement fortes. En ce qui concerne ce dernier point, toutefois, un revirement d'opinion était intervenu pendant l'été de 1933, à la suite des divergences qui s'étaient fait jour à la Conférence Monétaire et Economique de Londres, puis, à l'automne, à la suite d'un certain nombre d'événements concomitants, dont l'inauguration de la politique d'achats d'or aux Etats-Unis, les difficultés budgétaires en France, enfin, une faiblesse prononcée de la livre sterling. Les capitaux étrangers qui avaient été placés sur les marchés des pays du bloc-or en furent retirés et les réserves-or des banques centrales de ces pays subirent certaines pertes. En 1934, au contraire, le marché de Paris a vu ce mouvement se renverser; les Français se mirent à rapatrier les capitaux qu'ils avaient conservés à l'étranger, parfois pendant des années, et, à diverses reprises, ce rapatriement prit une grande ampleur. La Banque de France fit des acquisitions d'or, mais la Nederlandsche Bank, ainsi que la Banque Nationale Suisse, en perdirent, en fin de compte, des quantités, il est vrai, insignifiantes. Mais, l'année suivante, c'est-à-dire en 1935, la situation devint excessivement tendue, dans

les pays du bloc-or, tout d'abord après la dévaluation du belga, le 1^{er} avril, puis de nouveau en été et à la fin de l'automne. Sur le marché suisse, les sorties ont été surtout consécutives à des retraits effectués par les étrangers qui, les années précédentes, avaient placé leurs capitaux en valeurs suisses, ou laissé leurs fonds en dépôt auprès de banques suisses, mais, sur les marchés français et hollandais, de tels retraits ne suffisent pas à expliquer les sorties de capitaux; en réalité, il s'est agi principalement, dans ces deux cas, d'une exportation de capitaux nationaux effectuée par les ressortissants du pays intéressé. Depuis 1930 et pendant toute cette période, les mouvements d'entrées et de sorties de l'or en France, en Hollande et en Suisse, ont été presque entièrement dus à des mouvements de capitaux et non pas à des excédents ou des déficits importants dans les articles courants de la balance des paiements.

Un aperçu général des changements intervenus dans les réserves monétaires ressort du tableau suivant qui indique les stocks d'or visibles de chaque pays à la fin des années 1934 et 1935 respectivement et à la fin du mois de mars 1936. Les pays ont été divisés en trois groupes: ceux dans lesquels les réserves ont diminué pendant l'année 1935 (groupe 1), ceux dans lesquels le volume des réserves n'a pas changé (groupe 2), et ceux dans lesquels une augmentation s'est produite (groupe 3).

La Pologne, l'un des rares pays dont la monnaie était restée, jusqu'au mois d'avril 1936, sans restrictions légales de change, au pair monétaire par rapport à l'or, a, elle aussi, subi une pression, en 1935, ainsi qu'en témoignent ses exportations nettes d'or. Le rapport annuel de la Bank Polski, en 1935, explique que cette réduction dans les réserves-or, tombées de 503 millions à 444 millions de zlotys, dans le courant de l'année, a été provoquée, d'une part, par la thésaurisation des monnaies-or, en Pologne même, au début de l'été et de nouveau à l'automne, et, d'autre part, par une contraction de l'excédent des exportations (tombé de 177 millions de zlotys, en 1934, à 66 millions en 1935). Ce dernier phénomène a été d'autant plus sensible que les montants dus pour le paiement des exportations ont été en partie immobilisés dans les pays où le commerce des changes est réglementé. Les réserves-or de la Banque d'Italie sont tombées de 5.811 millions de lires, à la fin de l'année 1934, à 3.027 millions, à la fin de l'année 1935, la banque ayant eu à fournir des devises pour assurer des paiements en majeure partie relatifs à la campagne militaire en Afrique. Il conviendrait de faire observer que l'or récupéré sur le public, à la fin de l'automne, n'est pas inclus dans les réserves de la Banque d'Italie, mais qu'il a été versé à un fonds spécial et reste la propriété du Ministère des Finances.

Les réserves-or de la Reichsbank se sont maintenues, pendant toute l'année, au faible niveau, inférieur à 100 millions de reichsmarks, qui avait été atteint dans le courant de l'année 1934. Après une légère amélioration pendant l'été de l'année 1935, les réserves se sont de nouveau affaiblies en automne, le changement net pour l'année étant insignifiant. La Reichsbank expose dans son rapport annuel que, dans les cir-

Réserves d'or déclarées des Banques d'Emission et des Gouvernements	31 Déc. 1934	31 Déc. 1935	Diminution (-) Augmentat. (+)	31 mars 1936	Diminution ou augmentation pendant le premier trimestre de 1936
Millions de francs suisses					
Groupe 1:					
France	16.675	13.455	- 3.220	12.978	- 477
Italie	1.585	826	- 759	826 ³⁾	0
Suisse	1.910	1.389	- 521	1.509	+ 120
Hollande	1.754	1.340	- 414	1.487	+ 147
Canada	669 ¹⁾	578 ²⁾	- 91	578	0
Indes Néerlandaises	236	167	- 69	177	+ 10
Pologne	293	258	- 35	248	- 10
Yougoslavie	163	131	- 32	136	+ 5
Uruguay	249	226	- 23	226 ³⁾	0
Danemark	185	164	- 21	164	0
Espagne	2.268	2.255	- 13	2.228	- 27
Dantzig	24	12	- 12	12	0
Colombie	59	48	- 11	55 ³⁾	+ 7
Lithuanie	27	19	- 8	26	+ 7
Nouvelle-Zélande	76	71	- 5	71 ³⁾	0
Equateur	16	13	- 3	10 ³⁾	- 3
Total	26.189	20.952	- 5.237	20.731	- 221
Groupe 2:					
Algérie	43	43	0	43	0
Argentine	1.235 ⁴⁾	1.235 ⁴⁾	0	1.235 ⁴⁾	0
Australie	13	13	0	5	- 8
Congo Belge	9	9	0	9	0
Egypte	165	165	0	165	0
Hongrie	71	71	0	71	0
Inde	840	840	0	840	0
Lettonie	46	46	0	46	0
Maroc	22	22	0	22	0
Portugal	208	208	0	208	0
Total	2.652	2.652	0	2.644	- 8
Groupe 3:					
Albanie	7	8	+ 1	8	0
Autriche	139	140	+ 1	140	0
Chili	89	90	+ 1	90	0
Tchécoslovaquie	343	344	+ 1	344	0
Pérou	60	61	+ 1	61	0
Bulgarie	58	60	+ 2	60	0
Allemagne	188	192	+ 4	180	- 12
Esthonie	34	40	+ 6	40	0
Turquie	67	74	+ 7	76	+ 2
Mexique	70	80	+ 10	80 ³⁾	0
Roumanie	319	335	+ 16	339	+ 4
Finlande	42	62	+ 20	65	+ 3
Belgique	1.837	1.857	+ 20	1.733	- 124
Norvège	187	257	+ 70	257	0
Suède	488	566	+ 78	631	+ 65
Afrique du Sud	562	649	+ 87	748	+ 99
Japon	1.205	1.302	+ 97	1.324	+ 22
Royaume-Uni	4.850	5.046	+ 196	5.066	+ 20
U. R. S. S.	2.277	2.569 ³⁾	+ 292	858	- 1.711 ³⁾
Etats-Unis	25.216	30.992	+ 5.776	31.176	+ 184
Total	38.038	44.724	+ 6.686	43.276	- 1.448
Total général⁵⁾	67.300	69.000	+ 1.700	67.300	- 1.700

1) Gouvernements et banques d'émission. 2) Banque du Canada et Gouvernement. 3) Dernier chiffre connu. 4) Or en caisse. De plus, un montant d'or non indiqué séparément figure sous la rubrique des avoirs à l'étranger. 5) Chiffre d'octobre.
 6) Le premier bilan de la Banque d'Etat de l'U. R. S. S., établi sur le nouveau cours du rouble (1 rouble = 3 francs français), a été publié le 1^{er} avril 1936. Il fait apparaître une diminution considérable des stocks d'or par rapport au 1^{er} octobre 1935. On croit savoir que l'or « disparu » a été repris par le Commissariat des Finances, mais on ignore le montant exact détenu par ce Commissariat; le montant qui figure sur le tableau pour l'U. R. S. S., au 31 mars 1936, comprend seulement l'or déclaré par la Banque d'Etat. Ainsi qu'il ressort du tableau ci-dessus, la diminution nette dans le total des stocks d'or des banques centrales et des gouvernements pendant le premier trimestre de l'année 1936 s'explique par la réduction du chiffre russe. Il n'y a eu ni diminution, ni augmentation dans les stocks visibles des autres banques d'émission et des autres gouvernements, ce qui semble indiquer que, pendant le premier trimestre de 1936, tout l'or provenant des mines a été absorbé par les Fonds de change et la thésaurisation privée.
 7) Evaluation partielle et comprenant également d'autres pays.

constances actuelles, aucun allégement n'a pu être apporté au contrôle des devises, bien plus, qu'il a été nécessaire d'adhérer strictement aux principes du « Nouveau Plan » conformément auquel des devises étrangères ne peuvent être allouées que dans la mesure où de nouvelles devises deviennent disponibles. Sous ce régime de contrôle sévère, l'Allemagne a ramené le total de ses importations de 4.451 millions de reichsmarks, en 1934, à 4.159 millions de reichsmarks, en 1935, en même temps qu'elle portait ses exportations de 4.167 millions de reichsmarks à 4.270 millions et transformait son excédent d'importations de 284 millions de reichsmarks, en 1934, en un excédent d'exportations de 111 millions de reichsmarks en 1935. Il est évident que l'on ne peut établir de rapport direct entre ces chiffres et la situation de l'or et des devises dans le pays, d'autres facteurs entrant en ligne de compte dans la balance des paiements, et aucune évaluation n'ayant encore été publiée pour l'année 1935. Il est, toutefois, intéressant d'analyser les chiffres du commerce extérieur. Les renseignements publiés montrent que, pendant l'année 1935, 60% des exportations allemandes ont passé par des comptes de clearing. Le plus souvent, il ne peut pas être disposé librement des excédents d'exportations en faveur de l'Allemagne figurant à ces comptes de clearing. En outre, 20% des exportations allemandes ont été compensés par des clearings privés ou par des transactions ASKI (Ausländer Sonder-Konten für Inlandszahlungen — Comptes spéciaux d'étrangers pour paiements en Allemagne). 20% seulement des exportations ont procuré des « devises libres », dont la moitié a été bloquée pour le paiement des dettes qui dérivent des accords de prorogation (standstill) et pour d'autres paiements au titre des intérêts, de sorte qu'il n'en est resté que 10% pour payer les excédents d'importations provenant des pays avec lesquels il n'existait pas d'accord de clearing et pour couvrir, entre autres paiements extérieurs, les dépenses des représentants officiels de l'Allemagne à l'étranger par exemple. Or, d'après les statistiques des douanes allemandes, les importations d'or en Allemagne ont été, en 1935, supérieures d'environ 100 millions de reichsmarks aux exportations, tandis que la réserve-or de la Reichsbank à l'étranger est restée pratiquement inchangée. Il se peut que certaines de ces importations d'or aient été faites pour compte étranger, mais les importations pour compte allemand, dans la mesure où elles n'ont pas été utilisées pour des fins industrielles, seraient, croit-on, conservées comme réserve spéciale destinée à financer certains engagements envers l'étranger déjà contractés, ceux, en particulier, de la « Caisse de conversion ».

Parmi les autres banques centrales qui ont enregistré une diminution de leurs réserves-or, la Banque Nationale de Copenhague a utilisé 15 millions de couronnes pour le remboursement d'un crédit dû à l'étranger, et la Banque de Java a prélevé sur ses réserves les montants nécessaires pour faire face à ses obligations envers l'étranger; mais une amélioration s'est dessinée à la fin de l'année, sous l'influence de la hausse des prix des produits d'outre-mer, dont les Indes Néerlandaises ont naturellement bénéficié.

Sur le continent européen, la reprise des affaires, et en particulier des échanges dans le commerce international, est restée très en retard par rapport à ce qui s'est produit dans les autres parties du monde, ce retard se reflétant aussi dans les statistiques de l'or. Si, dans plusieurs pays de l'Europe continentale, les banques centrales ont enregistré une diminution de leurs réserves, pas un seul de ces pays, la Russie des Soviets exceptée, n'a été en mesure d'accroître sensiblement son stock d'or. Les événements survenus en Belgique offrent un intérêt particulier. Pendant le premier trimestre de l'année, la Banque Nationale de Belgique a effectué des prélèvements sur ses réserves-or pour fournir les devises nécessitées par d'importantes sorties de capitaux. Après la dévaluation, le 1^{er} avril 1935, les montants expatriés sont presque immédiatement revenus, entraînant un afflux d'autres capitaux d'un caractère plus temporaire. La réserve-or a atteint son maximum en juin; depuis lors, un léger fléchissement a été observé, lié apparemment au retrait graduel de quelques disponibilités appartenant à des étrangers. A la fin de l'année, d'après le bilan de la Banque Nationale, la réserve-or n'était que de très peu supérieure à ce qu'elle était à la fin de l'année 1934. Parmi les banques centrales qui ont modérément accru leurs réserves, il conviendrait de citer la Banque Nationale de Roumanie, qui a acheté une certaine quantité d'or provenant des mines nationales, et la Banque Nationale de Yougoslavie qui a, elle aussi, légèrement renforcé son stock d'or.

En dehors des Etats-Unis et de la Grande-Bretagne, dont il sera parlé plus loin, un certain nombre d'autres pays ont sensiblement augmenté leurs stocks d'or: la Norvège et la Suède, entre autres, et, parmi les pays extra-européens, le Japon et l'Afrique du Sud. En 1935, le Japon a bénéficié d'un excédent d'exportations, peu élevé, il est vrai (27 millions de yen seulement), mais le premier enregistré par lui depuis la guerre. Au sujet de l'Afrique du Sud, il conviendrait de rappeler que, pendant l'année 1934 et le premier trimestre de l'année 1935, la Banque de Réserve a considérablement augmenté son stock d'or et réduit son portefeuille de bons du Trésor britannique. Pendant les trois autres trimestres de l'année 1935, ses réserves-or ne se sont pas accrues; une certaine réduction est, au contraire, intervenue, mais, à la fin de l'année, sa réserve-or faisait ressortir une augmentation de 3 millions et demi de livres sterling.

Les réserves-or des Etats-Unis ont augmenté chaque mois, pendant l'année 1935, l'accroissement total s'établissant, pour l'année, à 1.887 millions de dollars, soit 5.780 millions de francs suisses. L'ordre de grandeur de ce chiffre, par rapport à la production, aux récupérations de l'Orient et au total des pertes nettes d'or subies par la Banque de France, la Nederlandsche Bank et la Banque Nationale Suisse, ressort, pour l'année 1935, des comparaisons ci-après:

	Millions de Francs Suisses	
Augmentation des stocks d'or des Etats-Unis		5.780
Or nouvellement disponible: Production d'or	3.290	
Or récupéré de l'Orient	570	3.860
Total des pertes nettes d'or de la Banque de France, de la Neder- landsche Bank et de la Banque Nationale Suisse		4.160

Les Etats-Unis ont ainsi absorbé en 1935 un montant égal à la totalité de l'or nouvellement extrait des mines et provenant de l'Orient, plus à peu près la moitié de l'ensemble des pertes nettes subies par la Banque de France, la Nederlandsche Bank et la Banque Nationale Suisse.

L'augmentation des réserves-or des Etats-Unis provient, à concurrence de 148 millions de dollars, de la production nationale, de la restitution des pièces d'or et d'autres sources semblables, tandis que 1.739 millions de dollars proviennent d'importations nettes d'or. En 1935, les Etats-Unis ont également importé pour 336 millions de dollars de métal-argent, et l'ensemble des importations nettes d'or et d'argent a atteint 2.075 millions de dollars. L'ampleur exceptionnelle de cette importation de métaux précieux ne résulte pas d'un excédent dû aux Etats-Unis au titre des articles courants de la balance des paiements; à cet égard, il est particulièrement significatif que les importations de marchandises aient été, ces dernières années, en progression constante:

Commerce extérieur des Etats-Unis	1932	1933	1934	1935
	Millions de dollars			
Importations de marchandises	1.323	1.450	1.655	2.047
Exportations de marchandises	1.611	1.675	2.133	2.282
Excédent d'exportations	288	225	478	235
Importations (+) ou exportations (—) nettes d'or	— 446	— 173	+ 1.134	+ 1.739
Importations nettes d'argent-métal	+ 6	+ 41	+ 86	+ 336

Les récentes évaluations de la balance des paiements tendent à montrer que le solde de l'excédent des exportations et les recettes provenant des placements à l'étranger sont plus que contrebalancés par les dépenses des touristes à l'étranger, les remises des immigrants et les frais de transports payés aux compagnies étrangères de navigation. Les importations d'or et d'argent paraissent uniquement résulter, en 1935, de mouvements de capitaux. Ces mouvements, dont il a été parlé dans d'autres chapitres du présent Rapport, comprennent les capitaux américains rapatriés d'Allemagne (aux termes des accords de prorogation [standstill]), ceux qui ont été rapatriés de Londres et de Paris, l'augmentation des disponibilités européennes

déposées dans les banques américaines, et, enfin, les montants importants transférés à New-York pour y être placés à la bourse.

En Grande-Bretagne, les réserves-or de la Banque d'Angleterre, dont l'évaluation est faite à l'ancienne parité, ont augmenté de 7,8 millions de livres sterling, pendant l'année, ce qui, au cours actuel, correspond à environ 13 millions de livres sterling. On peut, toutefois, conclure de ce qui précède, que, de son côté, le Fonds d'égalisation des changes a augmenté ses stocks d'or d'un montant appréciable. Les importations nettes d'or de la Grande-Bretagne se sont élevées, en 1935, à 70 millions de livres sterling, valeur calculée sur le prix actuel de l'or. Le Board of Trade, dans le commentaire soigneusement établi qu'il a fait de ce chiffre, a expliqué qu'«en 1935, comme les deux années précédentes, les entrées nettes d'or ont sans doute été dues, de nouveau, en partie à l'or envoyé dans ce pays, pour y être déposé pour le compte d'étrangers, mais peut-être le volume en a-t-il été relativement moindre qu'en 1933 et en 1934». Une proportion de plus en plus grande des importations nettes a ainsi été disponible pour des achats pour compte britannique, soit, en d'autres termes, pour la Banque d'Angleterre et le Fonds d'égalisation des changes. Il est intéressant de rapprocher cette conclusion du chiffre mondial, déjà indiqué plus haut, qui représente le montant d'or «disparu» en 1935. Le stock total provenant des mines et de l'Orient s'est élevé à 3.860 millions de francs suisses et, si l'on en déduit les besoins industriels, soit environ 160 millions de francs suisses, il reste 3.700 millions de francs suisses. Or, les réserves visibles des banques d'émission et des gouvernements ont augmenté de 1.700 millions de francs suisses, laissant ainsi un montant de 2 milliards de francs suisses, soit environ 130 millions de livres sterling, dont il faut expliquer autrement l'utilisation. Il a été exposé ci-dessus qu'une fraction de cet or a été absorbée par une nouvelle thésaurisation des particuliers et qu'une autre partie a servi à accroître les réserves des banques centrales en marge de leurs réserves déclarées, mais de grandes quantités doivent avoir été prises par les Fonds de change des gouvernements, et spécialement le Fonds britannique d'égalisation des changes.

L'accroissement des réserves accumulées par les autorités monétaires britanniques est le résultat net de mouvements nombreux et divers: d'une part, un excédent dans le compte courant de la balance des paiements, que le Board of Trade a évalué à 37 millions de livres sterling, et un second excédent presque égal qui provient de remboursements d'emprunts effectués par des étrangers dont le montant dépasse celui des nouveaux emprunts contractés par l'étranger; il faut, toutefois, tenir compte d'un montant qui n'est pas exactement connu, mais qui est évidemment assez substantiel et qui représente les placements des particuliers à l'étranger, surtout en valeurs américaines. Vers les Etats-Unis, d'autres disponibilités ont été transférées aux banques de New-York; mais cette diminution des engagements anglais envers l'étranger a été plus que contrebalancée par une augmentation dans le montant des fonds que les pays du groupe-sterling et du continent européen gardent en dépôt

à Londres. Bien qu'une certaine proportion des capitaux du continent ait été utilisée pour réduire les engagements de l'Europe en livres sterling plutôt que pour constituer des actifs en cette monnaie, il semblerait qu'il y ait eu, en fin de compte, une augmentation nette des engagements du marché de Londres envers l'étranger, mais que cette augmentation ait été très inférieure aux acquisitions réalisées par les stocks d'or de la Banque d'Angleterre et du Fonds d'égalisation des changes.

Pendant l'année, les dettes de Londres envers l'étranger se sont donc accrues dans certaines limites, et celles de New-York, dans une large mesure, mais l'accroissement des réserves-or dans ces deux centres a été plus que suffisant pour couvrir leurs nouveaux engagements envers l'étranger. Les mouvements de capitaux continuent à reléguer au second plan les transactions internationales provenant des échanges commerciaux, des paiements au titre des intérêts et de postes semblables. En 1935, une faible partie seulement des mouvements de capitaux a été provoquée par des transferts de fonds déjà détenus à l'étranger; c'est l'expatriation de capitaux nationaux qui a revêtu le plus d'importance: des capitalistes britanniques, français, hollandais, suisses et d'autres nationalités européennes ont acheté des valeurs américaines, et d'autres transferts ont été également faits du continent vers Londres. Pendant le premier trimestre de l'année 1936, les achats de titres à New-York pour compte européen n'ont pas été poursuivis à la même cadence, mais la tension sur le marché français provoquée par les sorties de capitaux ne s'est pas relâchée. Il est évident que les mouvements de capitaux sont difficiles à prévoir, car ils ne répondent pas seulement à des considérations d'ordre financier et économique, mais ils sont en grande partie influencés par les réactions d'ordre psychologique des propriétaires des capitaux déplacés. Un point important doit être retenu: dans quelques pays seulement, le déséquilibre des articles courants de la balance des paiements a donné lieu à des déplacements d'or anormaux. Si les mouvements de capitaux venaient à se ralentir, la détente qui se produirait se traduirait en une amélioration très nette de la situation sur le marché de l'or. En effet, la production de l'or est déjà tellement considérable, et les perspectives de nouvelles augmentations sont telles, qu'avant longtemps, le monde pourrait avoir à remédier, non pas à une pénurie, mais à une abondance d'or dépassant tout ce que cette production a jamais donné de mémoire d'homme.

IV. ENDETTEMENT INTERNATIONAL A COURT TERME.

La diminution considérable en valeur-or de l'endettement international à court terme, résultant soit des remboursements et consolidations, soit de la dépréciation des monnaies dans lesquelles les dettes étaient libellées, ressort des évaluations faites par la Banque des Règlements Internationaux et publiées dans les Rapports antérieurs : le total de l'endettement international, à échéance de douze mois au maximum, des pays d'Europe et des Etats-Unis, évalué à 70 milliards de francs suisses à la fin de 1930, était considéré comme ramené à 32 milliards en 1933, puis à environ 29—30 milliards à la fin de 1934. En Europe, dans le courant de 1935, les pays débiteurs ont continué à liquider le reliquat de leurs engagements, et les Américains ont rapatrié des montants considérables qu'ils avaient conservés en dépôt dans les banques anglaises et françaises en particulier. D'autre part, les dépôts des étrangers dans des banques américaines ont été considérablement accrus, pendant que le total des dépôts étrangers à Londres augmentait quelque peu également. La Banque des Règlements Internationaux a disposé, en 1935, de renseignements plus complets que les années précédentes, mais il semblerait, après un examen des données comparables, que, tout compte fait, le changement dans le volume total des dettes à court terme envers l'étranger, non encore liquidées dans le monde, fût insignifiant, bien que le poste des capitaux gelés ait peut-être légèrement diminué.

Il ne faut pas oublier que l'évaluation, à un moment déterminé, d'un total donné, dont le montant et la composition ne cessent de varier, offre un caractère d'instantanéité qui ne peut donner qu'une faible idée du mouvement ou du volume du chiffre d'affaires, élément important parce qu'il est en quelque sorte le baromètre de l'activité économique générale et un facteur essentiel du point de vue monétaire. Il semble que ce soit en Finlande seulement qu'il ait été dressé des statistiques sur le mouvement des comptes en banque des correspondants étrangers et des effets sur l'étranger.

Il est, de plus, important de ne pas perdre de vue que les évaluations ci-dessus portent sur des engagements fort hétérogènes, qui comprennent les catégories de fonds mentionnées ci-après :

a) les crédits commerciaux, dont les plus caractéristiques sont les lettres de change et les crédits de remboursement. En temps normal, ils constitueraient la masse du financement international à court terme, dont le volume varierait suivant la tendance du commerce mondial.

b) Les crédits contractuels, représentés en général par un document. Ce sont des « crédits » à court terme au sens strict du mot, consentis en règle générale entre banques ou autres institutions pour une période déterminée ; le volume de cette catégorie est actuellement peu élevé depuis l'institution d'accords de prorogation (standstill) et de restrictions au commerce des devises, et le total en est, d'une manière générale, susceptible de se réduire lentement étant donné que les prêts nouveaux dans cette catégorie sont très rares.

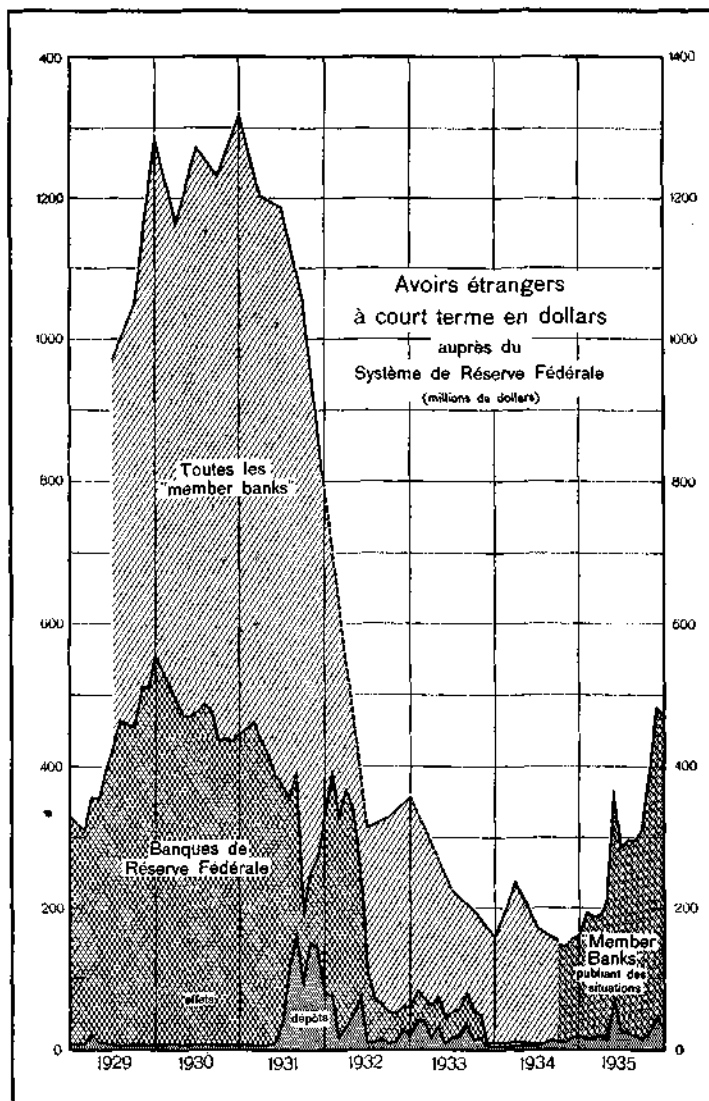
c) Les engagements dérivant d'un dépôt ou d'une transaction semblable, et fréquemment représentés par une simple entrée dans les livres de comptabilité. Ils comprennent tous les dépôts et emplois à court terme faits, pour une raison ou pour une autre, principalement sur les importants marchés monétaires qui, en contre-partie, deviennent débiteurs à court terme. Cette catégorie diffère surtout de celle mentionnée sous b) par l'initiative prise dans la création de la dette et elle soulève la question des différences techniques entre le crédit et le dépôt. Le montant et le volume de cette dernière catégorie ont été, ces dernières années, sujets à de brusques variations.

En plus des transferts de fonds qui rentrent dans ces trois catégories, d'importants mouvements de capitaux peuvent se produire lors de transactions qui portent sur des valeurs à long terme. Les portefeuilles étrangers d'obligations et d'actions représentent, pour les marchés intéressés, un engagement à court terme en puissance, sur lequel il est difficile d'obtenir des renseignements précis. Depuis le mois de janvier 1934, c'est-à-dire depuis que la nouvelle valeur-or du dollar a été fixée, les mouvements internationaux de capitaux ont été caractérisés par la persistance de leur afflux vers les Etats-Unis: les capitaux américains ont été rapatriés (tant les fonds avancés à l'Europe pendant les dix années qui ont suivi la guerre que les fonds transférés à l'étranger, en 1933, au moment où le public éprouvait quelque inquiétude à l'égard du dollar), et, plus récemment, des fonds européens ont été envoyés aux Etats-Unis, les uns pour être utilisés à Wall Street, les autres pour constituer de nouvelles disponibilités. Bien que l'importance des transactions ait été évidente sur le marché à court terme et sur le marché des changes — et les entrées consécutives d'or aux Etats-Unis en ont été la manifestation patente —, il n'a été possible de s'en rendre compte qu'en partie par l'examen des statistiques des capitaux à court terme concernant les divers marchés nationaux. Ce fait provient surtout de ce que des capitaux qui ont passé par le marché à court terme et le marché des changes ont été consacrés en fin de compte, dans une très forte proportion, à des placements à long terme. Il n'en est pas moins intéressant de suivre ce mouvement, dans la mesure où le permettent les statistiques du marché à court terme, d'autant plus que les statistiques hebdomadaires maintenant publiées embrassent 90% des dépôts étrangers dans toutes les « member banks » du Système de Réserve Fédérale. Comme l'explique le Bulletin de la Réserve Fédérale, « les statistiques rassemblées ont été revues de temps à autre pour répondre à de nouvelles nécessités, ou pour tenir compte des modifications intervenues dans la

situation économique, et tous les nouveaux renseignements qui présentent une réelle garantie d'exactitude et un intérêt général sont mis à la disposition du public.»

Le graphique ci-contre qui donne une idée générale des mouvements des capitaux étrangers à court terme sur le marché américain depuis la fin de 1928, a été composé à l'aide des statistiques publiées par les «member banks», ainsi que des montants des dépôts étrangers dans les banques et des engagements éventuels sur les effets de commerce achetés pour le compte de correspondants étrangers des banques de Réserve Fédérale; le volume ainsi obtenu varie entre 30 et 50% du total des engagements à court terme contractés par les Etats-Unis envers l'étranger, d'après les données annuelles du Département du Commerce.

L'importance des montants antérieurement détenus par les banques centrales sur le marché de New-York ressort du fait que les acceptations achetées par le Système de Réserve Fédérale pour le compte de cor-



respondants étrangers ont atteint, au milieu de l'année 1929, plus de 40% du total des acceptations qui se trouvaient sur le marché. C'est là une situation qui a été presque entièrement liquidée au cours de ces dernières années, les banques centrales ayant, soit converti en or leurs avoirs en dollars, soit utilisé ces avoirs pour la défense de leurs monnaies. Le mouvement du total des chiffres des banques publiés par le Département du Commerce et résumés dans le tableau ci-après donne un aperçu supplémentaire des profondes modifications survenues dans les relations entre les marchés américains et les autres marchés:

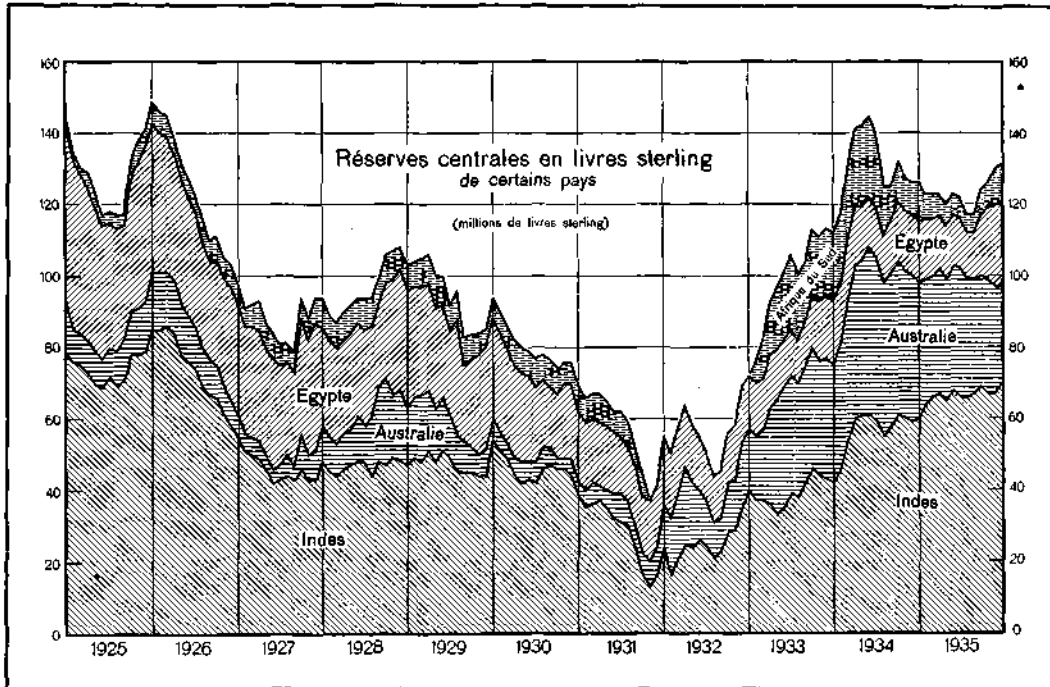
Comptes internationaux des banques aux Etats-Unis	Fin d'année					
	1930	1931	1932	1933	1934	1935
	Millions de dollars					
Avoirs étrangers à court terme	1.802	1.239	1.053	1.082	1.216	852
Engagements à court terme envers l'étranger	2.737	1.465	870	487	614	1.219
Position nette	- 935	- 226	+ 183	+ 595	+ 602	- 367

Le mouvement de contraction des avoirs étrangers à court terme, constitués pendant les dix années qui ont suivi la guerre, s'est poursuivi jusqu'à la fin de l'année 1932; après une interruption de deux années, ce mouvement reprit en 1935. Au compte des engagements, le retrait des capitaux déposés à New-York par des étrangers, particuliers ou institutions, a continué à un rythme rapide jusqu'en 1933; l'année suivante, le mouvement commença à se renverser et, pendant l'année 1935, le volume des capitaux étrangers dans les banques américaines a doublé, touchant au plus haut niveau atteint depuis le printemps de 1932. Cet accroissement des capitaux étrangers à New-York semble ne pas consister seulement en ressources de banques et entreprises privées européennes, mais comprendre également une certaine quantité de capitaux évadés. Il est difficile de se faire une idée du volume des capitaux européens qui sont venus à la Bourse de New-York, mais il a été sans aucun doute considérable, surtout pendant l'année dernière. Les chiffres approximatifs ci-après, qui représentent les actions de l'United States Steel Corporation détenues par des étrangers, donnent une indication incomplète, mais peut-être significative — pourtant, même en 1935, ils constituent moins de 6% du total des actions émises, alors que ce chiffre atteignait, en 1914, 25%.

U. S. Steel Corporation. Nombre d'actions détenues par:	Fin d'année		
	1929	1934	1935
Anglais	38.000	150.000	191.000
Hollandais	42.500	157.000	186.000
Tous autres étrangers	101.500	113.000	128.000
Total	182.000	420.000	505.000

Londres a été, à certains égards, exposé à l'action des mêmes mouvements que le marché américain; les banques centrales du continent européen, par exemple, ont généralement liquidé, après 1931, les avoirs en livres sterling qu'elles conservaient antérieurement. Mais la situation du marché de Londres, centre financier pour un grand nombre de pays, à l'intérieur comme à l'extérieur de l'Empire britannique, s'est trouvée, de ce chef, soumise à des influences spéciales dont les effets se sont fait sentir aussi

bien avant qu'après la crise de 1931. Le graphique ci-après montre, à titre d'exemple représentatif, les ressources centrales en livres sterling de quatre grands pays dont les réserves comprennent des livres sterling — l'Inde, l'Australie, l'Égypte et l'Afrique du Sud —, d'après les renseignements publiés par ces pays :



La réduction des réserves centrales de ces pays, conservées en livres sterling, réserves supérieures à 100 millions de livres sterling à la fin de 1928 et tombées à moins de 40 millions de livres sterling à l'automne de 1931, fait apparaître l'une des raisons de la tension dont a souffert la livre sterling pendant les années qui ont précédé la suspension de l'étalon-or; elle montre également comment Londres, parce qu'il est le centre financier d'un groupe de pays non-industriels, se trouve exposé à subir directement les répercussions d'une baisse des matières premières dans ces pays dont il est séparé par des milliers de kilomètres. Cette considération, toutefois, ne suffit pas à tout expliquer. En effet, au nombre d'autres facteurs qui sont entrés en jeu, l'Australie a, dans les trois années qui ont précédé le milieu de 1931, emprunté à Londres près de 40 millions de livres sterling à court terme, pendant que l'Inde obtenait la même année près de 30 millions de livres sterling d'argent frais. Depuis 1931, l'accumulation des réserves centrales en livres sterling a suivi une progression rapide pour atteindre un niveau supérieur au maximum de 1928. Il conviendrait, toutefois, de noter que les banques commerciales ont, en général, tendance à conserver un excédent en livres sterling moins élevé que les années antérieures et à vendre leurs disponibilités à la banque centrale, au fur et à mesure de leur constitution.

De plus, pour pouvoir se faire une idée exacte de la position de chacun de ces pays, il faut tenir compte de facteurs spéciaux: l'Inde a été en mesure de rembourser à l'échéance, sur les disponibilités qu'elle avait accumulées, une partie de sa dette envers Londres; de même, l'Afrique du Sud a intégralement remboursé sa dette de guerre et elle a récemment remplacé par de l'or une partie de ses avoirs en livres sterling, dont les proportions étaient devenues anormales au début de 1934; les soldes australiens à Londres ont été alimentés par des ventes d'or, mais, d'autre part, la totalité de la dette australienne à court terme a été rachetée par la Banque du Commonwealth, et elle s'est maintenant ajoutée aux livres sterling qui figurent dans le graphique. (Les réserves internationales de l'Australie, si l'on tient également compte des réserves d'or et de livres sterling des banques commerciales, atteignent à présent la moitié seulement de leur total de 1928—1929).

D'autres pays du groupe-sterling font apparaître des mouvements semblables de capitaux. La Sveriges Riksbank, par exemple, a accumulé, à côté de sa réserve-or croissante, près de 30 millions de livres sterling, depuis le printemps de 1932, tandis que la Banque de Réserve et les banques commerciales de Nouvelle-Zélande possédaient, à la fin de 1935, des ressources en livres sterling supérieures à 30 millions de livres (alors qu'en 1931, le pays empruntait à Londres pour faire face à ses échéances). Vues de Londres, ces accumulations représentent une augmentation des engagements du marché vis-à-vis des pays du groupe-sterling. A l'heure actuelle, les disponibilités à court terme du groupe-sterling à Londres représentent une fraction considérable des engagements à court terme de ce marché envers l'étranger.

En 1935, l'exode des capitaux européens a emprunté en grande partie la route de Londres pour aller à New-York, la livre sterling jouant, en quelque sorte, le rôle de canal de communication par lequel s'acheminaient ces disponibilités; mais une fraction de ces capitaux est restée à Londres, les pays du Continent ont augmenté leurs disponibilités bancaires sur cette place, acheté des valeurs de Bourse et remboursé leurs engagements en livres sterling, c'est-à-dire leurs engagements commerciaux. D'autre part, les disponibilités américaines placées à Londres et les capitaux antérieurement conservés sous forme de dépôts et d'or, se sont acheminés vers les Etats-Unis. En somme, abstraction faite du groupe-sterling pour lequel Londres est le centre naturel, les actifs étrangers à court terme détenus sur ce marché n'ont pas beaucoup augmenté en 1935. Mais pendant le premier trimestre de 1936, les capitaux du continent ont afflué en grandes quantités vers l'Angleterre, une moindre proportion seulement allant jusqu'aux Etats-Unis; les engagements à court terme du marché de Londres envers l'étranger se sont ainsi accrus assez rapidement, mais cette augmentation a été entièrement couverte par l'addition d'actifs équivalents, sous forme d'or ou de créances sur l'étranger.

La position des pays septentrionaux d'Europe, membres du groupe-sterling, s'est développée de façon favorable, en 1935. Grâce à une série d'années pendant lesquelles

la balance commerciale (qui détermine à peu de chose près la balance des paiements) s'est soldée par un excédent en sa faveur, la Finlande a été à même de rembourser une grande partie de ses dettes envers l'étranger, tant à court terme qu'à long terme, et, vers la fin de 1933, pour la première fois, le solde de ses comptes à court terme avec l'étranger est devenu actif. En 1935, toutefois, ses avoirs à court terme à l'étranger ont diminué de 250 millions de marks finlandais, malgré un excédent d'exportations de 860 millions; ce phénomène s'explique par le fait qu'en plus d'un achat d'or d'environ 300 millions de marks finlandais, effectué par la banque centrale, la Finlande a rapatrié ou remboursé pour 870 millions d'obligations à long terme émises à l'étranger. En Suède, le compte courant de la balance des paiements s'est soldé par un excédent depuis 1932, et, en outre, la Suède a liquidé un montant assez important de ses placements à l'étranger et elle en a rapatrié le produit. En 1935, la Sveriges Riksbank a acheté de l'or pour environ 100 millions de couronnes; ses créances nettes sur l'étranger ne s'en sont pas moins accrues de 76 millions de couronnes, portant à 629 millions leur total qui avait touché 657 millions de couronnes en septembre, montant le plus élevé qui ait jamais été atteint; pendant ce temps, d'après les statistiques officielles, la position nette des banques privées suédoises est restée pratiquement inchangée. En Norvège également, la position nette des sociétés de crédit à l'égard de l'étranger ne s'est guère modifiée pendant l'année, mais la réserve-devises de la Norges Bank est passée de 57 millions de couronnes à 112 millions, la fraction de cette réserve «provisoirement placée» en or se relevant de 16 millions de couronnes à 66 millions de couronnes. Quant au Danemark, l'année a été pour lui plus troublée. A l'automne, une certaine entreprise agricole a provoqué une grève des «valuta», ce qui, en prolongeant des 10 jours habituels à trois mois le crédit fait aux importateurs anglais, aurait pu priver pendant près de deux mois et demi la Banque Nationale des entrées normales de devises provenant des exportations et, par suite, espérait-on, imposer une nouvelle dépréciation de la monnaie. Mais la Banque Nationale prit ses précautions, elle releva, entre autres, son taux d'escompte de 2½ à 3½ %, et la grève fut, en fait, brisée presque avant d'avoir commencé. La confiance dans la stabilité de la couronne se raffermi et un relèvement simultané dans les prix des produits danois d'exportation contribua à accentuer l'amélioration. En août, la Banque Nationale vendit pour 15 millions de couronnes d'or et se servit du produit de cette vente pour rembourser un crédit de 20 millions de francs suisses dû à la Suisse depuis 1932.

Les pays du bloc-or ont eu à souffrir, pendant l'année, d'une succession de mouvements extraordinaires de capitaux. En Belgique, les sorties ont atteint leur plus haut point en mars 1935, sans toutefois que la situation de la Banque Nationale en ait été sérieusement affectée. Après la dévaluation de la monnaie, le 1^{er} avril, (due à des considérations économiques et politiques d'ordre général), le revirement qui se produisit dans le mouvement des capitaux, aussi bien nationaux qu'étrangers,

atteignit des proportions considérables et contribua à raffermir la situation des banques commerciales. Cet afflux a continué jusqu'en juin; après cette date, un certain reflux se produisit, insuffisant toutefois, pour réduire le pourcentage de couverture de la banque centrale. A la fin de l'année, les engagements nets à court terme des banques envers l'étranger s'élevaient à environ 1.900 millions de francs belges, alors que la réserve-or de la Banque Nationale était supérieure à 17 milliards.

En avril et en mai 1935, la tempête passa sur la Suisse, la Hollande et la France, et y revint plusieurs fois au cours de l'année, particulièrement en juillet, en septembre (Hollande) et en novembre (France). Les développements indiqués par le graphique des taux du marché à terme, qui figure dans un chapitre précédent, ressortent également du tableau suivant qui fait apparaître les pertes (—) ou gains (+) d'or des banques centrales pendant chaque trimestre depuis janvier 1935 jusqu'à mars 1936 :

Mouvements trimestriels des réserves d'or de banques centrales	1935				1936
	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	1er trimestre
	Millions de francs suisses				
France	+ 104	— 2.359	+ 190	— 1.155	— 476
Hollande	— 130	— 253	— 254	+ 224	+ 146
Suisse	— 197	— 517	+ 177	+ 16	+ 120
Belgique	— 210	+ 313	— 84	+ 1	— 125
Total	— 433	— 2.816	+ 29	— 914	— 335
Italie	+ 4	— 64	— 365	— 334	
Total	— 429	— 2.880	— 336	— 1.248	

Une intense concentration caractérise ces mouvements : en avril 1935, la Banque Nationale Suisse a perdu 350 millions de francs suisses, soit un cinquième de sa réserve-or; en mai, la Banque de France a perdu, en or, 9 milliards de francs français et, de nouveau, près de 6 milliards en novembre; la Nederlandsche Bank a perdu un cinquième de sa réserve-or en une seule semaine de juillet, et son pourcentage de couverture est tombé de 13 points. Le Gouverneur de la Banque de France a dit à l'Assemblée générale annuelle de la Banque, en janvier 1936 : « Elle (la tension des reports) dévoile l'existence de positions spéculatives dont des échecs répétés n'ont pas encore entraîné la liquidation définitive. Il serait vain, toutefois, d'attribuer à cette seule cause les tendances adverses qui se sont manifestées sur le marché des changes. Elles résultent, en effet, principalement d'un mouvement d'exportation de capitaux, qui, surtout en novembre, a été encouragé par la reprise des valeurs aux Etats-Unis. Les dépôts étrangers jouent, sur la place de Paris, un rôle trop insignifiant pour que leur retrait suffise à expliquer ces transferts de fonds. En réalité, plus que jamais, le sort du franc est entre les mains des Français. » L'année

dernière, l'exode des capitaux a fait plus que traduire la simple liquidation des avoirs étrangers sur les principaux marchés de l'argent et il a affecté des couches plus profondes de disponibilités. De Suisse, les capitaux sortis sont surtout ceux que, pendant de longues années, les étrangers avaient placés dans ce pays; ceux qui sont sortis de France et de Hollande étaient, au contraire, dans l'ensemble, des avoirs nationaux. C'est le resserrement du marché national, à la suite de l'exportation des capitaux, et non pas l'insuffisance des réserves-or, restées en fait suffisantes, qui a amené, en février 1936, le Trésor français à se faire ouvrir à Londres un crédit de 40 millions de livres sterling pour financer des dépenses en francs. Le crédit a été accordé au taux de 3%, sensiblement inférieur à celui qu'aurait coûté l'opération pour pouvoir être conclue à Paris; il était donc naturel que le Trésor s'adressât au marché le moins onéreux.

Les pertes d'or de la Banque d'Italie, qui, abstraction faite d'un bilan au 31 décembre 1935, n'a publié aucune situation depuis le 20 octobre, ont été lourdes pendant le second semestre de 1935, en raison du remboursement de crédits commerciaux et autres et de l'achat de nouvelles marchandises contre paiement en espèces.

En 1935, la valeur-or de l'endettement à court terme de l'Allemagne n'a pas été réduite, comme le cas s'était produit les années précédentes, par une nouvelle dépréciation de la livre sterling et du dollar. La liquidation des crédits de prorogation (standstill), qui, en été 1931, équivalaient à quelque 6.300 millions de reichsmarks, s'est poursuivie par le procédé des «registermarks»:

Crédits au titre des accords de Standstill	Février 1934	Décembre 1934	Décembre 1935	Mouvement en 1935
Seuls crédits effectivement utilisés	Millions de Reichsmarks			
Angleterre	615	517	545	+ 28
Suisse	528	459	312	- 147
Etats-Unis d'Amérique . .	639	430	366	- 64
Hollande	328	224	142	- 82
France	104	68	31	- 37
Autres pays	47	36	28	- 8
Total . .	2.261	1.734	1.424	- 310

Bien que le total des ouvertures de crédit anglaises ait été réduit, le montant utilisé s'est effectivement accru pendant l'année; les crédits suisses et hollandais utilisés ont été réduits d'environ un tiers, et les crédits français de plus de moitié; les retraits américains ont été beaucoup plus limités que ces dernières années. Depuis le 1^{er} mars 1933, date à laquelle le système des «registermarks» a été établi, 1.416 millions de

reichsmarks ont été retirés par ce procédé, dont plus de 60% pour subvenir aux dépenses des touristes en Allemagne.

Les dettes extérieures de la Hongrie ont considérablement diminué depuis 1931, en raison, d'une part, de la dépréciation de certaines monnaies étrangères, et, d'autre part, de remboursements de capital. Les dettes à court terme régies par un accord de prorogation (standstill), conclu entre les créanciers étrangers et les banques débitrices, ont été réduites de plus de moitié pendant les quatre dernières années. Des remboursements sur leurs dettes à court terme ont été effectués par les débiteurs hongrois en pengös. Les montants en pengös payés sur les dettes régies par les accords de prorogation (standstill) ont pu être convertis en devises grâce à des exportations supplémentaires, effectuées aux termes de l'Accord du transfert de pengös, et grâce aux besoins du tourisme, aux remises des émigrants et autres transactions similaires. Vis-à-vis de certains pays, la Hongrie est devenue créancière au compte de clearing et elle a profité de cette situation pour compenser ses engagements antérieurs envers ces mêmes pays. Elle a ainsi remboursé, pendant l'année, une partie du crédit de 5 millions de dollars que la Reichsbank lui avait consenti, en 1931 et, au début de 1936, elle a conclu avec la Banque d'Italie un arrangement pour le règlement d'un ancien crédit.

Mention a été faite dans le Rapport annuel de l'année dernière de l'expiration de l'accord autrichien de prorogation (standstill). Quant aux dettes de la Credit-Anstalt qui avaient été consolidées par un accord indépendant de l'accord de prorogation (standstill), un règlement final a été conclu, au début de 1936, aux termes duquel les créanciers ont convenu d'admettre que leurs «Live Claims», dont le montant s'élevait à 215 millions de schillings, seraient entièrement réglés par un paiement immédiat en espèces de 60 millions de schillings, et un autre paiement de 40 millions par versements échelonnés sur une période de 20 années. Pour assurer le paiement de 60 millions de schillings en devises, la Banque Nationale a prélevé 38,8 millions sur ses réserves, la Credit-Anstalt a remis 12 millions, et le reliquat de 9,2 millions a été couvert par des arrangements spéciaux conclus individuellement avec des créanciers au titre des «Live Claims». Un paiement immédiat aussi important n'a été possible qu'en raison de l'amélioration de la situation de la Banque Nationale dont les réserves-devises sont passées, en 1935, de 35 à 112 millions de schillings.

L'endettement à court terme de la Russie, qui avait atteint, en 1930, des proportions considérables, a presque complètement disparu en 1935, à la suite du remboursement des crédits allemands à court terme. En avril 1935, un nouvel accord commercial a été signé avec l'Allemagne, mais le crédit de 200 millions de reichsmarks à échéance de cinq ans, consenti à cette occasion, n'était utilisé qu'en partie, à la fin de l'année. En 1932, 46% des importations russes provenaient d'Allemagne, mais 9% seulement en 1935: les remboursements de la dette des Soviets à l'Allemagne sont évalués à 60 millions de reichsmarks seulement en 1936, contre 220 millions de

reichsmarks l'année précédente. Le remboursement des crédits étrangers a été grandement facilité par l'accroissement de la production d'or. Pendant l'année, la Russie a obtenu de certains pays (Tchécoslovaquie, Italie, etc.) des crédits à long et à moyen terme, mais, en ce qui concerne tant ses importations que ses exportations, la Grande-Bretagne tient maintenant le premier rang.

L'accumulation des dettes commerciales a causé des difficultés dans certains pays, en particulier en Roumanie et en Espagne, les arriérés atteignant, dans le cas de cette dernière, le montant d'environ six mois d'importations. Cette situation a donné lieu à la conclusion d'un arrangement de clearing avec l'Angleterre, la balance de l'Espagne avec ce pays présentant un excédent considérable. Quand le paiement des dettes commerciales est différé pendant une période prolongée, l'exportateur se trouve privé de ses fonds de roulement, exposé, par suite, à des risques de change, et les répercussions d'une telle situation sont graves sur le volume du commerce international. Un nombre de plus en plus grand de pays ont conclu des arrangements pour mobiliser, par l'intermédiaire d'une institution centrale, les actifs gelés de leurs exportateurs; en Yougoslavie et en Hongrie, la création des ressources nécessaires à cette fin a contribué à accroître le volume des billets en circulation.

Les mouvements de capitaux à court terme qui se sont produits d'un marché à l'autre, pendant la période aiguë de la crise, en 1931, ont eu pour cause principale les retraits de fonds qui avaient été, à une date antérieure, déposés dans des banques étrangères ou confiés, sous forme de crédits, à des banques ou à d'autres institutions. L'année dernière, certains retraits ont présenté un caractère semblable. Les Américains, en particulier, ont rapatrié les capitaux qu'ils avaient mis en dépôt à l'étranger. Mais la plus grande partie des transferts a, en 1935, présenté un caractère différent. En règle générale, il ne s'est pas agi d'opérations de crédit, mais d'un transfert de placements privés.

Il convient également d'attirer l'attention sur les conséquences que peuvent avoir certains changements de méthode dans la façon de régler les engagements qui dérivent du commerce d'importation et d'exportation. Dans un grand nombre de cas, lorsque, apparemment, des disponibilités sont sorties d'un marché, on s'est rendu compte que la pression a été en grande partie provoquée par le fait que des maisons de commerce constituaient à l'avance la couverture de leurs engagements envers l'étranger ou laissaient provisoirement à l'étranger leurs créances exigibles en devises. Les changements de cette nature apportés au mouvement normal des capitaux peuvent comporter un certain élément semi-spéculatif, mais, dans une large mesure, il est explicable qu'une société commerciale soit mue par le désir légitime d'éviter les pertes auxquelles l'exposent les variations subites dans la valeur des monnaies.

La spéculation, au sens strict du mot, peut, avec des fonds empruntés, intensifier à un moment donné un certain mouvement, mais elle ne peut réussir que dans

la mesure où elle arrive à créer une atmosphère psychologique favorable à l'entrée en jeu de facteurs plus importants. A la suite d'une série de discussions, à Bâle, au printemps de 1935, entre les gouverneurs qui assistent aux séances du conseil d'administration de la Banque des Règlements Internationaux, les banques centrales des principaux marchés d'Europe ont conclu des arrangements avec leurs banques privées et leurs autres établissements de crédit, pour que ceux-ci s'abstiennent d'ouvrir des crédits destinés à des opérations spéculatives sur or ou sur devises. On a particulièrement pris soin, lorsqu'il s'est agi d'opérations à terme sur devises, de limiter le plus possible les prêts aux transactions commerciales ou autres non spéculatives. Les restrictions qu'il a été convenu de pratiquer ont souvent été efficaces, en contribuant à restreindre les opérations de spéculation effectuées au moyen de fonds empruntés.

Cette intervention des banques centrales a été importante, non seulement parce qu'elle a mis fin à une spéculation indésirable, mais, d'une façon générale, parce qu'elle a contribué à mettre en garde contre les dangers qui résultent de déplacements brusques de fonds d'un marché à l'autre. Etant donnée l'importance que représentent pour la monnaie les mouvements de capitaux provoqués par la nervosité de l'opinion, il peut être intéressant d'indiquer brièvement les mesures susceptibles de servir de protection contre des éventualités dangereuses:

a) Tout d'abord, les banques centrales exercent déjà, sur les emprunts contractés à l'étranger, un contrôle plus strict qu'elles n'ont eu coutume de le faire autrefois. Des statistiques plus complètes sont dressées et elles sont analysées par des esprits de plus en plus avertis des problèmes auxquels elles se rapportent. La déclaration du Dr. Kienböck, Président de la Banque Nationale d'Autriche, (citée dans le Rapport de l'année dernière), est à cet égard symptomatique de l'opinion qui commence à se répandre. Il a dit que l'Autriche ne tolérerait pas que des fonds à court terme pénètrent en Autriche en dehors des crédits habituels nécessaires au paiement des marchandises importées. Ce principe, s'il était observé, excluerait une catégorie de crédits qui pourraient facilement présenter le plus grand danger pour la liquidité d'un pays.

b) En second lieu, les banques centrales des pays créanciers accordent également à ces problèmes une plus grande attention; elles rassemblent des renseignements plus complets et, d'une façon générale, surveillent la situation. Les arrangements intervenus pendant l'année 1935, entre un certain nombre de banques centrales et les institutions de crédit sur leurs marchés, au sujet du refus à opposer aux demandes d'avances qui ont pour objet des opérations de spéculation sur devises et sur or, sont le signe du vif intérêt qu'elles portent à cette question.

c) Pour que les banques centrales soient en mesure de résister à la pression qu'exercent sur elles les mouvements de sortie des capitaux, il faut qu'elles disposent de réserves monétaires suffisantes. La réévaluation des stocks d'or, dans les pays à monnaies dépréciées, augmentera automatiquement, sur leurs marchés,

la proportion de l'or par rapport aux engagements réels et virtuels envers l'étranger. De plus, l'or étant actuellement produit en plus grande quantité (la production en poids est maintenant de 50% supérieure à celle de 1929), l'approvisionnement plus abondant de métal permet aux banques centrales de renouveler leurs réserves. A la Conférence monétaire et économique de Londres, en 1933, une résolution a été adoptée recommandant de donner aux dispositions législatives relatives à la couverture légale des banques centrales une plus grande souplesse, de ramener, par exemple, le pourcentage de couverture-or à un minimum ne dépassant pas 25%. Il a été observé que ce changement ne devrait pas servir de prétexte à la création d'une vaste superstructure de billets et de crédits, mais devrait servir à accroître les réserves libres des banques centrales et à consolider, par conséquent, leur position. Les lois et les statuts de plusieurs banques centrales ont été amendés, conformément à cette résolution, de manière à donner aux réserves monétaires une plus grande efficacité pour faire face aux paiements à l'étranger. En période de crise, une banque centrale peut également renforcer ses réserves en se faisant ouvrir des crédits par d'autres banques centrales.

d) Quand des entrées ou des sorties de fonds provenant d'un exode de capitaux exercent sur le crédit du marché intérieur une influence indésirable, celle-ci peut, au moins, être circonscrite par la politique de crédit que la banque centrale du marché exposé juge opportun de poursuivre. En élaborant leur politique, les banques centrales doivent distinguer entre les mouvements d'or qui reflètent un déséquilibre dans la balance courante des paiements et qui doivent pouvoir influencer librement le volume du crédit, et les autres mouvements qui résultent uniquement de sorties ou d'entrées temporaires de fonds.

e) Enfin, on peut signaler qu'en 1931 le danger n'est pas seulement venu d'une utilisation exagérée de crédits à court terme pour des opérations dont le financement aurait, en réalité, dû être assuré par des crédits à long terme. Il est venu également de ce qu'un volume excessif de disponibilités à court terme était détenu à l'étranger, et parfois sur des places qui n'étaient pas toujours leurs centres naturels. Il est évident, par exemple, qu'un volume considérable de capitaux du groupe-sterling, à Londres, même sujet à d'amples mouvements sur une période de plusieurs années, est beaucoup moins susceptible de se trouver soumis à des retraits brusques et violents qu'un volume semblable de fonds européens. La situation, en 1930, résultait surtout de l'ampleur prise par le développement du système de l'étalon de change-or, situation qui ne se reproduira sans doute plus à l'avenir.

Les amples mouvements de capitaux constatés ces dernières années ont été provoqués surtout par la crainte de variations brusques dans la valeur des monnaies. Si la stabilité du système monétaire était rétablie et la confiance générale restaurée,

il est certain que les mouvements rapides des disponibilités à court terme feraient naître moins d'inquiétude. Mais même si l'opinion publique avait de nouveau dans la monnaie la même confiance que pendant les années antérieures à 1914, par exemple, l'évolution de l'endettement international à court terme n'en aurait pas moins besoin d'être surveillée. En effet, d'importants mouvements peuvent se produire qui, sans être provoqués par une crainte de dépréciation, n'en affectent pas moins la liquidité des marchés monétaires et parfois même mettent à contribution les réserves des banques centrales. En période de recours fréquent aux crédits internationaux, il peut arriver qu'entre l'émission d'un emprunt et son utilisation, un certain intervalle de temps s'écoule et que le volume des capitaux à court terme sur le marché des crédits prenne, pendant ce temps, des proportions anormales. De plus, une dépression affectant un grand nombre de pays peut amener sur le centre dans lequel les pays en question conservent leurs réserves monétaires une tension prolongée; le graphique reproduit à la page 48 indique, par exemple, le drainage de capitaux pratiqué sur Londres pendant les années antérieures à 1931. Un autre exemple de pression persistante sur le marché des changes d'un pays, à un moment où l'opinion publique n'éprouvait aucune inquiétude au sujet de la monnaie, est donné, en 1928 et 1929, par les importants déplacements de capitaux à destination des Etats-Unis où ils allaient se placer à la Bourse de New-York en prêts à vue ou en valeurs. Il est donc essentiel que les banques centrales continuent à recueillir des renseignements concernant les avoirs et les engagements internationaux et à étudier très attentivement la situation, au fur et à mesure de son évolution, tant en fonction de son influence sur le marché intérieur que de ses répercussions extérieures.

V. TENDANCE DES TAUX D'INTÉRÊT A COURT TERME ET A LONG TERME.

L'évolution de la situation reste caractérisée en 1935 par la tendance à la baisse des taux d'intérêt à court terme et à long terme, tendance qui s'est manifestée depuis le printemps de l'année 1932, lorsque la crise de liquidité eut dépassé la phase aiguë de son évolution, atteinte pendant l'été et l'automne précédents. Hors d'Europe, le loyer de l'argent à court terme n'a pour ainsi dire pas cessé de fléchir. En Europe également, l'amélioration s'est poursuivie et quelques-uns des taux les plus élevés ont diminué; plusieurs banques centrales notamment ont adopté des taux qui sont les plus bas de la période d'après-guerre, ou inférieurs même à ce qu'ils avaient jamais été, et certains d'entre eux sont déjà restés en vigueur pendant une durée record. Les taux de six banques centrales d'Europe étaient cependant plus élevés à la fin qu'au début de l'année car, en raison des sorties d'or, ces banques avaient dû prendre des mesures pour la défense de leur monnaie. Lorsque le taux modéré de l'argent à court terme eut exercé son influence sur les marchés à long terme, rien ne s'opposa plus à une série d'importantes conversions de titres à long terme, en particulier d'obligations d'Etat et de diverses collectivités publiques: il y fut procédé dans le courant de l'année.

La tendance des taux de l'argent à court terme en Europe ressort du tableau ci-après qui donne la répartition, en trois catégories, des taux d'escompte de vingt-six banques centrales d'Europe, en indiquant le nombre des banques appartenant à chacune d'elles:

Taux d'escompte des banques centrales	Fin de			
	1931	1934	1935	Mars 1936
Au-dessus de 6 %	15	4	2	2*
de 4 % à 6 %	7	13	15	15
3 1/2 % et au-dessous	4	9	9	9

* La Grèce et l'Albanie à 7% et 7 1/2 %, respectivement.

Parmi les vingt-six taux en question, treize taux n'ont pas varié pendant l'année 1935, et sept ont été encore réduits; six, au contraire, ceux des banques centrales de Dantzig, du Danemark, de la France, de la Hollande, de l'Italie et de la Suisse, ont été relevés. L'inquiétude et l'incertitude qui ont pesé sur le marché des changes, pendant l'année, et qui se sont traduites par de grands mouvements de disponibilités et d'or, ont été mises en pleine lumière par les fréquentes variations du taux d'escompte des banques dans les pays les plus exposés. Depuis 1925, ces

taux ont été changés une quarantaine de fois par an en moyenne dans les vingt-six banques centrales d'Europe, ce qui correspond à environ un changement et demi par an pour chacune de ces banques; en 1931, le nombre des changements s'était élevé à 63, puis il a diminué les années suivantes pour tomber à 16 en 1934, année relativement tranquille pendant laquelle aucune banque n'a changé plus de deux fois son taux d'escompte. En 1935, il y a eu quarante modifications de taux d'escompte, dont 25 effectuées par deux banques seulement: dix par la Banque de France, quinze par la Nederlandsche Bank, et trois, enfin, par la Banque d'Italie; sauf pour ces trois banques, l'année a même été plus calme que l'année précédente.

Au cours des trois premiers mois de 1936, le taux d'escompte a encore été changé, quatre fois en France et deux fois en Hollande. Cette fréquence des changements en France et en Hollande prend une signification plus grande encore si l'on se rapporte au passé de ces deux pays: pendant les vingt dernières années (1915—1934), il y a eu, au total, 19 changements de taux en France et 24 en Hollande; pendant les vingt années d'avant-guerre, 15 changements en France et 36 en Hollande. Il n'est pas moins intéressant de faire une comparaison avec l'Angleterre, où l'on constate un saisissant contraste entre les pratiques d'avant-guerre et les méthodes actuelles:

Nombre des changements du taux d'escompte officiel dans les pays suivants:	Total des changements pendant les vingt années antérieures à la guerre (1894—1913)	Total des changements pendant les vingt années antérieures à 1935 (1915—1934)	Changements en un an (1 ^{er} avril 1935 au 31 mars 1936)*
France	15	19	14
Hollande	36	24	17
Angleterre	90	38	nil

* Il n'y a eu aucun changement pendant les trois premiers mois de l'année 1935.

La Banque de France et la Nederlandsche Bank ont, l'une et l'autre, relevé leurs taux d'escompte, au cours de l'année, par brusques sauts de 2 % à la fois; c'est la première fois depuis cent ans que l'une et l'autre de ces banques devaient se résoudre à des mesures aussi radicales, et cela donne une idée de la vigueur qu'elles ont apportée à la défense de leurs monnaies contre toutes les menaces.

Après la dévaluation belge, il se produisit, en Hollande, une importante sortie de capitaux et le taux d'escompte de ce pays fut alors élevé de 2 1/2 %, au début de l'année 1935, à 5 % le 1^{er} juin — une certaine détente intervint ensuite, lorsque le centre de la tempête se déplaça vers Paris. En France, le taux d'escompte, qui était également fixé à 2 1/2 % pendant les quatre premiers mois et demi de l'année, fut élevé à 4 % et porté d'un seul bond, le 29 mai, à 6 %; il est resté à ce niveau pendant près d'un mois, puis il a été réduit progressivement jusqu'à 3 % au mois d'août. En Suisse également, au mois de mai 1935, les sorties de capitaux ont entraîné

une élévation du taux d'escompte de 2 à $2\frac{1}{2}$ %, et il n'a pas varié depuis. A mesure qu'une détente se produisait progressivement en France, la tension se faisait de nouveau sentir, à Amsterdam, où une crise politique intérieure réagissait sur la situation des changes. Le taux fut relevé de 3 à 5 %, le 25 juillet, et à 6 %, le lendemain; il n'est resté qu'une semaine à ce niveau, mais il y a été ramené, le 17 septembre, et il s'y maintint, cette fois, un mois, avant que des diminutions successives ne l'aient ramené à $2\frac{1}{2}$ % au mois de février 1936. A ce moment, le taux de la Banque de France avait été réduit à $3\frac{1}{2}$ %, puis élevé de nouveau à 5 %, à la fin du mois de mars.

D'autres banques centrales ont relevé leurs taux d'escompte dans le courant de l'année, lorsque leurs monnaies se sont trouvées menacées : la Banque de Dantzig, dont le taux, au début du mois de mai, a été porté d'un seul coup de 4 à 6 % (il a, toutefois, été ramené à 5 % avant la fin de l'année); la Banque Nationale de Copenhague qui a, le 22 août, élevé son taux officiel de $2\frac{1}{2}$ à $3\frac{1}{2}$ %, sous la menace, de la part des fermiers, de la «valuta strike» (grève des devises), dont il a été question au chapitre précédent; enfin, la Banque d'Italie qui a porté son taux de $3\frac{1}{2}$ % à $4\frac{1}{2}$ %, au mois d'août, et à 5 % au mois de septembre 1935.

L'initiative prise par la Banque de France de mettre à la disposition du marché des facilités de crédit supplémentaires a été, à Paris, un événement important de l'année. Le 21 février 1935, la banque a décidé de consentir, à un taux inférieur au taux des avances ordinaires, des avances à 30 jours au maximum, sur des titres d'Etat à échéance ne dépassant pas deux ans. Le nouveau taux a été fixé à $2\frac{5}{8}$ %, c'est-à-dire $\frac{1}{8}$ % au-dessus du taux d'escompte de la banque et $1\frac{7}{8}$ % au-dessous du taux des avances sur titres. Mais lorsque le taux de la banque a été porté à 3 %, le 23 mai 1935, le nouveau taux a été également porté à 3 % et, depuis lors, il est resté égal au taux d'escompte, subissant, en même temps, les mêmes changements que ce dernier. Peu considérables au début, en mai 1935, ces nouvelles facilités ont été de plus en plus utilisées, surtout pendant les périodes de retraits massifs de capitaux, aux mois de mai et de novembre 1935: le montant des avances à 30 jours consenties alors s'est élevé à environ 1 milliard de francs français. Pendant l'année 1935, le total de toutes les avances consenties sous cette rubrique s'est élevé à 16 milliards et demi de francs français (les avances sur titres, dont le volume atteint 22 milliards pour l'année, figurent à chaque bilan pour un chiffre légèrement supérieur en moyenne à 3 milliards, ce qui représente un mouvement d'affaires beaucoup plus lent).

On a eu beaucoup plus recours également cette année aux facilités d'escompte ordinaires de la Banque de France, en particulier pendant les mois de mai et de novembre: à la fin de l'année 1935, le portefeuille s'élevait à environ 10 milliards de francs français, soit une augmentation de 6 milliards pour l'année; pendant la même période, les disponibilités des banques et les autres dépôts des particuliers à

la Banque de France, en diminution de 6 milliards, sont tombés à 9 milliards. Le portefeuille de la Banque de France a continué d'augmenter en 1936 et, à la fin du premier trimestre, il a atteint environ 13 milliards de francs français, chiffre le plus élevé depuis la stabilisation du franc. La Banque de France dit, dans son rapport annuel, que «l'importance que les titres d'Etat, notamment les bons du Trésor et les bons de la Défense nationale, ont prise actuellement comme mode d'emploi des capitaux à court terme imposait à la banque l'obligation de donner à leurs détenteurs la certitude que, sous certaines conditions, ils trouveraient toujours, auprès de la Banque, l'aide temporaire dont ils pourraient avoir besoin». A cet effet, «dans le cadre des marges d'escompte de chaque présentateur, la banque a accueilli indistinctement à ses guichets les bons du Trésor et les traites commerciales».

Le marché de Berlin, qui est, dans une large mesure, à l'abri des influences étrangères, a conservé une très grande aisance. Le taux d'escompte officiel est resté invariable depuis le 22 septembre 1932 à 4%, mais le taux d'escompte hors banque est tombé de 3½%, au mois de décembre 1934, aux environs de 3%, pendant les six derniers mois de 1935. Les disponibilités du marché ont été absorbées par les traites de change à échéance de trois mois, que la Golddiskontbank a émises pour un montant de quelque 700 millions de reichsmarks, pendant l'année, et que la Reichsbank admet à l'escompte.

En Angleterre, où le taux officiel d'escompte de 2% n'a pas varié depuis le 30 juin 1932, le taux de Londres des «Clearing Banks» reste fixé à ½% pour les dépôts à échéance de sept jours; il est plus élevé pour les dépôts étrangers et les dépôts à plus long terme. Le plus important taux du marché, celui des bons du Trésor, a atteint, au-dessous de 0,2% en janvier 1935, son niveau le plus bas, mais, vers la fin de l'année, il s'est relevé légèrement au-dessus de 0,75%; sa moyenne de l'année a été de 0,55%, contre 0,73% en 1934. La tendance plutôt ferme du loyer de l'argent a été due en grande partie à des causes d'ordre technique engendrées par le mécanisme interne du marché de l'argent lui-même et, en particulier, à la décision des «Clearing Banks» de ne pas souscrire de bons du Trésor au-dessous du taux de leurs avances au marché. L'évolution du marché monétaire à Londres s'est poursuivie sans nouvelle extension de la base du crédit, comme en témoignent les disponibilités des banques auprès de la Banque d'Angleterre; celles-ci se sont maintenues à environ 100 millions de livres sterling, montant déjà atteint en 1932.

En Europe, les taux officiels ont été diminués au cours de l'année 1935 dans sept pays: l'Autriche, la Belgique, la Bulgarie, l'Esthonie, la Hongrie, l'Espagne et la Yougoslavie, et il en a été de même en Tchécoslovaquie, le 1^{er} janvier 1936. Les réductions ont été pour la plupart peu importantes, ½% chaque fois, sauf en Yougoslavie (1½%), en Autriche et en Bulgarie (1%); mais ces réductions s'ajoutent à d'autres réductions régulièrement intervenues depuis plusieurs années et les taux actuels sont très bas par rapport à ceux d'autrefois. Tous ces pays, à l'except-

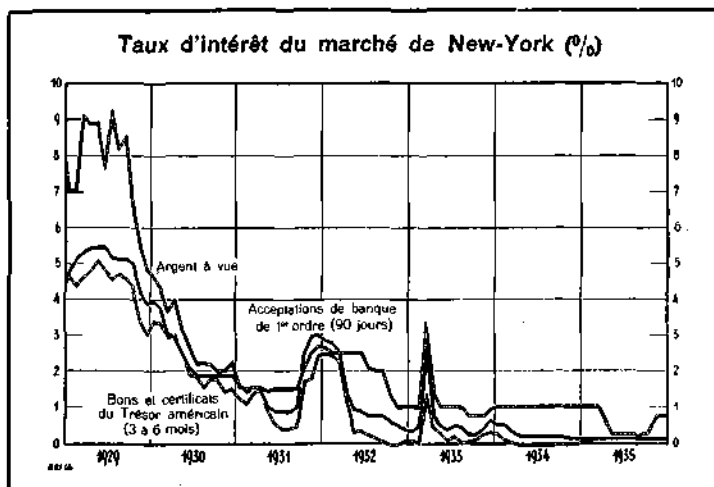
tion de la Belgique, ont plus ou moins isolé leurs marchés monétaires intérieurs par des restrictions dans le commerce des devises: dans un grand nombre d'entre eux, les capitaux accumulés pour le service des dettes extérieures ne peuvent pas être transférés et ils sont employés sur le marché des capitaux à court terme. De telles conditions donnent, dans ces pays, un certain caractère artificiel aux taux du marché; mais, d'autre part, ces taux agissent effectivement sur la structure interne du crédit et leur influence pénètre jusqu'aux banques d'épargne et établissements hypothécaires.

Hors d'Europe, une seule banque centrale, la Banque de Java, a relevé son taux d'escompte au cours de l'année; ce taux a été porté de $\frac{1}{2}$ à 4%. Aux États-Unis, aucune des douze banques de Réserve n'applique un taux d'escompte supérieur à 2%.

Nombre des Banques de Réserve	Fin de			
	1931	1933	1934	1935
4 %	2	.	.	.
3 $\frac{1}{2}$ %	10	5	.	.
3 %	.	1	3	.
2 $\frac{1}{2}$ %	.	5	5	.
2 %	.	1	3	10
1 $\frac{1}{2}$ %	.	.	1	2

Ailleurs, dans de très nombreux pays, il existe des conditions semblables: au Canada, le taux officiel est de 2 $\frac{1}{2}$ %; aux Indes et en Argentine, il est de 3 %; au Japon, il est légèrement au-dessus de 3 $\frac{1}{4}$ %; enfin, en Nouvelle-Zélande et en Afrique du Sud, il est de 3 $\frac{1}{2}$ %. Mais la liquidité des systèmes bancaires est tellement grande que même ces taux modiques sont hors de proportion avec les taux hors banque, et qu'ils sont ainsi plutôt nominaux; les banques centrales, aux Indes, en Nouvelle-Zélande, au Canada et en Argentine, n'ont pas de portefeuille d'escompte d'effets nationaux; celui-ci est négligeable aux États-Unis et en Afrique du Sud. Dans ces conditions, les taux d'escompte tendent à ne plus avoir d'action réelle et il est fréquemment arrivé que les marchés n'en aient tenu aucun compte. Aux États-Unis, les taux ont tellement baissé qu'il en est résulté parfois un rendement négatif pour les billets et certificats du Trésor à trois mois; il arrive que l'on achète ces effets à court terme avec perte apparente pour bénéficier des privilèges de change qui y sont attachés et qui permettent de les convertir au pair en valeurs à long terme qu'il serait, autrement, impossible de se procurer sans paiement de prime. Le mouvement des taux sur le marché libre, à New-York, pendant les sept dernières années, ressort nettement du graphique ci-après.

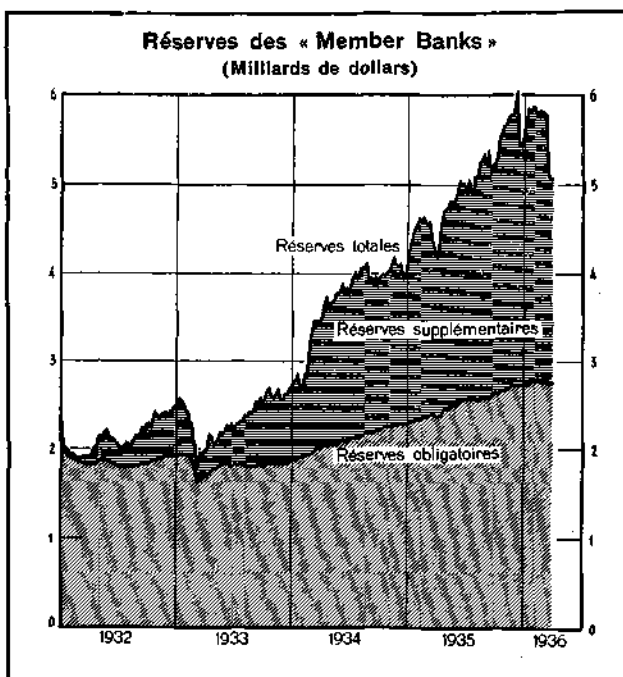
La baisse continue des taux à court terme, aux États-Unis, est due aux entrées d'or qui ont, pendant l'année, accru de plus d'un milliard de dollars le surplus des



réserves, porté maintenant à trois milliards de dollars; elle tient également aux méthodes adoptées par le Gouvernement des Etats-Unis pour financer le déficit du budget, ainsi que les dépenses exceptionnelles de secours de crise.

L'existence d'un si important surplus de réserves en espèces, qui pourrait servir de base à une ex-

ansion considérable du crédit des banques membres de la Réserve Fédérale, a amené le Conseil Fédéral Consultatif (Federal Advisory Council) (qui comprend douze membres, respectivement nommés par les douze banques de Réserve) à recommander, au mois de novembre 1935, une suppression ou une forte réduction de ce surplus de réserves par la vente sur le marché libre de fonds d'Etat (ou par la prorogation de validité de ces titres, lorsqu'ils arrivent à échéance), en conservant, pour un usage ultérieur, l'arme moins souple du relèvement du pourcentage des réserves obligatoires. Bien que ces mesures n'aient pas été prises et que le frein naturel des exportations d'or ne soit pas entré en jeu, les réserves supplémentaires n'en ont pas moins été ramenées de leur maximum, soit 3.310 millions de dollars, le 11 décembre, à 2.310 millions, le 1^{er} avril 1936. Cette réduction d'un milliard est due à un certain nombre de facteurs et notamment, plus qu'à tout autre, à l'accumulation par le Trésor des Etats-Unis, pendant la même période, de 1.060 millions de dollars aux comptes qui lui sont ouverts dans les banques de Réserve. Il est cependant important aussi d'observer que les réserves obligatoires



continuent de s'accroître à mesure que les dépôts des banques membres de la Réserve Fédérale augmentent de volume: en décembre 1935, le total des dépôts des banques

membres de la Réserve Fédérale assujettis à la réserve obligatoire s'élevait à 32 milliards et demi de dollars, alors qu'il était de 28 milliards et demi de dollars un an plus tôt, ce qui représente une augmentation de 14 %.

Aux Etats-Unis, les banques sont soumises à des règlements très stricts régissant l'intérêt qu'elles sont autorisées à payer sur les dépôts. La loi de 1933 sur les banques interdit à toutes les banques membres de la Réserve Fédérale de payer des intérêts sur les dépôts à vue. Le Conseil des Gouverneurs du système de Réserve Fédérale a le pouvoir de limiter l'intérêt payé sur les dépôts à terme, et le règlement Q, en vigueur depuis le 1^{er} janvier 1936, fixe à 2 $\frac{1}{2}$ % l'intérêt maximum payable sur les dépôts à 6 mois et à 1 % l'intérêt maximum payable sur les dépôts à 90 jours. La Compagnie Fédérale d'assurance-dépôts (Federal Deposit Insurance Corporation) a, depuis le 1^{er} février 1936, fixé des taux semblables pour les banques assurées, non membres de la Réserve Fédérale.

Le chapitre VI du présent Rapport expose l'expérience faite par la Banque Nationale Suisse qui a le pouvoir de reviser certains taux d'intérêts payés par les banques. Le même chapitre indique, d'une façon générale, les modifications aux mesures législatives relatives au contrôle sur les taux d'intérêt. Dans les pays où aucun organisme spécial n'a reçu, à cet égard, de pouvoirs légaux précis, la banque centrale peut cependant exercer également une influence suffisamment efficace sur les taux par la voie ordinaire de la politique des crédits et du contact, sur le marché, avec les établissements de crédit.

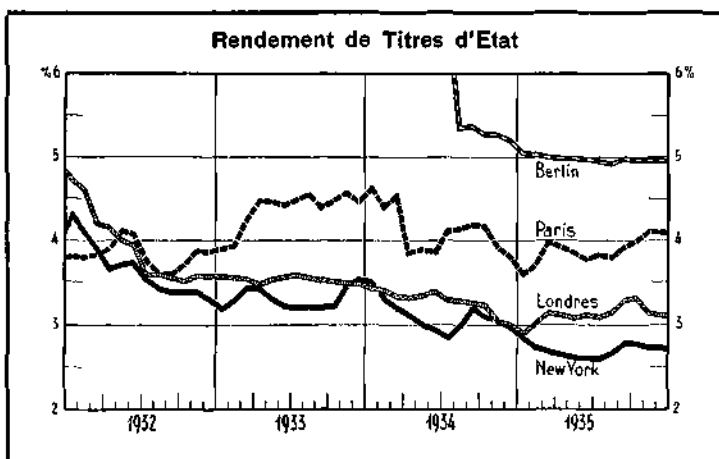
L'examen des significations relatives des taux d'intérêt dans les différents pays montre nettement que l'importance des taux officiels d'escompte varie considérablement d'un pays à un autre; celle-ci dépend, en effet, tout particulièrement de la structure du système bancaire et de l'existence, s'il y a lieu, de marchés divers. En France, le taux d'escompte officiel est le taux uniformément appliqué aux opérations d'escompte dans tout le pays; en Angleterre, par contre, il est extrêmement rare que les transactions soient réellement effectuées au taux d'escompte de la banque, le taux des avances à sept jours (méthode habituelle pour aider le marché) étant généralement fixé à $\frac{1}{2}$ % au-dessus du taux de la banque. En Suède, d'autre part, les banques peuvent réescompter à $\frac{1}{2}$ % au-dessous du taux officiel de 2 $\frac{1}{2}$ %. De plus, bien d'autres taux sont pratiqués par les banques centrales en dehors du taux officiel d'escompte: en France, entre autres, pour les avances à 30 jours sur titres d'Etat à échéance de moins de deux ans; la Pologne a un taux spécial pour les traites d'exportation; en Lithuanie, des taux différentiels sont pratiqués pour les traites d'importation, ainsi que pour les exportations et l'industrie; en Lettonie, enfin, il arrive que les établissements de crédit fassent des opérations de réescompte pour les particuliers, à $\frac{1}{2}$ % au-dessous du taux d'escompte, etc. De plus, les banques centrales appliquent normalement, pour les avances à trois mois, un taux supérieur de 1 %

ou plus au taux d'escompte, le taux d'avances se trouvant ainsi assimilé en quelque sorte au taux d'intérêt à long terme, du fait que les avances sont en général à plus long terme que les opérations ordinaires d'escompte et qu'elles ne se liquident pas d'elles-mêmes comme celles-ci. En pratique, d'ailleurs, l'efficacité des taux appliqués par la banque centrale à un moment donné dépend du volume des fonds dont disposent le système bancaire et le marché libre.

Quoiqu'il en soit, à condition de garder présentes à l'esprit toutes ces différences, les comparaisons faites aux alinéas précédents devraient aider à se représenter de manière schématique la tendance et les oscillations des taux d'intérêt de l'argent dans le monde.

La tendance à la baisse du loyer de l'argent à court terme s'est maintenue dans la phase présente du développement économique, et les interruptions d'un tel mouvement, dues à certaines expériences faites en Europe, ont eu plutôt un caractère d'épisodes qui, en eux-mêmes, ne changent nullement le sens réel de l'évolution. Des taux peu élevés résultent naturellement d'une dépression prolongée, caractérisée par le petit nombre de nouvelles demandes de fonds; le réajustement nécessaire correspondant s'est effectué dans beaucoup de pays grâce à la politique de la banque centrale ainsi qu'à différentes autres interventions. L'argent bon marché a été une condition préalable nécessaire des conversions de titres à long terme souhaitables non seulement pour alléger le budget, mais encore pour des raisons d'ordre plus général. Les signes précurseurs d'un raffermissement général du loyer de l'argent sont encore rares, mais il ne faut pas oublier qu'un accroissement dans la production de l'or et une augmentation des dépenses publiques ont plus d'une fois, dans le passé, provoqué un revirement dans les conditions du crédit (les vingt années qui ont précédé la guerre en offrent un exemple). Il reste essentiel pour les banques centrales de conserver le libre usage de l'arme que représente le taux d'escompte, lorsqu'elles ont à maintenir la stabilité monétaire et de saines conditions de crédit.

La tendance des taux d'intérêt à long terme de quatre grands pays ressort



du graphique ci-contre qui donne les variations du rendement de quelques titres d'Etat caractéristiques.

Les titres représentés ne sont pas absolument comparables: la rente française perpétuelle 3% n'est pas amortissable, l'emprunt britannique de conversion 3 $\frac{1}{2}$ % est remboursable en 25 ans et, d'autre part, les

bons du Trésor des Etats-Unis (à l'exception de ceux qui sont échus ou remboursables dans un délai de huit ans), pour lesquels le rendement moyen indiqué est celui du marché de New-York, sont en moyenne à échéance moins longue que les titres français et britanniques choisis et ils sont, de plus, exempts d'impôts. Pour l'Allemagne, le rendement choisi est celui des titres de l'Emprunt 5% 1927 du Gouvernement Allemand.

Pendant les quatre années en question, le rendement des valeurs à long terme a, d'une façon générale, nettement diminué; le taux est tombé, à Londres, d'environ 5% à 3%, à New-York, de 4% à 2½ ou 3% et, à Berlin, il est tombé à moins de 5% en 1935, alors qu'il était supérieur à 12% au début de l'année 1932. Le rendement de la rente française perpétuelle 3% ressort encore, à Paris, à 4% à la fin de 1935; il était de 4½% pendant l'année qui a précédé le printemps de 1934; au printemps et à l'automne de 1934, le taux avait été presque ramené à 3½%, mais cette amélioration s'est trouvée interrompue par les perturbations de l'année 1935.

La conversion des 8.200 millions de dollars des Liberty Bonds non encore remboursés aux Etats-Unis a été achevée en 1935; le tableau ci-dessous indique les résultats obtenus:

Conversion des Liberty Bonds	Millions de dollars	%
En nouvelles obligations	5.060	62
En billets à court terme	1.890	23
Remboursements en espèces	1.250	15
Total appelé	8.200	100

Les taux d'intérêt offerts à l'émission des obligations et des bons ont baissé d'une opération à l'autre; lors de la dernière conversion, au mois d'octobre 1935, un taux de 2¼% a été offert sur les obligations à dix et douze ans, et un taux de 1½% sur les bons à trois ans et demi. Ces opérations achevées, aucune obligation du gouvernement n'arrive plus à échéance au cours des cinq prochaines années (compte non tenu de la dette à court terme), et le premier remboursement portera sur un montant peu considérable d'obligations 3⅞% 1940-1943. Les obligations du gouvernement actuellement sur le marché viendront, pour la plupart, à échéance dans plus de huit ans, et un grand nombre d'entre elles ne sont pas remboursables avant dix ans.

Le rendement de tous les bons du Trésor en circulation, à échéance de plus de huit années, est tombé au-dessous de 2,6%, au mois de juillet 1935; jamais un taux si bas n'avait encore été atteint. Etant donné que le taux de la dette des Etats-Unis est maintenu à un niveau peu élevé par des conversions successives, comme par la très grande modicité des taux de l'argent à court terme, la charge du service n'a augmenté que de 50% pendant les cinq dernières années, bien que la dette totale se soit presque accrue de 100%. Le tableau ci-après indique, groupé par

échéances, le mouvement de la dette contractée directement par le Gouvernement fédéral des Etats-Unis (à l'exclusion des entreprises d'Etat et des offices de crédit):

Dette du Gouvernement Fédéral des Etats-Unis	Taux maximum antérieur Août 1919	Taux minimum d'après- guerre Déc. 1930	Décembre 1932	Décembre 1934	Décembre 1935
	en milliards de dollars				
Obligations à échéance de plus de cinq ans	17,0	12,1	14,2	13,0	14,7
Dette à court terme*	9,6	3,9	6,6	15,5	15,8
Dette globale	26,6	16,0	20,8	28,5	30,5
Solde net du Trésor dans le fonds général	1,1	0,3	0,2	2,6	2,2
Dette nette	25,5	15,7	20,6	25,9	28,3

* Y compris la dette échue et les autres dettes à vue, ainsi que les obligations appelées au remboursement ou à la conversion.

A l'heure actuelle, plus de la moitié de la dette globale, qui est d'environ 30 milliards de dollars, vient à échéance dans un délai de cinq ans: sur les 14 milliards de dollars, dont la dette s'est accrue depuis 1930, 12 milliards de dollars ont été émis sous forme de titres à échéance de moins de cinq ans. Bien qu'aucune nouvelle conversion de la dette obligataire ne puisse être faite avant cinq ans, le Trésor devra procéder à de vastes opérations s'il veut se procurer les fonds nécessaires pour consolider au fur et à mesure les bons et effets du Trésor venus à échéance, et pour financer toutes les dépenses du gouvernement dépassant les revenus courants. Pour être en mesure de payer le bonus des combattants, au milieu du mois de mars 1936, le Trésor des Etats-Unis a offert pour 1.250 millions de dollars de nouveaux titres à 2³/₄ % et 1¹/₂ %, la plupart contre paiement d'espèces; ce sont les plus vastes opérations de ce genre effectuées depuis la guerre. L'extrême liquidité du marché apparaît dans le fait que les offres de souscription en espèces ont, à elles seules, atteint 8.460 millions de dollars.

Les services compétents ont évalué que, sur le total de la dette, soit 28.700 millions de dollars, en circulation à la fin de l'exercice fiscal, c'est-à-dire le 30 juin 1935, 15 milliards, soit 53 %, étaient détenus par les banques aux Etats-Unis: sur les 1.650 millions de dollars, dont la dette s'est accrue pendant l'exercice fiscal 1934—1935, les banques ont souscrit plus de 90 %. Il est probable que 60 % des titres du gouvernement détenus par les banques membres du système de Réserve Fédérale viendront à échéance dans un délai de cinq ans.

En 1935, d'importantes émissions ont été faites, en Allemagne, pour compte public, en vue de consolider des effets émis pour financer la lutte contre le chômage et d'autres effets à court terme circulant sur le marché. Le total des émissions

effectuées ou annoncées pour compte officiel, pendant l'année, s'est élevé à quelque 2.350 millions de reichsmarks. Au début de l'année, les caisses d'épargne et les «Girozentralen» ont souscrit, au taux d'émission de $98\frac{1}{4}\%$, pour 500 millions de reichsmarks d'obligations du Reich $4\frac{1}{2}\%$ à 28 ans. Après les conversions d'obligations hypothécaires et d'emprunts au printemps, et après l'adaptation correspondante du marché des capitaux, de nouvelles conversions devinrent possibles. A la fin de l'été, une émission de 500 millions de reichsmarks, sous forme de certificats du Trésor du Reich $4\frac{1}{2}\%$ à dix ans, a été offerte au public, au taux de $98\frac{3}{4}\%$; il s'agissait là du premier emprunt du Reich offert en souscription publique depuis l'année 1929, et pour éviter toute perturbation sur le marché de l'argent, les paiements ont été échelonnés sur une période de trois mois. Au mois d'août, les caisses d'épargne souscrivirent des obligations du Reich, pour un montant de 500 millions de reichsmarks, aux mêmes conditions que l'émission précédente, la première tranche ayant été absorbée sans difficulté. De plus, les compagnies d'assurance privées ont également placé une partie de leurs revenus courants en emprunts du Reich (le montant ainsi placé approchant de 350 millions de reichsmarks), à des conditions qui n'ont pas été publiées. Enfin, au mois de décembre 1935, la compagnie des chemins de fer du Reich émit pour 500 millions de reichsmarks de certificats du Trésor $4\frac{1}{2}\%$ à huit ans, au taux de $98\frac{1}{2}\%$; 400 millions de reichsmarks de cet emprunt étaient destinés à consolider des dettes à court terme, le surplus devait servir à des investissements dans les chemins de fer. En conséquence, le montant total des emprunts qui a dû servir à la consolidation d'effets à court terme sur le marché s'élève à 2.250 millions de reichsmarks. Le rapport annuel de la Reichsbank expose que sur le marché des capitaux à long terme, en général, le taux d'intérêt a presque toujours été ramené à $4\frac{1}{2}\%$; il en est résulté, pour l'Etat et les particuliers, une économie annuelle de quelque 500 millions de reichsmarks.

Les caisses d'épargne ayant pris une part active aux nouvelles émissions, il y donc intérêt à montrer la reconstitution de l'épargne dans les caisses d'épargne en Allemagne, depuis la crise financière de l'année 1931 :

Caisses d'épargne allemandes (extrait des statistiques mensuelles)	Excédent des dépôts (ou des retraits)	Intérêt ajouté	Total des dépôts d'épargne à la fin de l'année*	Taux moyen d'intérêt annuel
1930	+ 893	+ 444	10.400	4,8
1931	-1.389	+ 551	9.722	5,1
1932	- 631	+ 522	9.917	3,9
1933	+ 359	+ 368	10.808	3,5
1934	+ 317	+ 376	12.350	3,5
1935	+ 515	+ 445	13.384	3,1

* Y compris les augmentations dues à la réévaluation des anciens dépôts d'épargne.

La majeure partie des avoirs des caisses d'épargne consiste en prêts hypothécaires et, dans une proportion beaucoup moins grande, en prêts consentis aux autorités locales. Sur le total de leurs avoirs, qui dépasse 13 milliards de reichsmarks, environ 1.500 millions de reichsmarks seulement consistent en fonds du Gouvernement du Reich.

En Angleterre, le marché des capitaux a présenté une certaine activité pendant l'année 1935; les émissions s'y sont élevées à un total de 182 millions de livres sterling, contre 161 millions de livres sterling, en 1934. C'est un total qui n'est que la moitié de celui de 1928, année record, mais le double de celui de 1931, année la plus mauvaise. Le taux d'intérêt à long terme a atteint son niveau le plus bas en janvier 1935, lorsque le fonds consolidé 2½% non amortissable a été coté 94, cours le plus élevé que ces titres aient connu, et que les titres de l'emprunt de guerre 3½% (1952) se traitaient à 110. Le succès de l'emprunt de la Trésorerie, au début du mois de décembre, a constitué l'événement le plus marquant de l'année; 200 millions de livres sterling d'obligations 2½% à 20—25 ans ont été émis au taux de 96½%, et 100 millions de livres d'obligations 1% à 5 ans, au taux de 98%; l'un et l'autre de ces montants ont été plus que couverts en quelques heures — jamais encore l'histoire financière de l'Angleterre n'avait comporté d'émission effectuée à des taux d'intérêt nominaux aussi faibles. Près de 200 millions de livres sterling du produit de ces emprunts ont servi au rachat d'une dette à long terme venant à échéance, et le solde a servi à rembourser une partie de la dette flottante.

En France, le marché des capitaux a subi l'action de nombreux facteurs défavorables. Indépendamment de l'incertitude causée par la dévaluation du belga, au printemps de l'année 1935, le marché de Paris a dû faire face, comme d'ailleurs au cours des deux ou trois années précédentes, au financement du déficit chronique du budget et de dépenses extraordinaires; le total de la dette publique, augmenté de 64 milliards de francs français entre la fin de l'année 1930 et la fin de l'année 1935, a été ainsi porté à 340 milliards de francs français. Pendant la même période, le déficit du fonds commun des chemins de fer que les compagnies ont couvert par des émissions d'obligations s'est élevé à 19 milliards de francs français. En raison des exportations de capitaux français et de leur thésaurisation, la Trésorerie n'a conclu que des emprunts à court terme: notamment au printemps de l'année 1936, et en raison des conditions meilleures du marché de Londres, un emprunt de 40 millions de livres sterling à trois mois (ou neuf mois au maximum), libellé en sterling.

Parmi les mesures importantes comprises dans les décrets-lois d'économies du mois de juillet 1935, le Gouvernement Laval a réduit de 10% toutes les dépenses du gouvernement, y compris le service des rentes, obligations et autres fonds d'Etat. De plus, les décrets ont prévu le remboursement, par anticipation (sur préavis de quatre semaines), de toute dette civile ou commerciale contractée avant le 17 juillet 1935, et représentée par des titres négociables. Cette mesure avait pour objet de permettre des conversions qui, dans certains cas, auraient pu être impossibles si les titres à

convertir n'avaient pas été remboursables; mais le décret ne s'applique pas aux rentes et autres dettes d'Etat.

Il a été procédé également, dans un grand nombre d'autres pays, à d'importantes conversions de la dette intérieure. En Belgique, la première conversion de dette publique, depuis l'année 1895, a été faite au cours de cette année. Divers emprunts d'Etat, de municipalités et de provinces, d'un montant global de près de 40 milliards de francs belges, ont été convertis au taux d'intérêt uniforme de 4 %, et d'autres mesures ont, en outre, été prises, au début de janvier 1936, pour abaisser le taux d'intérêt de crédits hypothécaires d'un montant de 25 milliards de francs belges et pour constituer un établissement hypothécaire central. Une opération de conversion du Gouvernement polonais, portant sur 600 millions de zlotys, a couvert tous les emprunts intérieurs, émis avant l'année 1933 (à l'exception d'un ou de deux emprunts de moindre importance) et, en janvier 1936, ils ont été consolidés en un emprunt 4 % à 45 ans. En Espagne et au Portugal, il a été procédé à d'importantes conversions de fonds d'Etat qui ont ramené les taux d'intérêts de 6—6½ % environ, à 3½—4½ %. En Tchécoslovaquie, l'intérêt des emprunts intérieurs du gouvernement, déjà assujéti à l'impôt de 15 % sur les coupons, a été réduit de 10 %, le 1^{er} janvier 1936; cette opération fait partie d'un plan qui prévoit l'unification de la dette publique et, en général, la réduction des taux d'intérêt.

Les émissions de capitaux pour compte étranger laissent entrevoir quelques légers indices d'augmentation. Aux Etats-Unis, les émissions étrangères, la plupart pour le compte du Canada, se sont élevées, en 1935, à près de 80 millions de dollars, contre 10 millions de dollars en 1934. Au mois de mars et au mois d'avril 1936, deux emprunts de conversion à long terme 4½ % du Gouvernement norvégien, s'élevant ensemble à près de 50 millions de dollars, ont été offerts avec succès à New-York. A Londres, les émissions d'emprunts étrangers n'ont atteint que 21 millions de livres contre 42 millions de livres en 1934; dans l'un et l'autre cas, 80 % environ de ces émissions ont été faites pour le compte de pays de l'Empire britannique. Les emprunts de remboursement ou de conversion émis pour le compte de pays d'outre-mer, se sont élevés à 72 millions de livres sterling, dont 62 millions pour l'Empire britannique — les Indes, la Nouvelle-Zélande et l'Australie ont été les principaux bénéficiaires des conversions. Dans le cas de l'Australie, il a été procédé, au mois de janvier 1936, à la onzième conversion depuis le mois d'octobre 1932; le total converti a été ainsi porté à quelque 182 millions de livres sterling et il en est résulté une économie annuelle de près de 2 millions et demi de livres sterling. L'interdiction des émissions étrangères sur le marché de Londres, depuis l'année 1932, a été quelque peu relâchée à l'égard des emprunts offerts par les pays du groupe-sterling et à l'égard des emprunts dont l'industrie britannique doit directement bénéficier. Bien que le Chancelier ait déclaré qu'il n'envisageait actuellement aucune modification radicale à l'interdiction d'émissions

étrangères sur le marché britannique, il a nommé, au mois d'avril 1936, un comité chargé de lui donner son avis sur les demandes particulières, et, le cas échéant, sur les principes qui gouvernent les restrictions. Stockholm a continué d'admettre sur son marché les émissions d'emprunts d'Etat des pays voisins; on peut noter, en particulier, qu'au mois de janvier 1936, un emprunt de 20 millions de couronnes $3\frac{1}{2}\%$ à 15 ans, au taux d'émission de $96\frac{1}{2}\%$, pour le compte du Gouvernement norvégien, a été, en une seule heure, beaucoup plus que couvert par les souscriptions.

Les rachats et les rapatriements considérables d'obligations étrangères, en particulier d'obligations européennes et autres libellées en dollars ont continué pendant l'année examinée, surtout pour les obligations émises par la Belgique et la Finlande, mais il est probable que la cadence de ces opérations a été un peu moins rapide que les dernières années. Il semblerait également qu'un volume assez important d'obligations émises à l'origine aux Etats-Unis aient été achetées par des étrangers dans des pays autres que les pays débiteurs. Il a été évalué* que, par suite des rapatriements et des reventes à l'étranger, il ne reste plus aux Etats-Unis que pour 4.500 millions de dollars, soit 60 % des 7.500 millions de dollars, valeur nominale, d'obligations étrangères libellées en dollars non encore remboursées à la fin de l'année 1935; les renseignements à ce sujet sont, toutefois, très incomplets. Pour les pays débiteurs dont les réserves monétaires sont peu abondantes et dont les exportations sont précaires, de tels rapatriements provoquent naturellement une très forte tension et, en Hongrie, un décret, publié en janvier 1936, interdit l'importation de titres hongrois de l'étranger, sous réserve de l'autorisation de la Banque Nationale.

Si l'on fait abstraction des pays entre lesquels il existe des liens particuliers, comme le cas se présente pour les membres de l'Empire britannique, on peut dire que la politique de l'argent à bon marché n'a donné lieu à des conversions d'emprunts étrangers à des taux d'intérêts moins élevés que dans un petit nombre de cas. Il est vrai que lorsqu'il existe des difficultés de transferts, des arrangements spéciaux ont été pris en vue de réduire les taux d'intérêt effectivement payés, ou de permettre le paiement des intérêts au moyen de nouvelles obligations. Mais ces arrangements ne sont que des expédients temporaires. Si l'on considère la conclusion d'accords de plus longue durée, il est important de ne pas perdre de vue la très sérieuse réduction, par rachat ou rapatriement, du volume de l'endettement international à long terme obtenue ces dernières années; les dettes internationales, en conséquence, commencent à revenir à des proportions qui permettent de les contrôler, le total de la dette non encore remboursée étant très inférieur au chiffre élevé qu'il atteignait quand la crise de liquidité de l'année 1931 mit brusquement fin, pratiquement, à tout nouveau financement étranger. Dans ce domaine, aucune amélioration n'est encore

* Bulletin de l'Institut des Finances internationales (de New-York) publié au début du mois d'avril 1936.

visible; en fait, les transactions internationales sont de plus en plus réglées au comptant. Il est difficile de porter un jugement sur la solvabilité des emprunteurs éventuels dans des pays étrangers et de vaincre les obstacles que les nombreux accords de clearing ont opposés au fonctionnement normal du mécanisme du crédit; l'incertitude monétaire s'oppose également au développement des relations en matière de crédit. La stabilité de fait des devises, qui facilite grandement les échanges commerciaux, ne semble pas suffisante pour servir de base à une reprise des opérations de crédit, surtout lorsqu'il s'agit d'opérations à long terme.

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

La crise des sept dernières années n'a pas manqué d'exercer partout dans le monde une intense pression sur la structure bancaire, puisqu'elle s'accompagnait de mouvements massifs de capitaux en quête de placements facilement réalisables et sûrs, ainsi que d'une baisse de prix sans précédent affectant gravement la valeur marchande des biens réels. Peu de pays avaient une organisation bancaire assez solide et une liquidité suffisante pour traverser la crise, sinon sans dommage, du moins sans assistance temporaire. En aucun pays, comme en témoigne l'expérience, les autorités n'ont pu s'abstenir d'intervenir lorsque les banques privées se sont trouvées aux prises avec de sérieuses difficultés; devant une menace d'effondrement, il a souvent fallu improviser sur-le-champ des mesures de secours et recourir, en particulier, à l'Etat pour un élargissement des facilités normales de crédit. Mais la nécessité de s'attaquer aux racines mêmes du mal a hâté l'adoption de réformes susceptibles de raffermir les fondements du système bancaire et d'éviter autant que possible le retour d'erreurs récemment constatées.

Parmi les mesures temporaires, les unes n'avaient manifestement de raison d'être que pour la durée des conditions exceptionnelles qui les avaient provoquées; d'autres, au contraire, ont été incorporées, sous une forme parfois modifiée, dans la législation permanente. Bien que leurs modalités d'application et leurs effets législatifs varient, bien entendu, d'un pays à l'autre, on peut cependant, de façon générale, les grouper en quelques catégories:

1. On peut placer dans la première catégorie les mesures qui ont presque exclusivement porté sur les attributions des banques centrales et sur le fonctionnement de leur organisation. Certaines d'entre elles ont eu pour objet de donner une plus grande souplesse aux dispositions relatives à la couverture légale et de permettre ainsi aux banques centrales une utilisation plus large de leurs réserves. Le dernier Rapport annuel a indiqué un certain nombre des mesures qui avaient été prises précédemment. Le 1^{er} mai 1935, un amendement aux statuts de la Banque de Dantzig a réduit de 40 à 30% le minimum légal de la couverture d'or et de devises pour les billets et autres engagements à vue. Un décret du 13 janvier 1936 apporte certaines modifications aux statuts de la Banque Nationale de Bulgarie: le minimum de la couverture légale des billets de banque et autres engagements à vue est ramené de 33¹/₃% à 25%; comme pour la Reichsbank en 1931, l'impôt progressif et le relèvement automatique des taux d'escompte de la banque, envisagés par les statuts lorsque la couverture tombe au-dessous du pour-

centage prescrit, sont maintenant annulés. A l'Assemblée générale annuelle de la Bank Polski, le 20 février 1936, les actionnaires ont approuvé un certain nombre d'amendements aux statuts de la banque, notamment une réduction de son capital de 150 à 100 millions de zlotys; ces 50 millions de zlotys représentent, au taux de 150%, la participation de l'Etat lors de l'emprunt de stabilisation; la banque les rachètera au même prix de 75 millions de zlotys, et cette opération se traduira par une réduction équivalente de la dette de l'Etat vis-à-vis d'elle.

2. Dans certains autres pays, les changements dans la structure bancaire ont presque exclusivement concerné des banques privées; il n'a été touché ni à la position, ni aux fonctions ordinaires de la banque centrale. La Roumanie, la Suisse et la Belgique rentrent dans cette catégorie, et les mêmes observations peuvent, d'une manière générale, s'appliquer aux réformes allemandes. La nouvelle législation belge n'a été adoptée que pendant l'été de 1935, mais en Allemagne et en Suisse, les nouvelles lois sur les banques ont été promulguées, l'année précédente, et une certaine expérience a déjà pu être acquise quant à leur fonctionnement.
3. Dans d'autres pays, surtout aux Etats-Unis, en Argentine et en Italie, les amendements adoptés ont tendu à une révision complète de toute l'organisation du crédit; ils ont affecté aussi bien le régime des banques centrales que celui des banques privées. En Argentine, les réformes comprenaient la création d'une nouvelle banque centrale; aux Etats-Unis, la nouvelle loi sur les banques de l'année 1935 a constitué la révision la plus profonde du Federal Reserve Act depuis son adoption, en 1913; en Italie, enfin, la Banque d'Italie a été transformée en banque des banques, à l'occasion d'une réforme qui a modifié le statut légal des principaux établissements de crédit du pays.

On n'accorderait toutefois pas aux récentes dispositions législatives sur les banques leur pleine signification en ne les considérant que comme le produit d'une situation de crise. A maints égards, en effet, elles sont le fruit d'une expérience de plusieurs années et elles se rattachent souvent aux modifications profondes intervenues dans le mode de financement des transactions intérieures et extérieures; parfois aussi, elles constituent le reflet de courants d'idées qui se sont progressivement affirmés. La création de banques centrales, dans des pays dont on ne peut dire qu'ils aient souffert de graves difficultés en matière de crédit pendant la période de dépression, est symptomatique de la réalisation, dans le domaine des faits, d'une tendance de plus longue date. Indépendamment de l'Argentine, de nouvelles banques centrales ont été créées en Nouvelle-Zélande, au Canada et dans les Indes anglaises. Dans plusieurs pays, c'est un établissement bancaire déjà existant qui a été, soit progressivement, soit en vertu d'une disposition législative précise, transformé en banque centrale sur la base de principes d'activité moderne, les opérations particulières aux banques se trouvant éliminées de son champ d'action et son activité se concentrant sur la régularisation du crédit et du volume de la circulation monétaire. Les

rapports annuels antérieurs de la Banque des Règlements Internationaux ont déjà fourni des renseignements à cet égard.

Il convient d'ajouter, en ce qui concerne l'année 1935, que la nouvelle Banque de Réserve des Indes a commencé ses travaux le 1^{er} avril; elle fut alors chargée, par le gouvernement, du contrôle du département des émissions et, par la Banque Impériale, de l'administration de la dette publique et des comptes de l'Etat; le 4 juillet, le premier taux officiel d'escompte de la banque ($3\frac{1}{2}\%$, ramené à 3% , au mois de novembre) fut porté à la connaissance du public et, le 5 juillet, les banques faisant partie du système effectuèrent leurs dépôts statutaires. Comme en Argentine, où la création d'une banque centrale permit l'abolition du mécanisme quelque peu rigide de l'Office de conversion, de même, aux Indes, la banque centrale reprit l'or (à l'ancien prix, sans réévaluation) et les avoirs en livres sterling des réserves de change-or et de papier-monnaie, qui garantissaient auparavant la convertibilité extérieure et intérieure de la monnaie; 7 millions et demi de livres sterling furent, toutefois, prélevés pour constituer le nouveau fonds d'amortissement d'argent-métal. Le bilan de la banque, à la fin de l'année 1935, fait apparaître, au Département des émissions, 44 lakhs d'or et 66 lakhs de livres sterling, en regard d'une circulation fiduciaire de 172 lakhs, ce qui représente une couverture de 57% , alors que le Département bancaire détenait, de son côté, 17 lakhs de livres sterling.

En dehors des dispositions de la loi sur la Banque de Réserve qui les affectent directement, les différentes banques de change, banques commerciales et banques indigènes des Indes ne sont pas soumises à de nouvelles dispositions législatives; aux termes de la Section 42 de cette loi, les banques du système sont tenues de laisser en dépôt à la Banque de Réserve un solde qui ne doit pas être inférieur à 5% de leurs engagements à vue et à 2% de leurs engagements à terme aux Indes; les banques du Système remettent à la Banque de Réserve des situations qui lui font connaître leurs engagements à vue et à terme, ainsi que leurs autres actifs divers aux Indes; sur la base de ces renseignements, la Banque de Réserve publie chaque semaine une situation générale.

Il convient également de mentionner, eu égard aux banques centrales, l'élaboration de certaines lois, partiellement adoptées déjà, en vue de transformer en banques d'Etat la Banque Nationale de Copenhague (qui deviendra la Banque du Danemark), la Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande et la Banque du Canada. Bien que des dispositions garantissent dans une certaine mesure l'autonomie des banques centrales, cette tendance est en contradiction avec les principes adoptés à la Conférence de Londres de 1933, relatifs au maintien et au raffermissement de l'indépendance des banques centrales. L'expérience a montré combien il est important pour les autorités monétaires d'être à l'abri de toute ingérence politique, mais cette liberté n'interdit pas aux banques centrales de collaborer avec les administrations gouvernementales. A vrai dire, leur situation de banques des gouvernements fait de cette collaboration une partie intégrante de leurs fonctions.

Mais c'est aux États-Unis, par la portée des mesures exceptionnelles et par l'ampleur de la réorganisation permanente, que la situation comporte les faits les plus marquants; il est d'ailleurs trop tôt encore pour attribuer avec certitude un caractère, soit temporaire, soit permanent, aux innovations diverses.

Certaines mesures prises pour remédier à des situations critiques ont pleinement répondu à leur objet; cela est vrai notamment des dispositions concernant l'ouverture des banques, qui ont été prises après la crise bancaire du printemps de 1933, et des restrictions imposées à cette époque au commerce des devises. D'autres mesures qui ont également, en apparence, un caractère d'exception n'ont pas été rapportées: la Reconstruction Finance Corporation, constituée pendant la présidence de M. Hoover, en janvier 1932, a été en mesure de réduire de 1.296 millions de dollars à 970 millions de dollars, pendant l'année 1935, les prêts consentis par elle, conformément à la loi primitive (Section 5), mais de nouvelles fonctions ont élargi sa sphère d'activité, et le total de ses prêts, achats et affectations (y compris les prêts ci-dessus mentionnés) est passé, pendant l'année, de 4.362 millions de dollars à 4.926 millions de dollars; le Président Roosevelt a, en outre, fait connaître, en janvier 1936, qu'aucune modification n'était intervenue dans les conditions qui avaient motivé une réduction de 40,94% dans le poids d'or du dollar et qu'il se réservait, pour une nouvelle année, le pouvoir de le modifier, dans les limites de 40 à 50%. Mais à mesure que la situation se rétablit, les dispositions temporaires perdent de leur importance, tandis que les mesures permanentes de réforme, fondées sur l'expérience des circonstances actuelles et du passé en général, prennent une signification plus grande. La nouvelle loi bancaire de 1935 délimite et concentre la responsabilité pour ce qui a trait à la politique nationale de crédit; les restrictions dont la période de crise a démontré l'inconvénient sont définitivement abolies et certaines mesures, dont quelques-unes ont été prises tout d'abord pour remédier à des circonstances critiques passagères, ont été rendues permanentes.

Le Conseil de Réserve Fédérale est reconstitué sous le titre de Conseil des Gouverneurs du Système de Réserve Fédérale. A partir du 1^{er} février 1936, le Secrétaire du Trésor et le Contrôleur de la Monnaie ont cessé d'être membres d'office du Conseil, et celui-ci se compose dorénavant de sept membres nommés par le Président. Les conditions générales requises et le mode de sélection des membres du Conseil restent inchangés, mais la durée de leurs fonctions est prolongée de douze à quatorze ans, les membres n'étant pas rééligibles. Le président et le vice-président du Conseil sont désignés par le Président des États-Unis pour une période de quatre années, durée qui n'avait pas encore été précisée précédemment.

Les opérations sur le marché libre sont placées sous le contrôle d'un comité composé des sept membres du Conseil des Gouverneurs et de cinq représentants des banques de Réserve Fédérale; cette mesure permet au Conseil et aux banques régionales de participer à la direction de la politique du marché libre et, en ce qui

concerne cette politique, elle confère à un organisme statutaire une responsabilité précise et sans recours. Lorsqu'une ligne d'action a été adoptée par le Comité du marché libre, les banques de Réserve Fédérale n'ont plus qualité pour refuser leur participation à une politique qui est devenue celle de tout le Système de Réserve Fédérale. Il ne peut être procédé aux achats et aux ventes d'obligations du Gouvernement des Etats-Unis que sur le marché libre (il en a, d'ailleurs, toujours été ainsi en pratique). Le Conseil doit consigner dans des procès-verbaux toutes les mesures prises par le Comité du marché libre et par le Conseil pour tout ce qui a trait à la politique monétaire; ces procès-verbaux qui mentionnent les mesures prises, les votes y relatifs et les motifs de ces mesures, seront publiés dans le rapport annuel du Conseil.

En dehors du contrôle des opérations sur le marché libre, le Conseil des Gouverneurs dispose de tous les principaux instruments de contrôle du crédit: il lui appartient de modifier les taux d'escompte, le montant des réserves exigées des banques membres de la Réserve Fédérale et la marge prescrite pour leurs avances sur titres. L'autonomie locale des banques de Réserve est préservée pour tout ce qui a trait à leurs transactions et à leurs rapports avec les banques membres de la Réserve Fédérale, dans les limites de leurs districts respectifs; mais la responsabilité dernière, en ce qui concerne la politique nationale de crédit, incombe au Conseil des Gouverneurs, à Washington. Les banques de Réserve locale sont tenues de soumettre au Conseil les taux d'escompte qu'elles désirent fixer dans leurs districts, et ces taux ne peuvent être appliqués qu'après avoir reçu l'approbation du Conseil. Celui-ci, à son tour, est tenu de revoir ces taux, au moins une fois toutes les deux semaines, avec les banques de Réserve Fédérale. La loi précise et amende également le pouvoir conféré au Conseil des Gouverneurs de modifier le montant des réserves exigées des banques membres de la Réserve Fédérale. Aux termes de l'amendement Thomas à l'«Agricultural Relief Act» (adopté en 1933), les réserves requises ne pouvaient être modifiées que dans le cas d'un exceptionnel état de crise, dû à l'expansion des crédits, et seulement avec l'assentiment du Président des Etats-Unis. Le vote de quatre membres du Conseil suffit désormais pour introduire des changements «en vue d'empêcher une expansion ou une contraction de crédit d'avoir des conséquences nuisibles», étant entendu que les réserves ne seront ni ramenées au-dessous du niveau de la réserve actuellement exigée, ni augmentées au delà du double de cette réserve. La disposition du Glass-Steagall Act du mois de février 1932, relative à la période de crise, qui autorise une banque de Réserve à faire aux banques membres de la Réserve Fédérale de son district des avances sur toutes garanties qui lui semblent appropriées (et que l'ancienne loi n'admettait pas à l'escompte), est élargie et rendue permanente. Ces avances, qui ne sont plus considérées comme des avances exceptionnelles, doivent être faites à un taux d'intérêt supérieur d'au moins $\frac{1}{2}$ % au taux d'escompte le plus élevé appliqué par la banque de Réserve en question, et elles ne peuvent être à échéance de plus de quatre mois. Le fait d'avoir rendu ces pouvoirs permanents

équivaut à reconnaître que la rigueur des dispositions techniques relatives aux titres admis à l'escompte a été, pour le système de Réserve, un obstacle en période de crise et n'a pu empêcher le système bancaire de s'effondrer; il reconnaît également que le domaine des opérations des banques membres de la Réserve Fédérale a changé et que les titres qui, d'après l'ancienne définition, pouvaient être acceptés à l'escompte, ne constituent plus qu'une proportion de moins en moins importante des actifs des banques.

Indépendamment de la réorganisation du Conseil, les changements d'ordre administratif relatifs aux banques de Réserve comprennent la création des postes de président et de vice-président, agents principaux, qui sont nommés pour une période de cinq ans par le Conseil d'administration local sous réserve de l'approbation du Conseil des Gouverneurs à Washington; celui-ci peut ainsi prendre position vis-à-vis de la direction des banques de Réserve sans porter atteinte au principe de l'autonomie régionale des banques. Aux termes de l'ancienne loi, aucune stipulation ne concernait la direction des banques, bien que, dans la pratique, les conseils d'administration locaux aient choisi des agents responsables et les aient désignés comme gouverneurs.

Diverses mesures de crise ont donc pris le caractère de lois permanentes, mais il en est d'autres qui, malgré leur importance, n'ont pas été retenues. La loi Glass-Steagall, par exemple, votée en 1932, à un moment où le système souffrait de retraits massifs de capitaux, de lourdes pertes d'or et d'une vaste thésaurisation des billets, a autorisé les banques de Réserve à comprendre dans leurs réserves, à titre de couverture supplémentaire des billets en circulation et des obligations du Gouvernement des Etats-Unis; elle a ainsi provoqué une forte augmentation du volume d'«or libre» du système. Bien qu'une disposition semblable ait été incluse dans le projet primitif de la nouvelle loi, elle a été éliminée du texte de la loi votée en 1935, de sorte que l'émission des billets de la Réserve Fédérale est encore régie par la loi sur la Réserve Fédérale (Federal Reserve Act) de 1913, modifiée provisoirement par l'amendement Glass-Steagall qui, en vertu d'une proclamation du Président, reste en vigueur jusqu'au mois de mars 1937.

Aux termes de la nouvelle loi, la Compagnie d'assurance fédérale des dépôts (Federal Deposit Insurance Corporation), originellement créée conformément à la loi de 1933 sur les banques (Banking Act of 1933), devient une organisation permanente. Le chapitre premier de la nouvelle loi pose les conditions exigées pour l'assurance des dépôts à concurrence de 5.000 dollars par déposant, le taux d'imposition étant fixé à $\frac{1}{12}$ % par an sur le total des dépôts. Cette mesure constitue un progrès vers l'unification du système de Réserve Fédérale, en exigeant que toutes les banques qui ont des dépôts d'un million de dollars ou plus deviennent membres du système avant 1942, à défaut de quoi, elles perdront le bénéfice de l'assurance en question. Au mois de juin 1935, 90 % des banques du pays étaient assurées, les engagements de la Com-

pagnie couvrant 18 milliards de dollars sur les 41 milliards de dollars des dépôts des banques assurées.

La loi de 1935 sur les banques comprend également un certain nombre d'autres mesures relatives aux banques du pays. Les dispositions autorisant les banques nationales à consentir des prêts fonciers sont rendues plus libérales: le montant d'un prêt peut s'élever à 60% de la valeur des biens fonciers contre 50% précédemment, et l'échéance de ce prêt se trouve prorogée de 5 à 10 ans; les banques peuvent consentir des prêts fonciers jusqu'à concurrence du montant le plus élevé représenté soit par 100% du total de leur capital intact et de leur fonds de réserve (25% précédemment), soit par 60% (50% précédemment) du total de leurs dépôts à terme et de leurs dépôts d'épargne; enfin, des restrictions géographiques antérieures se trouvent abrogées. «L'élargissement des dispositions relatives aux biens fonciers», écrit à ce sujet le Bulletin de la Réserve Fédérale, «permettra aux banques membres de la Réserve Fédérale de financer plus facilement l'activité de l'industrie du bâtiment, dont la reprise est un facteur essentiel du relèvement économique. Le danger pour les banques ne consiste pas dans le fait même de consentir des prêts fonciers, mais dans celui de faire de mauvais prêts, quels qu'ils soient. Les opérations de prêts fonciers offrent aux banques de grandes possibilités de placements avantageux pour leurs capitaux». Il est demandé à toutes les banques nationales de porter graduellement leur Fonds de réserve à un montant égal à celui de leurs actions ordinaires.

La nouvelle loi contient certaines réglementations sur le calcul des réserves obligatoires; les banques membres de la Réserve Fédérale sont maintenant tenues, en particulier, de constituer des réserves pour les dépôts du Gouvernement des États-Unis comme pour les autres dépôts, alors qu'autrefois de telles réserves n'étaient pas nécessaires. La loi comprend d'autres dispositions relatives au paiement des dépôts et des intérêts, aux comptes d'épargne postale et aux relations entre les conseils de direction des banques.

En Argentine, la création de la nouvelle banque centrale, qui a commencé ses opérations au mois de mai 1935, fait partie d'un vaste plan de réorganisation du système monétaire et bancaire du pays: trois organismes autonomes, la Caisse de Conversion, le Comité de Réescompte et le Conseil d'Amortissement, plus deux fonds, le Fonds des devises étrangères et le Fonds des bénéfices de change, ont été absorbés par la banque centrale ou ont cessé de fonctionner; la réserve-or reprise à la Caisse de conversion a été réévaluée et les bénéfices comptables ainsi réalisés ont reçu diverses affectations; enfin, un nouvel office de liquidation a été créé pour reprendre les avoirs gelés des banques, et une nouvelle loi sur les banques est entrée en vigueur.

Sous le régime de l'ancienne loi de 1899, le système monétaire était très rigide, les mouvements d'or se repercutaient automatiquement sur le volume des billets en

circulation et, dans un pays comme l'Argentine, dont la balance commerciale est sujette à de fortes fluctuations, ce système présentait de graves inconvénients, bien que, dans la pratique, ceux-ci aient été quelque peu atténués par de nombreux expédients. La nouvelle banque centrale, aux termes de la loi du 28 mars 1935, a pour premier objet « d'accumuler des réserves suffisantes pour atténuer les conséquences que les fluctuations des exportations et des placements de capitaux étrangers ont sur la monnaie, le crédit et l'activité commerciale, afin de maintenir la stabilité de la monnaie », et les nouvelles dispositions se proposent de donner au système la souplesse nécessaire pour que cette politique puisse être poursuivie.

De 1929 à 1935, le peso argentin a baissé d'environ 46% par rapport à son ancienne parité et, bien que les dispositions de la loi relatives à l'échange des billets contre de l'or ou des devises aient été expressément suspendues jusqu'à l'établissement d'un nouveau décret, l'or a été réévalué sur cette base lorsque la banque centrale a pris en charge l'or de la Caisse de conversion (ainsi que ses engagements fiduciaires). L'« or dans les caves » qui figure dans le premier bilan de la nouvelle banque, au 31 mai 1935, s'élevait à 1.224 millions de pesos, avec un bénéfice de réévaluation de 663 millions. Sur ce bénéfice, qui, grâce à d'autres apports, s'est chiffré à 700 millions, le gouvernement a prélevé 10 millions pour souscrire la moitié du capital versé de la banque centrale, 10 autres millions pour constituer le capital de l'Office de liquidation; enfin 380 autres millions fournissent à l'Office les disponibilités qui servent à racheter les avoirs gelés des banques; celles-ci peuvent ainsi reconstituer leur encaisse et se conformer à l'obligation relative à la réserve minimum en espèces; les 300 millions restants ont servi, à concurrence de 150 millions, à l'amortissement de la dette que le gouvernement avait directement contractée envers le Banco de la Nacion; 140 millions ont servi au remboursement des bons du Trésor en circulation; enfin, le solde a été déposé à la banque centrale. La dette flottante du gouvernement qui, au début de l'année 1932, s'élevait à 1.200 millions de pesos, a été réduite à 110 millions, à la fin de l'année 1935, grâce à des opérations de consolidation, à des remboursements et au bénéfice réalisé au moment de la réévaluation de la réserve-or.

La loi générale sur les banques stipule que les réserves en espèces de ces banques doivent être au moins égales à 16% de leurs dépôts à vue, et à 8% de leurs dépôts à terme; les deux tiers de ces réserves doivent être concentrés à la banque centrale (qui a, toutefois, la faculté, dans des circonstances spéciales, d'exempter, pendant de brefs délais, les banques de cette obligation). Les banques privées ne sont autorisées à servir sur leurs dépôts à vue qu'un intérêt inférieur de 3% au moins au taux d'escompte le plus bas de la banque centrale et, sur leurs dépôts à terme, qu'un intérêt inférieur de 1% au moins à ce même taux d'escompte. Certaines opérations qui pourraient comporter des dangers pour la liquidité des banques leur sont interdites. A titre d'information confidentielle, toutes les banques sont tenues de remettre

un état de leur situation mensuelle à la banque centrale qui en publie un sommaire sans divulguer le détail des états individuels; en outre, la banque centrale a reçu le pouvoir de demander confidentiellement, à cet égard, tous autres renseignements ou éclaircissements. Les banques sont également assujetties à des inspections périodiques faites par des fonctionnaires de la banque centrale.

Les statuts de la banque centrale de la République Argentine donnent à la banque le monopole d'émission sur son marché, et ils lui imposent l'obligation de maintenir une réserve d'or et de devises qui ne peut être inférieure à 25 % des billets et autres engagements à vue; ils stipulent également qu'aucun dividende ne sera payé si le pourcentage de couverture tombe pendant plus de deux ou trois mois au-dessous de 33 %, et que les devises ne peuvent excéder un cinquième des réserves totales ni représenter plus de 10 % de la réserve légale. La moitié du capital souscrit, qui s'élève à 20 millions de pesos, a été fournie par les banques du pays, dont le capital n'est pas inférieur à un million de pesos, et l'autre moitié (cette part ne comportant aucun droit de vote) par le gouvernement sur le bénéfice réalisé au moment de la réévaluation. Les banques gardent en dépôt à la banque centrale leurs disponibilités en espèces, ainsi que le stipule également la loi sur les banques, et la banque centrale effectue dorénavant, aux lieu et place du Banco de la Nacion, les opérations les plus importantes pour le compte du gouvernement. La banque centrale est administrée par un président et un vice-président désignés par le Chef du gouvernement d'accord avec le Sénat, parmi les candidats proposés par l'Assemblée des banques actionnaires, et par douze administrateurs qui comprennent principalement des représentants des intérêts bancaires, mais également un agriculteur, un éleveur, un commerçant, un industriel et un représentant du gouvernement. Le Conseil d'administration ne peut comprendre plus de trois étrangers à la fois. L'institution est essentiellement une banque des banques et une banque d'État, et elle n'a aucun rapport direct avec le public. La banque centrale peut effectuer des opérations de réescompte et des prêts, pour le compte des banques actionnaires, et faire des avances temporaires au gouvernement, à concurrence de 10 % des recettes en numéraires des revenus des trois années antérieures.

Le premier bilan de la banque fait apparaître, en dehors de l'or repris à l'Office de conversion, 123 millions de pesos de devises et d'or, en dépôt à l'étranger, qui proviennent du Fonds des devises étrangères; ce poste comprend surtout de l'or détenu à Londres. Grâce au bénéfice réalisé au moment de la réévaluation et qui a servi à rembourser les dettes des banques et à les dégeler, une certaine liquidité a été rendue au marché; la banque centrale n'a donc encore aucun portefeuille de réescompte. L'encaisse des banques commerciales s'élevait à 827 millions de pesos, à la fin de 1935, contre 485 millions l'année précédente. Les seuls actifs sur le marché intérieur dont la banque centrale retire un intérêt consistent en 400 millions de pesos de bons consolidés du Trésor National 3 %, que la banque est autorisée à vendre

sur le marché pour absorber l'excédent des capitaux. En fait, pendant les deux premiers mois de son fonctionnement, la banque centrale a vendu pour 250 millions de pesos de son portefeuille de bons du Trésor, mais elle en avait racheté pour près de 70 millions, à la fin de l'année 1935. La première situation de la banque a fait apparaître une réserve d'or et de devises atteignant 140 % de la circulation fiduciaire et 72 % du total des engagements à vue; ces pourcentages n'ont pas, depuis lors, sensiblement varié. Aucune modification n'a été apportée au cours officiel de change (prix payé pour les traites d'exportation) qui était rattaché à la livre sterling, à 15 pesos pour une livre en janvier 1934, alors que le cours libre oscille aux environs de 17 et 18.

En Europe, c'est l'Italie qui a connu les innovations les plus radicales. En raison de la diminution du commerce extérieur de l'Italie et particulièrement du recul des exportations, les importations se sont trouvées soumises à certaines restrictions, dès 1934, et les transactions en devises ont été limitées aux besoins réels de l'industrie et du commerce, ou à ceux des personnes voyageant à l'étranger. Pendant le premier semestre de l'année 1935, de nouvelles restrictions ont frappé les importations, et il a été procédé à la nomination d'un surintendant des devises; celui-ci, qui est placé sous la dépendance directe du Chef du gouvernement, est chargé de présider à l'affectation des devises, conformément aux dispositions en vigueur, et de coordonner les services du contrôle des exportations et des importations. Au mois de juillet, la Banque d'Italie a été temporairement dégagée de l'obligation de maintenir une couverture en or et en devises de 40 %, ce qui a permis de faire appel à la réserve-or pour le règlement des dettes commerciales envers l'étranger, dont le total se chiffrait à quelque 500 millions de liras, montant encore inférieur pourtant aux créances italiennes gelées à l'étranger. Au mois d'août 1935, on rendit obligatoire la remise à l'Institut national des changes étrangers, agissant au nom du Trésor, de toutes les créances sur l'étranger contre remboursement en espèces, au cours en vigueur le jour du décret. L'Institut devait également acheter, en échange de bons du Trésor portant intérêt à 5 % et à échéance de 9 ans, toutes les valeurs étrangères et les valeurs italiennes émises à l'étranger et détenues par des Italiens, dont la propriété avait déjà été déclarée conformément au décret du 8 décembre 1934. La procédure de centralisation se trouva accélérée par les conditions particulières existant depuis le mois d'octobre 1935, période à partir de laquelle on ne publia plus aucune donnée statistique; la Banque d'Italie a donc cessé de publier régulièrement ses situations (mais les chiffres relatifs à la fin du mois de décembre 1935 ont été publiés à l'occasion de l'Assemblée Générale de la Banque d'Italie). Par décret du 14 novembre 1935, le monopole pour l'achat de l'or à l'étranger a été confié à l'Institut des changes étrangers, agissant au nom du Trésor, et cet institut a été autorisé à acheter l'or à l'intérieur du Royaume, au prix moyen de l'or sur les marchés internationaux. Agissant pour le compte du Trésor, par l'intermédiaire de la Banque d'Italie, l'Institut des changes étrangers a acheté l'or

au public, au prix de 15,50 liras le gramme, alors que le cours correspondant, à la parité officielle de la monnaie, était de 12,62 liras; il a également été autorisé à accepter l'or en dépôt contre paiement d'un intérêt de 5^o/_o.

Le décret du 12 mars 1936 stipule des «dispositions pour la défense de l'épargne et la réglementation du crédit»; il institue un Office d'inspection qui dépend directement d'un comité de ministres placé sous la présidence du Chef du gouvernement et qui comprend les Ministres des Finances, de l'Agriculture et des Forêts, et des Corporations. L'Office d'inspection, à la tête duquel est placé le Gouverneur de la Banque d'Italie, jouit de pouvoirs étendus de surveillance sur toutes les banques du royaume, quelle qu'en soit la catégorie. L'Office d'inspection peut, en particulier, ordonner des inspections périodiques ou exceptionnelles; autoriser l'émission d'obligations et d'actions lorsqu'elles sont offertes par des établissements de crédits assujettis au contrôle; autoriser l'admission à la Bourse d'obligations ou d'actions; enfin, prendre toutes décisions, engageant les banques, relatives à la limitation des taux d'intérêt des dépôts et des avances, à la répartition des placements — compte tenu soit de la liquidité, soit de l'activité des diverses branches de la vie économique —, à la proportion entre les avoirs et les engagements nets et au mode d'emploi éventuel de l'excédent des fonds, au pourcentage minimum des bénéfices à verser aux réserves, etc. . . .

La Banque d'Italie devient une «institution de droit public» (Istituto di Diritto Pubblico) et elle ne pourra faire d'opérations de réescompte qu'avec les banques italiennes, laissant à ces dernières le soin d'effectuer toutes les transactions qui rentrent spécialement dans le domaine d'activité des banques commerciales et des banques privées. Elle consentira néanmoins des avances sur titres aux banques et au public. Le 31 mars 1936, M. le Gouverneur Azzolini a présidé la dernière assemblée générale des actionnaires privés. Le capital de 500 millions de liras, divisé en actions de 1.000 liras chacune et qui avait été versé à concurrence de 300 millions, soit 600 liras par action, sera remboursé à raison de 1.300 liras par action; ce montant représente le capital versé et la part des réserves revenant à chacune des actions. Le nouveau capital, s'élevant à 300 millions de liras, intégralement versé, sera souscrit et entièrement détenu par les caisses d'épargne et les banques, ainsi que par les compagnies d'assurances.

Comme c'était déjà le cas pour le Banco di Napoli et le Banco di Sicilia, la qualité de «banque de droit public» a été conférée aux trois grandes banques suivantes: la Banca Commerciale Italiana, le Credito Italiano et le Banco di Roma. En conséquence, les actions de ces banques doivent être nominatives et appartenir exclusivement à des personnes de nationalité italienne ou à des sociétés italiennes. Ces banques, au même titre que les autres établissements de crédit, sont soumises à la surveillance de l'Office d'inspection.

En ce qui concerne la réglementation du crédit à long et à court terme, un Comité de Ministres et l'Office d'inspection qui en dépend assument toutes les fonctions relatives aux institutions de crédit qui étaient auparavant réparties entre les différents ministères. Il a été décidé, en outre, que les fonctions du «Consorzio per Sovvenzioni su Valori Industriali» et de la Section «A» de l'«Istituto per la Ricostruzione Industriali» seront attribuées à l'Istituto Mobiliare Italiano qui aura pour Président le Gouverneur de la Banca d'Italia.

Aux Etats-Unis, en Argentine et en Italie, les nouvelles lois sur les banques embrassent en même temps l'organisation de la banque centrale et les banques privées ; en Belgique, au contraire, les nouvelles mesures portent presque exclusivement sur la structure des banques privées. La situation critique dans laquelle la Belgique s'est trouvée pendant le premier trimestre de l'année 1935, et qui a conduit à la dévaluation de la monnaie, le 1^{er} avril 1935, a été caractérisée par des sorties de capitaux qui ont privé les banques de leurs avoirs les plus liquides. La nécessité s'est alors imposée non seulement de réformer les banques en général, mais de créer en particulier sur le marché un mécanisme supplémentaire susceptible de procurer aux banques de nouvelles liquidités. Le décret royal qui a créé l'Institut de réescompte et de garantie n'a pourtant été promulgué que le 13 juin 1935, après la dévaluation, lorsque le retour des capitaux évadés eut déjà atténué la tension dont souffraient les banques. Cet institut a été créé pour une période de cinq années, et sa durée peut être prolongée pour de nouvelles périodes de cinq ans. Son capital, fixé à 200 millions de francs belges, dont 20% versés, a été souscrit par les banques, et toutes ses opérations, qui ne peuvent dépasser 2 milliards de francs belges, sont garanties par l'Etat. L'Institut a la faculté de reprendre aux banques et autres établissements des actifs qui doivent offrir toute garantie, sans se présenter nécessairement sous forme liquide, le taux d'intérêt correspondant ne devant pas dépasser de plus de 1% le taux le plus élevé fixé par la Banque Nationale pour son escompte ou ses avances sur titres d'Etat. La Banque Nationale est autorisée à escompter, aux conditions usuellement appliquées aux effets bancables, les effets portant la signature de l'Institut. L'Institut est administré par un comité comprenant un président et cinq administrateurs, nommés par le Roi. Les banques commerciales se trouvent ainsi en mesure de mobiliser leurs avoirs qui, autrement, ne seraient pas escomptables à la banque centrale ; par ailleurs, les titres émis par l'Institut offrent un placement qui convient aux capitaux à court terme des banques, et les excédents de ressources du marché trouveront donc généralement leur plein emploi avant qu'il y ait lieu de recourir à la Banque Nationale. En même temps, la Banque Nationale n'est pas tenue de se départir de ses pratiques traditionnelles et des règles établies par ses statuts.

En plus de ces mesures qui se rapportent à la liquidité des banques, le problème bancaire, envisagé sous un aspect plus général, a fait l'objet d'une nouvelle loi, promulguée le 9 juillet 1935, qui régit les activités des banques commerciales. La loi

définit le terme «banque», et toutes les institutions autorisées à faire usage de ce terme sont tenues de se faire inscrire auprès d'une commission bancaire nouvellement instituée. Le capital d'une banque qui doit être entièrement versé ne peut pas être inférieur à 10 millions de francs belges (le minimum étant, toutefois, abaissé à 2 millions de francs pour les établissements bancaires), et ses réserves doivent être placées en fonds d'Etat ou en certains autres fonds publics. La disposition de la loi du mois d'août 1934, qui interdisait aux banques de posséder des participations (actions, obligations, etc.) de sociétés commerciales ou industrielles autres que des banques, est remise en vigueur. Une exception est cependant faite pour toute banque qui remplit le rôle d'agent chargé de l'émission des titres en question et qui, dans ce cas, est autorisée à détenir, pendant une période de six mois au maximum, des participations desdites sociétés.

Les dispositions de la nouvelle loi, les plus importantes quant à leurs répercussions, ont trait à la création d'une commission bancaire autonome, dont les frais seront à la charge de la Banque Nationale qui en assurera également le secrétariat. Cette commission se compose d'un président et de 6 membres nommés par décret royal; deux d'entre eux sont désignés directement par le Roi, deux membres sont choisis sur une liste soumise par les banques, et deux autres sur une liste soumise conjointement par la Banque Nationale et l'Institut de réescompte et de garantie. Cette commission est, d'une façon générale, chargée de l'application de la nouvelle loi, et elle jouit de pouvoirs étendus. Un nouveau corps d'inspecteurs a pour mission de présenter des rapports à la commission sur les irrégularités éventuelles, légales ou autres, et la commission peut également confier à la Banque Nationale des enquêtes spéciales. En outre, la commission peut fixer, avec l'approbation des Ministres des Finances et des Affaires Economiques: a) la proportion qui doit exister entre les liquidités ou autres actifs aisément mobilisables des banques et leurs engagements à vue ou à court terme; b) le pourcentage du capital et des réserves des banques par rapport au montant global des dépôts ou de tous les engagements à vue et à court terme. La commission a également la faculté de fixer à la majorité des deux tiers de ses membres, d'accord avec la Banque Nationale et l'Office de Redressement Economique, et avec l'approbation des Ministres des Finances et des Affaires Economiques, les taux d'intérêt maxima applicables à certaines catégories d'opérations de crédit spécifiquement désignées. Les banques inscrites auprès de la commission sont tenues de communiquer mensuellement un état de leur situation, dans une forme spécifiée, à la Banque Nationale qui publie, tous les trois mois, une situation globale des banques.

La Commission bancaire dispose également de pouvoirs étendus pour remplir sa mission de surveillance du marché. Deux semaines à l'avance, elle doit être avisée de tout projet d'émission de titres dans le public par une déclaration, faite sous la forme prescrite, avec tous les détails sur l'objet de l'émission, etc. (Cette stipulation s'applique

également aux titres qui jouissent de la garantie de l'Etat, du Congo belge, des provinces et des communes, et aux émissions étrangères des entreprises belges). Si la commission bancaire estime qu'une émission privée à l'intérieur du pays est de nature à déséquilibrer le marché, elle peut en recommander une réduction ou un échelonnement sur une certaine période de temps. Si la question n'est pas réglée à l'amiable, la commission bancaire peut interdire l'émission pendant un délai qui ne dépassera pas trois mois et rendre cette décision publique. Si la commission bancaire estime que les conditions d'une émission projetée sont susceptibles d'induire les souscripteurs en erreur sur la nature de l'affaire ou sur les droits attachés à la propriété des titres, elle peut de même interdire l'émission pendant trois mois et rendre sa décision publique, lorsque la maison émettrice ne tient pas compte de son avis. Si, passant outre, la maison procède à l'émission, le Ministre des Finances, à la requête de la commission bancaire, peut interdire la cotation des titres en bourse. La commission bancaire peut, à tout moment, demander des renseignements sur les résultats des émissions faites au cours des six derniers mois (et les maisons d'émission spécialisées doivent lui présenter une situation annuelle de leurs émissions).

Bien que les pouvoirs de la commission bancaire soient étendus, on voit que presque toutes ses fonctions sont facultatives et laissées à la discrétion de l'ensemble de ses membres. La loi se propose, en particulier, de ne pas toucher au principe de la responsabilité fondamentale des banques envers leurs déposants et actionnaires, et elle ne stipule en conséquence aucune mesure telle que l'assurance des dépôts.

En Allemagne, la nouvelle loi du 5 décembre 1934, relative au système du crédit, a été appliquée; certaines modifications, d'ordre plutôt pratique, suggérées par l'expérience acquise pendant l'année, y ont été apportées. En dehors du domaine des banques strictement privées, deux faits méritent d'être mentionnés. Des accords pour la centralisation de l'émission des billets ont été mis en vigueur à la fin de l'année 1935, lorsque le privilège des quatre banques privées d'émission est venu à expiration. Les billets en circulation de ces banques, qui n'atteignaient plus alors que 158 millions de reichsmarks, seront retirés et leurs réserves-or, d'un montant total de 75 millions de reichsmarks, ont déjà été prises provisoirement en dépôt par la Golddiskontbank, en attendant que leur destination dernière soit ultérieurement déterminée.

Une nouvelle concentration du système bancaire allemand résulte de l'application d'une loi du mois d'octobre 1935, qui place les dix banques d'Etat dont la Banque de l'Etat prussien (Seehandlung) est de beaucoup la plus importante, sous le contrôle direct du Ministre des Affaires Economiques du Reich, qui est également à l'heure actuelle président de la Reichsbank. Ces banques d'Etat avaient été fondées dans les anciens Etats autonomes du Reich et jouissaient de privilèges spéciaux. Le Ministre des Affaires Economiques est désormais autorisé à contrôler ces banques et à en amender les statuts.

L'année 1935, première année pendant laquelle les banques suisses ont travaillé sous le régime de la nouvelle loi générale sur les banques, a été marquée par de grandes difficultés. Les grandes banques qui effectuent des transactions internationales avaient traversé, pendant les six années antérieures à 1930, une période d'expansion sans précédent, et le total de leurs bilans avait alors presque doublé. Mais depuis l'année 1930, un brusque revirement s'est produit et, pendant les cinq années qui ont suivi, jusqu'en 1934, les sept plus grandes banques ont été exposées à des retraits de fonds qui, s'ajoutant à d'autres compressions de leur engagements, ont réduit de 50 % le total de leurs bilans. En période de baisse des prix, cette réduction a exercé une pression d'autant plus considérable sur les banques qu'une partie de leurs actifs se trouvait gelée à l'étranger, dans une proportion d'ailleurs très variable d'une banque à l'autre. La nouvelle loi, entrée en vigueur le 1^{er} mars 1935, contient des clauses spéciales autorisant le Conseil Fédéral à accorder un moratoire partiel (prorogation des échéances) s'il estime qu'en fait les actifs couvrent tous les créanciers dans une proportion de 100 %, et que tous les paiements d'intérêt pourront être dûment effectués pendant le moratoire. Deux des principales banques ont bénéficié de ces clauses: la Banque Commerciale de Bâle a été autorisée à déclarer un moratoire partiel de deux années, à partir du 11 juin, et la banque Leu & Cie., à partir du 30 décembre 1935, un moratoire partiel de trois mois, qui a été ensuite prolongé de six mois. D'autres banques plus petites ont également éprouvé des difficultés pendant l'année, mais les clauses spéciales ci-dessus mentionnées n'ont joué qu'en faveur d'une seule d'entre elles. (Au mois d'avril 1936, le Conseil Fédéral a publié des règlements complétant la loi sur les banques et destinés à faciliter la réorganisation des banques d'une certaine importance afin d'éviter la procédure ordinaire de faillite. La validité de ces règlements expire à la fin de 1937). La commission des banques, créée par la nouvelle loi sur les banques, qui doit, d'une manière générale, veiller à l'exécution de la loi et, en particulier, s'assurer que les comptes des banques sont régulièrement vérifiés, a commencé à fonctionner. Aux termes de la loi, pouvoir a été donné à la Banque Nationale d'examiner, de concert avec les banques intéressées, tous relèvements des taux d'intérêts sur les bons de caisse, mais elle n'a aucune qualité pour prescrire les taux que ces banques doivent appliquer. Le rapport annuel de la Banque Nationale rappelle que, pendant l'année, les retraits de capitaux du marché ont tendu à influencer sur le taux d'intérêt des bons de caisse, et, en vue de se prémunir contre tous relèvements injustifiés, la Banque Nationale a, conformément à l'article 10 de la loi, convoqué les banques, le 13 juin, pour examiner avec elles la question; la plupart des banques ont convenu avec la Banque Nationale que les taux fixés en octobre 1933 ne devraient pas être dépassés sans nécessité. Mais le rendement croissant des titres de premier ordre a empêché un grand nombre de banques de maintenir les anciens taux en vigueur. Pendant l'année, la Banque Nationale a été avisée de 91 relèvements des taux d'in-

térêt, la plupart d'entre eux ayant, toutefois, été de peu d'importance. Comme la Banque Nationale le fait observer, l'expérience a montré une fois de plus que les lois de l'économie l'emportent sur toutes les mesures artificielles.

Bien que certains pays éprouvent encore des difficultés, on peut dire, en récapitulant les faits qui ont intéressé les banques privées pendant l'année, que certains symptômes permettent d'entrevoir, dans d'autres pays, la fin des perturbations dont le monde a souffert ces dernières années. Les remboursements que les banques des Etats-Unis ont faits à la Reconstruction Finance Corporation, la nouvelle liquidité des banques en Belgique, la rapidité avec laquelle le crédit de secours consenti à la Skandinaviska Kredit-Aktiebolaget, en Suède, lors de la crise Kreuger, a été remboursé et, pour la première fois depuis l'année 1931, le paiement de dividendes par les grandes banques allemandes, sont autant de symptômes d'amélioration. Dans quelques pays, on a également augmenté les avances à l'industrie et au commerce; ces avances traduisent une reprise des affaires et une plus grande activité dans l'utilisation du crédit bancaire, non seulement pour l'achat de fonds d'Etat, mais aussi pour le financement d'un plus grand volume des échanges et de la production.

Les nouvelles lois qui ont été adoptées dans un grand nombre de pays ont, en général, deux objets principaux. Pour protéger la sécurité des dépôts, des réglementations ont été établies dans le but de préserver la liquidité et la solvabilité des banques. En même temps, pour des raisons de politique générale des crédits, le vote des nouvelles lois a fourni l'occasion de donner à la banque centrale, ou à un organisme en liaison étroite avec elle, des pouvoirs plus larges, pour le contrôle du mécanisme du crédit. Il faudrait que l'on comprît que l'activité des établissements de crédit existants a subi actuellement une évolution, même dans un très grand nombre de pays qui n'ont apporté aucun changement à leurs lois sur les banques; la situation de fait des banques centrales a gagné en autorité et en signification sur chaque marché correspondant, et, sans qu'aucune disposition législative les y ait obligées, les banques privées les mieux administrées ont observé, en ce qui concerne leurs liquidités et leur politique de placements, les principes incorporés dans les nouvelles législations. Une plus grande attention est donnée à ces questions; c'est que l'expérience des dernières années a partout montré le rôle capital d'un bon fonctionnement du système du crédit.

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

L'évolution des relations internationales, tant dans le domaine politique que dans le domaine économique, a considérablement modifié les fonctions qui avaient été à l'origine confiées à la Banque en sa qualité de mandataire (trustee) ou d'agent, et ces fonctions n'impliquent plus guère que l'observation d'une procédure administrative. Les dispositions de l'Accord de Lausanne, du 9 juillet 1932, ont eu pour effet de réserver l'exécution des paiements d'annuités que l'Allemagne, la Hongrie, la Bulgarie et la Tchécoslovaquie auraient dû effectuer aux termes des Accords de La Haye de janvier 1930; la Banque est mandataire (trustee) en ce qui concerne ces paiements d'annuités. Peu après sa création, la Banque a été nommée agent fiscal des mandataires (trustees) de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924 et mandataire (trustee) de l'Emprunt International 5 1/2 % 1930 du Gouvernement Allemand, mais depuis le mois de juillet 1934, le Gouvernement allemand a suspendu le versement aux mandataires (trustees) des devises nécessaires pour assurer le service de ces emprunts. La Banque a été également nommée mandataire (trustee) de l'Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930; le service de cet emprunt a été effectué suivant la procédure prévue à l'Obligation générale garantissant l'emprunt. De plus, au cours de l'année, la Banque a été à même, dans d'autres domaines, de fournir son concours comme mandataire (trustee) ou comme agent: c'est dans ces conditions, par exemple, qu'elle est intervenue à l'occasion du règlement des questions financières résultant du rattachement à l'Allemagne du Territoire de la Sarre, ou de la répartition d'espèces prévue par un accord relatif à la liquidation des «Live Claims» des créanciers étrangers de la Credit-Anstalt autrichienne, ou encore de la première répartition de fonds faite par le Fonds Agraire (Fonds A) à la suite des jugements rendus contre lui par les tribunaux arbitraux mixtes. Le rôle de la Banque, à l'occasion de ces diverses fonctions de mandataire (trustee) ou d'agent, est exposé ci-après avec plus de détails.

a) PAIEMENTS D'ANNUITÉS DE L'ALLEMAGNE, DE LA HONGRIE, DE LA BULGARIE ET DE LA TCHÉCOSLOVAQUIE.

L'Accord de Lausanne, signé le 9 juillet 1932, (qui devait modifier les obligations de l'Allemagne telles qu'elles sont spécifiées dans le Nouveau Plan, adopté à la Conférence de La Haye, en janvier 1930) n'a été ratifié par aucune des parties. La période intermédiaire, comprise entre la date de la signature et celle de la ratification de l'Accord de Lausanne, est régie par les dispositions de la Partie II de cet Accord relatives aux «Mesures de transition», en vertu desquelles l'exécution des obligations de l'Allemagne aux termes du Nouveau Plan est réservée, étant entendu que le «service des emprunts émis sur le marché» ne serait pas affecté de ce chef. Toutefois, ainsi qu'il est exposé ci-après, dans les sections du présent Rapport qui traitent de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924 et de l'Emprunt International 5 1/2 % 1930

du Gouvernement Allemand (qui sont les deux emprunts émis sur le marché), le Gouvernement allemand a suspendu le service des deux emprunts, à partir du 1^{er} juillet 1934, suivant la procédure prévue aux Obligations générales respectives.

L'exécution des paiements des annuités hongroises, bulgares et tchécoslovaques a été réservée jusqu'au 15 décembre 1932, aux termes de la Partie III de l'Accord de Lausanne. Les parties intervenant à cet Accord recommandaient la nomination d'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 décembre 1934 la suspension de ces paiements d'annuités. Des négociations sont également en cours entre ces gouvernements pour la fixation d'une nouvelle prolongation jusqu'au 15 juin 1936.

Pendant l'exercice social examiné, la Banque n'a donc reçu aucun paiement, en ce qui concerne ces annuités, de l'Allemagne, de la Hongrie, de la Bulgarie et de la Tchécoslovaquie.

Des paiements ou des remboursements assez peu importants sont encore effectués par suite de la liquidation d'anciens contrats de livraisons en nature, et ces paiements sont compris dans les recettes et les paiements du compte de trust des annuités mentionné ci-après. De plus, des paiements importants continuent à être effectués par l'intermédiaire de la Banque en vertu de certains contrats qui prévoient l'exécution de travaux publics en France. Ces contrats sont financés par les Gouvernements allemand et français aux termes d'arrangements conclus lors de l'Accord de Lausanne, et les paiements y relatifs sont effectués par la Banque à titre purement commercial et non en sa qualité de mandataire (trustee) des gouvernements créanciers; ils ne sont donc pas inclus dans les recettes et les paiements du compte de trust des annuités.

Le compte des recettes et des paiements de la Banque, montrant les opérations qu'elle a effectuées comme mandataire (trustee) des annuités allemandes pendant la période du 1^{er} avril 1935 au 31 mars 1936, tenu par la Banque et certifié par ses commissaires-vérificateurs, conformément à l'Article XVII du mandat de trust (Allemagne), est présenté à l'annexe VIII.

b) EMPRUNT EXTÉRIEUR ALLEMAND DE 1924.*)

La Banque, dès qu'elle a commencé ses opérations en mai 1930, a exercé les fonctions d'agent fiscal des mandataires (trustees) de l'Emprunt Extérieur Allemand

*) Les renseignements ayant trait aux circonstances dans lesquelles cet emprunt a été émis, aux monnaies des diverses tranches, aux garanties spéciales et privilèges attachés à l'emprunt, ainsi qu'à l'application de la clause de monnaie-or contenue dans l'Obligation définitive de la tranche américaine, sont indiqués aux pages 48 et 49 du quatrième Rapport annuel de la Banque. Les mesures prises par les mandataires (trustees) quand le Gouvernement allemand a suspendu, au mois de juillet 1934, suivant la procédure prévue à l'Obligation générale, le service de l'emprunt, sont décrites aux pages 73 à 77 du cinquième Rapport annuel de la Banque.

de 1924 : entre la date de l'émission de cet emprunt et le 1^{er} juillet 1934, les montants nécessaires pour en assurer le service ont été régulièrement payés aux mandataires (trustees) ou à leur agent, dans les monnaies des tranches respectives de l'emprunt.

Depuis le 1^{er} juillet 1934, le Gouvernement allemand n'a fourni aux mandataires (trustees), ou à leur agent fiscal, aucune des sommes nécessaires, sous forme de devises, pour assurer le service des tranches respectives de l'emprunt, mais à la suite d'accords de transfert conclus entre le Gouvernement allemand et divers autres gouvernements, certains groupes de porteurs spécifiés dans ces accords ont été payés dans la monnaie du pays de leur domicile : pour les coupons payables le 15 octobre 1934, jusqu'à concurrence de 50% du montant nominal de ces coupons — les autres 50% ayant été préalablement touchés sur les fonds mis à la disposition des mandataires (trustees) — et, pour les coupons ultérieurs, jusqu'à concurrence de la contre-valeur intégrale (partielle seulement, dans certains cas) du montant nominal des coupons venus à échéance à une date ultérieure. Quant aux porteurs, d'autre part, qui ne sont pas qualifiés, en vertu de ces accords, pour toucher le montant nominal intégral de leurs coupons, le Gouvernement allemand leur a offert de liquider les soldes dus par un paiement en reichsmarks calculé au taux officiel de change de la Reichsbank, l'utilisation de ces reichsmarks étant régie par des principes semblables à ceux qui régissent l'utilisation des «registermarks». Les mandataires (trustees) de l'emprunt ne sont parties à aucun de ces accords de transfert, ils n'eurent aucune part dans leur exécution et ils les jugèrent incompatibles avec l'Obligation générale et les accords internationaux y relatifs.

Le 2 juillet 1934, les produits des revenus gagés, qui, jusqu'à cette date, avaient toujours été transférés dans un compte ouvert à la Reichsbank au nom des mandataires (trustees) ainsi qu'il est requis aux termes de l'Annexe XI de l'Accord de La Haye de janvier 1930, ont été bloqués à ce compte, à concurrence de 4.300.000 reichsmarks, représentant la contre-valeur approximative des devises nécessaires pour effectuer le versement du service payable le 16 juillet 1934. Ce montant reste bloqué au compte des mandataires (trustees) à la Reichsbank et il n'a pas été possible d'obtenir des autorités allemandes le consentement nécessaire pour en permettre la conversion en devises étrangères. Depuis le 16 juillet 1934, aucun des produits des revenus gagés n'a plus été versé au compte des mandataires (trustees).

La totalité des montants que les mandataires (trustees) ont reçus au fonds d'amortissement a été dépensée pour l'amortissement des obligations, effectué autant que possible par rachats sur le marché, ou, à défaut, par tirages, sauf dans le cas de la tranche américaine pour laquelle les rachats sur le marché pour le compte du fonds d'amortissement ont été arrêtés lorsque le Gouvernement allemand a fait connaître son intention de suspendre le service de l'emprunt à partir du 1^{er} juillet 1934. Un montant de 208.246,87 dollars, représentant le solde des montants alors disponibles au fonds d'amortissement, continue à être conservé en suspens.

Les mandataires (trustees) n'ont reçu, depuis le 1^{er} juillet 1934, aucune des sommes nécessaires sous forme de devises, pour assurer le service des tranches respectives de l'emprunt, et, pendant la dernière année complète de l'emprunt jusqu'au 15 octobre 1935, ils n'ont reçu que des sommes peu importantes concernant les intérêts des soldes en banque; ils ont progressivement réduit ces soldes, en procédant au paiement partiel ou au paiement intégral des coupons échus le 15 octobre 1934 ou à une date antérieure, ainsi qu'au règlement des frais.

Dans ces conditions, il n'a pas été jugé nécessaire, à l'heure actuelle, de préparer et de soumettre à la vérification des commissaires-vérificateurs un état des recettes et des paiements pour l'année de l'emprunt qui a pris fin le 15 octobre 1935. La contre-valeur en francs suisses des diverses monnaies affectées audit emprunt et déposées au nom des mandataires (trustees), à la date du 31 mars 1936, est indiquée à l'annexe VII.

c) EMPRUNT INTERNATIONAL 5 $\frac{1}{2}$ % 1930 DU GOUVERNEMENT ALLEMAND.*)

La Banque a été nommée mandataire (trustee) de l'Emprunt International 5 $\frac{1}{2}$ % 1930 du Gouvernement Allemand lorsque l'emprunt a été souscrit et, depuis cette date jusqu'au 1^{er} juillet 1933, les versements des montants nécessaires pour en assurer le service ont été faits au mandataire (trustee) dans les monnaies des tranches respectives de l'emprunt. Depuis le 1^{er} juillet 1933, le Gouvernement allemand n'a plus effectué de versements au fonds d'amortissement dans les monnaies des tranches respectives, mais il n'a pas interrompu les versements des montants dus pour les intérêts jusqu'au 1^{er} juillet 1934; à partir de cette date, aucun nouveau paiement n'a été fait au mandataire (trustee) dans les monnaies des tranches respectives, ni au titre des intérêts, ni au titre du fonds d'amortissement. Cependant, les versements pour le compte des coupons payables le 1^{er} juin 1933 et à une date ultérieure, ainsi que pour le compte du fonds d'amortissement, à partir du mois de mai 1933, ont été calculés sans qu'il ait été tenu compte de la clause de valeur-or contenue à l'Article VI de l'Obligation générale.

A la suite d'accords de transferts conclus entre le Gouvernement allemand et divers autres gouvernements, certains groupes de porteurs y spécifiés ont toutefois obtenu en paiement, dans la monnaie du pays de leur domicile, la contre-valeur de cinq sixièmes du montant nominal des coupons échus le 1^{er} décembre 1934 (un premier acompte d'un sixième ayant été payé sur les fonds dont disposait le mandataire [trustee]), et la contre-valeur intégrale (partielle seulement, dans certains cas) du

*) Les renseignements ayant trait aux circonstances dans lesquelles cet emprunt a été émis, à la manière dont il est garanti, aux monnaies des diverses tranches et à la mesure dans laquelle la clause de valeur-or contenue à l'Article VI de l'Obligation générale a été exécutée, sont indiqués aux pages 50 à 52 du quatrième Rapport annuel de la Banque. Les mesures prises par le mandataire (trustee) quand le Gouvernement allemand a suspendu, au mois de juillet 1934, suivant la procédure prévue à l'Obligation générale, le service de l'emprunt, sont décrites aux pages 77 et 78 du cinquième Rapport annuel de la Banque.

montant nominal des coupons venus à échéance à une date ultérieure. Quant aux porteurs qui ne sont pas qualifiés, en vertu d'aucun de ces accords, pour toucher le montant nominal intégral de leurs coupons, le gouvernement allemand leur a offert de liquider le solde dû par un paiement en reichsmarks calculé au taux officiel de change de la Reichsbank, l'utilisation de ces reichsmarks étant régie par des principes semblables à ceux qui régissent l'utilisation des «registermarks». Le mandataire (trustee) dudit emprunt n'est partie à aucun de ces accords de transfert, il n'a pris aucune part à leur exécution et il a fait savoir aux gouvernements principalement intéressés que les accords sont incompatibles avec l'Obligation générale et les traités internationaux y relatifs.

De précédents Rapports annuels ont mentionné qu'un procès avait été intenté à la Banque, en sa qualité de mandataire (trustee), devant un tribunal suisse par un porteur de l'une des tranches de l'emprunt, avec demande de dommages et intérêts en raison d'une répartition prétendue inéquitable des fonds fournis par le Gouvernement allemand pour le service de l'emprunt. Pendant le quatrième exercice financier de la Banque, comme on le sait, le Gouvernement allemand a omis de fournir des fonds suffisants, dans les monnaies des tranches respectives de l'emprunt, pour donner effet à la clause de valeur-or contenue à l'Article VI de l'Obligation générale, et les agents financiers de l'une des tranches de cet emprunt ont exprimé leur désapprobation quant aux méthodes adoptées par le mandataire (trustee) pour la répartition, entre les porteurs, des fonds effectivement disponibles. Selon ces agents financiers, le mandataire (trustee) n'aurait pas dû payer les coupons de toutes les tranches de l'emprunt sur la base de leurs montants nominaux respectifs, mais il aurait dû réunir en un seul compte les fonds disponibles et les diviser au prorata entre les porteurs, sur la base de la valeur-or. Le tribunal civil de première instance de Bâle a rendu un jugement en faveur du mandataire (trustee), et débouté le demandeur en le condamnant aux dépens. Le porteur a interjeté appel. La Cour d'Appel de Bâle a confirmé le jugement rendu en première instance et condamné aux dépens le porteur qui a maintenant porté le litige devant la Cour d'Appel Fédérale. Cette Cour entendra vraisemblablement les parties vers la fin du mois de mai 1936.

Le mandataire (trustee) n'a reçu depuis le 1^{er} juillet 1934 aucune des sommes, nécessaires sous forme de devises, pour assurer le service des tranches respectives de l'emprunt. Toutefois, le versement reçu le 15 juin 1934 a constitué le premier versement mensuel pour l'année de l'emprunt se terminant le 1^{er} juin 1935, et un état des recettes et des paiements pour cette année, certifié par les commissaires-vérificateurs, est joint au présent Rapport (annexes IVa et IVb).

De plus, la contre-valeur en francs suisses des divers fonds affectés audit emprunt et déposés au nom du mandataire (trustee), à la date du 31 mars 1936, est indiquée à l'annexe VII.

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

Pendant la période examinée, c'est-à-dire du 1^{er} avril 1935 au 31 mars 1936, la Banque, qui a agi comme mandataire (trustee) de l'Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930 depuis son émission, a régulièrement et ponctuellement reçu et distribué les versements mensuels requis pour le service de l'emprunt conformément aux termes de l'Obligation générale. Ces versements comprennent pour une part des montants destinés au fonds d'amortissement que le Gouvernement autrichien a pour habitude de remettre, autant que possible, au mandataire (trustee) sous forme de titres de l'emprunt délivrés pour être annulés. Le solde des versements est fourni en espèces et il est utilisé par le mandataire (trustee) à l'amortissement d'obligations par rachats sur le marché ou par tirages. Pendant l'année examinée, les opérations du fonds d'amortissement ont permis de retirer des obligations de la circulation, pour une valeur nominale totale équivalant à environ 5.162.000 francs suisses.

L'Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930 est garanti par les recettes brutes des douanes et du monopole des tabacs du Gouvernement autrichien. Lorsque l'emprunt fut émis, cette garantie prenait rang après la charge de priorité sur les mêmes revenus en faveur de l'Emprunt Garanti 1923—1943 du Gouvernement autrichien et de l'Emprunt tchécoslovaque de conversion. L'Emprunt Garanti 1923—1943 a maintenant été remboursé par le Gouvernement autrichien, de sorte que l'Emprunt de 1930 jouit d'un privilège de premier rang sur les revenus gagés, sous réserve seulement de la charge de priorité en faveur de l'Emprunt tchécoslovaque de conversion. Pendant la période examinée, c'est-à-dire du 1^{er} avril 1935 au 31 mars 1936, les revenus gagés ont produit au total 436.245.000 schillings autrichiens et le montant requis pour le service de l'Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930 s'est élevé à la contre-valeur de 33.357.000 schillings autrichiens.

Un état des recettes et des paiements, certifié par les commissaires-vérificateurs, pour la dernière année complète de l'emprunt ayant pris fin le 30 juin 1935, est joint au présent Rapport (annexes Va et Vb). En vue de montrer la situation lors de 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 ayant pris fin le 31 décembre 1935. De plus, la contre-valeur en francs suisses des fonds affectés audit emprunt et déposés, au nom du mandataire (trustee), à la date du 31 mars 1936, est indiquée à l'annexe VII.

*) Les renseignements ayant trait aux diverses monnaies dans lesquelles cet emprunt a été émis et à l'application de la clause-or contenue dans l'Obligation définitive des tranches américaine et autrichienne, sont indiqués aux pages 55 à 58 du quatrième Rapport annuel de la Banque.

e) AUTRES FONCTIONS D'AGENT.

La Banque est restée associée au règlement des questions financières impliquées par le rattachement à l'Allemagne du Territoire de la Sarre. Le Gouvernement allemand a accepté de racheter à la France les mines, chemins de fer, etc. de la Sarre pour une somme forfaitaire de 900 millions de francs français, étant entendu que le paiement serait effectué (a) par la remise à la Banque de France, pour le compte du Gouvernement français, de 95 % des francs français et autres moyens de paiements étrangers recueillis dans la Sarre en échange de reichsmarks; (b) par des livraisons gratuites de charbon, et (c) par le versement, effectué par le Gouvernement allemand aux parties intéressées, au nom du Gouvernement français, des sommes dues à divers titres par ce dernier dans le Territoire de la Sarre, par exemple, en compensation des dégâts de surface, indemnités et droits, etc.

Les monnaies recueillies dans la Sarre, en échange de reichsmarks, se sont élevées au total à 288,8 millions de francs français et ce montant a été versé au crédit d'un compte ouvert au nom de la Banque des Règlements Internationaux à la Banque de France. Conformément aux termes des accords qui y ont trait, 95 % de ce montant total, soit 274,4 millions de francs français, ont été mis à la disposition du Gouvernement français et, sur cette somme, le Gouvernement français a convenu de laisser un dépôt de 10 millions de francs français à la Banque jusqu'à l'expiration d'une période de cinq ans. Ce dépôt bénéficie du taux le plus élevé payé par la Banque sur des comptes en francs français, et il participe à la distribution des bénéfices de la Banque aux termes de l'Article 53, alinéa e) i) des statuts. Le solde de 5 %, soit 14,4 millions de francs français, a été versé au crédit d'un compte ouvert au nom de la Reichsbank dans les livres de la Banque des Règlements Internationaux, et il sera utilisé, d'accord avec un arbitre nommé par la Société des Nations, pour le service de certains emprunts extérieurs autorisés par l'ancienne Commission de Gouvernement du Territoire de la Sarre. A la date du 31 mars 1936, la contre-valeur de 10,3 millions de francs français a été prélevée pour le service de ces emprunts et le solde est resté déposé à la Banque des Règlements Internationaux.

Les montants dus par les importateurs français de charbon sarrois sont encaissés par la Banque de France pour le compte de la Banque des Règlements Internationaux; celle-ci les transmet au Gouvernement français après avoir ouvert un compte qui permet de suivre l'extinction progressive de la dette de 900 millions de francs français assumée par le Gouvernement allemand pour le rachat des mines, chemins de fer, etc. de la Sarre. A la date du 31 mars 1936, ce compte a été crédité de 274,4 millions de francs français provenant de la récupération, dans la Sarre, des francs français et autres moyens de paiement étrangers échangés contre des reichsmarks, et de 93 millions de francs français concernant les livraisons gratuites de

charbon, compensations pour dégâts de surface, taxes, etc., soit un total de 367,4 millions de francs français.

L'Accord franco-allemand a également prévu que le surplus des cautionnements et réserves des compagnies françaises d'assurances privées, qui avaient fait des opérations dans la Sarre, serait transféré à la Banque des Règlements Internationaux pour y rester pendant la durée maxima d'une année se terminant le 1^{er} mars 1936. Un montant de titres, d'une valeur nominale de 2.220.000 francs français, et 170.000 francs français en espèces avaient été confiés en dépôt à la Banque et ont été restitués aux compagnies d'assurances intéressées conformément aux termes de l'accord.

De plus, les Gouvernements français et allemand ont convenu de fournir les sommes devant servir à la capitalisation des pensions des fonctionnaires de nationalité française de la Sarre, et, à cet effet, un dépôt de 14,5 millions de francs français a été constitué à la Banque des Règlements Internationaux. Il n'a pas encore été fait de prélèvement sur ce compte à la date du 31 mars 1936.

Le Gouvernement autrichien, conjointement avec la Banque Nationale d'Autriche, a fait appel au concours de la Banque des Règlements Internationaux en janvier et en février 1936, en tant qu'intermédiaire pour le paiement des montants distribués aux termes d'un accord relatif à la liquidation des «Live Claims» de la Credit-Anstalt autrichienne. A cette occasion, la Banque a procédé à d'importantes opérations de change, et des sommes en diverses monnaies, équivalant à environ 55 millions de schillings autrichiens, ont été transférées à plus de 100 établissements bancaires, créanciers de la Credit-Anstalt.

La Commission de Gestion du Fonds Agraire (Fonds A) a décidé d'effectuer une première répartition d'environ 3.000.000 de couronnes-or à la suite de sentences rendues contre le Fonds par les tribunaux arbitraux mixtes. Les montants déboursés, à la date du 31 mars 1936, équivalaient, en diverses monnaies-or à environ 2.758.000 couronnes-or et la Banque a fourni, pour le compte du Fonds, les devises nécessaires.

VIII. DÉPÔTS ET PLACEMENTS; BÉNÉFICES NETS, RÉSERVES,
DIVIDENDES ET AUTRES RÉPARTITIONS DE BÉNÉFICES;
CHANGEMENTS DANS LE CONSEIL D'ADMINISTRATION
ET DANS LA DIRECTION DE LA BANQUE.

DÉPÔTS ET PLACEMENTS.

Le bilan de la Banque au 31 mars 1936, vérifié et certifié par les vérificateurs de la Banque, figure en Annexe II au présent Rapport. Son total de 660,8 millions de francs suisses est très légèrement supérieur à celui au 31 mars 1935, qui était de 659,8 millions. Toutefois, ces totaux de fin d'année ne peuvent pas être considérés comme donnant un reflet du développement réel des opérations de notre Institution au cours des années en question. En fait, au cours du dernier exercice, tous les services de la Banque ont enregistré une recrudescence d'activité notable par rapport à celle de l'année précédente.

A chacune des situations mensuelles publiées au cours de cette année, le total de nos ressources s'est presque constamment élevé à un niveau supérieur à 660 millions; il a même dépassé à un moment donné le chiffre de 700 millions de francs suisses, qu'il n'avait pas atteint au cours de l'exercice précédent.

Parmi les diverses catégories de dépôts, ceux des banques centrales pour compte propre enregistrent, à 139 millions de francs suisses, une augmentation de 7 millions de francs suisses par rapport à leur niveau à la fin de l'exercice précédent; de même, les dépôts bancaires en poids d'or montrent, à 19 millions, une augmentation de 8 millions environ. Les dépôts propres des banques centrales ont, au cours de l'exercice, presque constamment dépassé leur chiffre du début et se sont même élevés jusqu'à 160 millions. De son côté, le chiffre de nos comptes de dépôts-or à vue a enregistré une progression à peu près régulière qui l'a maintenu, pendant la plus grande partie de l'année, à plus de 20 millions et l'a porté, à un moment donné, jusqu'à presque 24 millions de francs suisses.

Signalons, à cet égard, que les dépôts de cette catégorie, dont le nombre a presque doublé, témoignent d'une assez grande mobilité. Il semble même qu'un certain nombre de leurs titulaires les considèrent maintenant, après une phase d'attente, comme de véritables comptes actifs destinés à leur procurer, le moment venu, les diverses devises dont ils ont besoin. Cette tendance a pu être observée d'ailleurs, soit à l'occasion de répartitions de fonds libellés en devises-or, soit à l'occasion des versements nécessités par le service d'emprunts libellés en diverses devises.

L'augmentation globale d'environ 15 millions des deux catégories de dépôts ci-dessus s'est trouvée à peu près compensée par des réductions de 11 millions des dépôts des banques centrales pour compte de tiers, et de 3 millions des dépôts d'autres déposants.

Au moment de la remise, à la Banque des Règlements Internationaux, des fonds destinés au règlement des Live Claims de l'«Oesterreichische Credit-Anstalt» — dont il est parlé dans le chapitre VII —, cette dernière catégorie de dépôts avait atteint un volume exceptionnel de 33 millions de francs suisses. D'autre part, la diminution des dépôts des banques centrales pour le compte de tiers ramène le volume de ces derniers à un chiffre auquel ils demeurent encore nettement supérieurs à leur niveau moyen de l'année précédente. Ce mouvement était au reste enregistré dès le deuxième mois de l'exercice en cours et provenait du dénouement partiel des opérations découlant des Accords de la Sarre, opérations que nous rappelons également au chapitre VII du présent Rapport.

A l'actif, la principale modification est constituée par l'augmentation sensible de notre encaisse en lingots d'or. Passant de 11 à 23 millions de francs suisses, ce poste fait apparaître, à l'heure actuelle, un excédent d'environ 5 millions de francs suisses sur nos engagements de même nature. L'existence de ce stock d'or propre est nécessitée par le développement relativement considérable, intervenu au cours de l'exercice, de nos opérations sur métal jaune et dont nous parlons plus loin. Nous avons obtenu, grâce à ce fonds de roulement, une certaine liberté de manœuvre indispensable à cet aspect de notre activité, en achetant et revendant pour notre propre compte de l'or pris sur ce stock; nous avons pu jouer de la sorte, dans une certaine mesure, un rôle de régulateur de mouvements d'or entre banques centrales et rendre, dans ce domaine, quelques services aux membres de notre organisation.

Les «Effets et Placements divers» ont également augmenté, au cours de l'exercice, d'environ 6 millions de francs suisses; cette progression, de même que celle de notre encaisse d'or métal, s'est trouvée compensée par une diminution de 19 millions dans nos divers postes d'actifs réalisables autres que l'encaisse-or.

En ce qui concerne notre liquidité, mentionnons que l'ensemble des dépôts à court terme et à vue en diverses devises et des dépôts-or à vue représentait, au 31 mars 1936, 26,2% du total du bilan, alors que les seuls actifs à vue, y compris l'encaisse-lingots, atteignaient 58,3% de ce total. La proportion qui en ressort est à peu près identique à celle que montrait l'examen des chiffres au 31 mars 1935.

La Banque a, d'autre part, maintenu en principe sa politique bien arrêtée de n'effectuer ses opérations de placement qu'avec ou par l'intermédiaire et sur la recommandation des banques centrales des divers marchés sur lesquels s'exerce notre activité. Cette méthode permet d'échapper pratiquement, dans une large mesure, au risque de crédit pour la majeure partie de nos placements. Nous avons également, d'autre part, continué à éviter de laisser se créer, dans les diverses devises, des positions de change autres que celles qui résultent normalement du mécanisme des paiements internationaux et qui, au surplus, ne revêtent jamais qu'une importance et une durée limitées. Pour parvenir à ce résultat, qui élimine, dans une mesure appréciable, tout risque de pertes de change, nous nous attachons à maintenir, dans

la plus forte proportion possible, un volume égal à nos avoirs et à nos engagements dans une devise déterminée, couvrant d'autre part une fraction importante de nos placements par des clauses-or. Le montant total de nos avoirs jouissant de cette garantie spéciale s'élevait, au 31 mars 1936, à environ 251 millions de francs suisses.

* * *

Le montant de l'or conservé sous dossier («*earmarked*») pour le compte des Institutions centrales ne figure pas au bilan de la Banque. La contre-valeur s'en élevait, le 31 mars 1936, à 268 millions de francs suisses; au 31 mars 1935, le chiffre correspondant était de 272 millions. Mais, là encore, la comparaison de ces deux chiffres ne reflète pas l'importance des transactions enregistrées au cours de l'exercice social écoulé. Le montant moyen de l'or détenu sous cette forme pendant cet exercice a été, en effet, supérieur en moyenne de 30% à celui de l'exercice précédent; le chiffre des dépôts de cette nature a même dépassé, à un moment déterminé, 300 millions de francs suisses, ce qui constitue le montant le plus élevé que nous ayons enregistré à cet égard. Ces dépôts, de même que les avoirs propres de la Banque en or métal, se trouvent répartis entre cinq ou six places différentes, et il se trouve fréquemment que cette distribution permet d'éviter le transport effectif du métal lorsque les banques centrales déposantes désirent faire passer leurs dépôts d'une place à une autre. Dans de telles circonstances, en effet, il est souvent possible d'éviter le transport matériel lorsque nous disposons d'un ordre de transport en sens inverse donné par une autre banque centrale, ce qui permet une compensation à concurrence du montant le plus faible. Si d'ailleurs nous n'avons pas été chargés ou si nous ne pouvons pas provoquer immédiatement un ordre de cette nature, le transport du métal peut, en tout ou en partie, se trouver évité en utilisant les réserves métalliques propres de la Banque qui effectue alors la compensation pour son compte propre.

A ce sujet, d'ailleurs, on peut dire que le développement de nos opérations sur or a présenté, en quelque sorte, un caractère logique. En effet, la disparition progressive de l'application du système de l'étalon de change-or et la réduction parallèle des réserves de devises des banques centrales ont amené ces dernières à effectuer, sous forme d'achats, de ventes et de transferts d'or sur les divers marchés, les interventions, soit volontaires, soit automatiques, que ces Institutions doivent pratiquer en vue de la défense de leur change ou de la régularisation de leur marché monétaire.

La Banque des Règlements Internationaux était, autrefois, le centre de la gestion d'un certain volume de ces réserves de devises et des interventions opérées à l'aide de ces dernières. C'est donc tout naturellement qu'elle s'est trouvée amenée à pratiquer, sur or, les opérations dont les banques centrales la chargeaient auparavant en devises.

La multiplicité des ordres sur métal jaune dont l'exécution nous a ainsi été confiée nous a mis à même de trouver plus facilement les contre-parties recherchées par nos correspondants. Les avantages plus importants que nous pouvions, dès lors, leur réserver les ont incités à recourir davantage à notre intermédiaire, ce qui nous a permis, à notre tour, d'envisager un octroi plus régulier et plus libéral de nos facilités.

* * *

Nous passons en revue, au chapitre VII du présent Rapport, les diverses opérations que la Banque des Règlements Internationaux s'est trouvée à même d'exécuter, tant en raison de fonctions de mandataire (trustee) et d'agent fiscal d'emprunts internationaux de Gouvernements qu'à l'occasion d'autres règlements spéciaux (Live Claims de la Credit-Anstalt autrichienne, réception et distribution de fonds au titre de l'exécution des Accords de la Sarre, opérations de répartitions diverses, etc.). Au cours de son sixième exercice, la Banque a également effectué un certain nombre d'autres transactions qui ne relèvent pas de la simple gestion de ses actifs et de ses passifs.

Dans le domaine des transactions postales internationales, nous continuons d'assurer, avec régularité, les paiements pour un certain nombre d'administrations postales. Ces opérations sont effectuées suivant les principes que nous avons décrits dans notre précédent Rapport, c'est-à-dire par transferts entre comptes ouverts dans nos livres au nom des banques centrales pour compte de ces administrations.

Les négociations, signalées dans notre précédent Rapport, avec diverses Institutions internationales en vue de permettre à la Banque des Règlements Internationaux d'assurer leur service de caisse ou de faire, en quelque sorte, office de leur banquier, principalement en vue de la conservation de leurs réserves, ont toutes heureusement abouti. Là encore, nous avons pu enregistrer un accroissement sensible du nombre de nos clients. Notre activité s'étend aussi maintenant à plusieurs institutions centrales d'outre-Atlantique et nous espérons amener d'autres banques à bénéficier de nos facilités.

Signalons, enfin, que le volume des opérations de change effectuées pour compte de tiers, à la suite de transactions sur or ou autrement, s'est également notablement accru.

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 charges éventuelles, s'élèvent à 9.193.671 francs suisses, le franc suisse étant calculé au pair monétaire. Par rapport aux bénéfices du cinquième exercice social, soit 13.046.008,66 francs suisses, le bénéfice net du sixième exercice fait ressortir une diminution due à ce que le Conseil, en raison de la situation générale, a estimé devoir augmenter les provisions pour charges éventuelles. Dans le bilan au 31 mars 1936, toutes les monnaies sont évaluées au cours le plus bas coté sur le marché à cette date, ou au-dessous de ce taux; tous les actifs sont évalués aux cours du marché ou au-dessous de ces cours, s'il y a cotation, et à leur valeur d'achat ou au-dessous de cette valeur, dans le cas contraire. Pendant le sixième exercice, la Banque n'a enregistré aucune perte ou gain exceptionnel de change, ni sur les monnaies dépréciées, ni de toute autre manière.

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 459.683,55 francs suisses (652.300,43 francs suisses en 1935), il est proposé à l'Assemblée Générale de fixer le dividende à 6% l'an pour le sixième exercice social. Le paiement de ce dividende nécessite un prélèvement de 7.500.000 francs suisses (7.500.000 francs suisses en 1935). Les bénéfices nets encore disponibles après la distribution de ce dividende, si elle est votée, s'élèvent à 1.233.987,45 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, prévu par les Statuts, la somme de 246.797,49 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 (978.741,65 francs suisses en 1935).

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 493.594,98 francs suisses (1.957.483,29 francs suisses en 1935). Le total de la Réserve légale, de la Réserve de dividendes et de la Réserve générale, s'élèverait dès lors, à la fin du sixième exercice, à 22.059.148,36 francs suisses.

Le même article des Statuts règle la répartition du solde final, soit 493.594,98 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 des pays suivants ont effectué des dépôts qui ont droit — en raison de la durée minimum prévue pour ces dépôts — à participer à la répartition du solde des bénéfices, soit 493.594,98 francs suisses (1.957.483,29 francs suisses en 1935), pour les montants ci-après:

	1935/36	1934/35
Dépôts du Compte de Trust des Annuités prévus à l'Article IV (e) du Contrat de Mandat (Trust):		
		Francs suisses au pair
France	140.409,56	559.890,11
Grande-Bretagne	54.868,85	218.792,26
Italie	28.659,75	114.282,18
Belgique	15.503,61	61.821,41
Roumanie	2.708,62	10.800,75
Yougoslavie	11.273,01	44.951,68
Grèce	928,67	3.703,11
Portugal	1.779,95	7.097,63
Japon	1.779,95	7.097,63
Pologne	51,59	205,73
	<u>257.963,56</u>	<u>1.028.642,49</u>
Dépôt sans intérêt du Gouvernement allemand prévu à l'Article IX du Contrat de Mandat (Trust)	128.981,78	514.321,24
Dépôt du Gouvernement français (Sarre)	3.385,71	1.090,22
Fonds de Garantie du Gouvernement français prévu à l'Article XIII du Contrat de Mandat (Trust)	<u>103.263,93</u>	<u>413.429,34</u>
	<u>493.594,98</u>	<u>1.957.483,29</u>

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

CHANGEMENTS DANS LE CONSEIL D'ADMINISTRATION ET DANS LA DIRECTION
DE LA BANQUE.

Le Conseil d'Administration a eu le très vif regret de voir partir, au cours de l'exercice social, ses deux membres américains: M. Gates W. McGarragh et M. Leon Fraser. Tous deux avaient fait partie du Conseil depuis la création de la Banque; ils sont maintenant retournés l'un et l'autre aux Etats-Unis, après avoir séjourné plusieurs années en Europe. M. McGarragh et M. Fraser ont grandement contribué à l'organisation de la Banque et à ses premiers développements. Ils ont été tous deux Présidents de la Banque; M. McGarragh l'a été pendant trois années avec M. Fraser

comme Suppléant, et M. Fraser lui succéda ensuite pour deux années. La Banque a contracté envers eux une dette de reconnaissance pour les grands services qu'ils lui ont rendus, et leurs amis, appréciant leurs très hautes qualités personnelles, sont heureux de pouvoir maintenir avec eux un contact aussi étroit que le permet leur éloignement.

Parmi les membres suppléants du Conseil, M. Paul van Zeeland, appelé aux hautes fonctions de Premier Ministre de son pays, a donné sa démission au mois de mai 1935, et a été remplacé par M. Albert Goffin. M. H. A. Siepmann, chargé de nouvelles fonctions à la Banque d'Angleterre, a donné sa démission au mois de janvier 1936, et M. Cameron Cobbold a été désigné pour le remplacer. M. van Zeeland et M. Siepmann ont participé aux travaux préparatoires de Baden-Baden et ils ont donc été étroitement associés à l'œuvre de la Banque depuis ses tout premiers débuts. M. Hülse a rempli les fonctions de suppléant du Dr. Schacht à plusieurs séances du Conseil, et la Banque a été heureuse de revoir ainsi, à Bâle, son ancien Directeur Général Adjoint. Un changement prochain se produira dans la Direction de la Banque, M. R. H. Porters ayant donné sa démission pour prendre un nouveau poste; la Banque regrette de perdre ce collaborateur qui lui a rendu les plus grands services par sa connaissance des conditions bancaires d'un grand nombre de pays.

Enfin, la Banque a été éprouvée par la mort d'un des anciens membres de son Conseil d'Administration, M. Emile Francqui, Ministre d'Etat. M. Francqui n'a pas été seulement un grand serviteur de son pays, il a été également une personnalité marquante dans le domaine de la coopération internationale. L'un des premiers, il a soutenu le projet de création d'une banque internationale et il a, dès le début, mis sa grande expérience à la disposition de la Banque, à laquelle il a, pendant un grand nombre d'années, apporté, en qualité de membre du Conseil, un concours éminent. La Banque des Règlements Internationaux conservera toujours le plus grand respect pour sa mémoire.

IX. CONCLUSION.

De grandes difficultés et des déceptions nombreuses ont marqué le cours de l'année passée, mais certains symptômes plus encourageants peuvent cependant être relevés: les changes ont connu une stabilité plus grande qu'à aucun moment depuis 1931; le commerce international a paru témoigner d'une reprise d'activité et les prix des produits de base, qui étaient tombés à des niveaux jusqu'alors inconnus, ont bénéficié d'une nouvelle hausse sous l'action d'un réveil des demandes.

La dépression économique avec laquelle nous nous sommes trouvés aux prises pendant ces sept dernières années a fait surgir de difficiles problèmes, particulièrement en ce qui concerne le chômage, mais elle a également contribué à en résoudre d'autres, qui éveillaient, il y a peu d'années encore, de graves inquiétudes. L'endettement international à long et à court terme a été fortement réduit; les taux d'intérêt, à part quelques exceptions temporaires, sont plus bas qu'ils ne l'ont été depuis la guerre; enfin, la production de l'or s'est accrue à un tel point qu'il n'y a plus lieu de redouter sa rareté et qu'on peut, tout au contraire, envisager une abondance de métal qui, par son ampleur et ses répercussions possibles, devra soigneusement être examinée et suivie.

D'un point de vue technique, la situation permet d'entrevoir des temps meilleurs. Mais ces espoirs se réaliseront-ils? Nous savons tous que des considérations d'ordre purement économique et financier ne sont pas, à elles seules, décisives, et que le développement économique se trouvera dans une très large mesure influencé par l'évolution politique. Presque tous les pays augmentent leurs dépenses: les uns acceptent d'en supporter immédiatement la charge et accroissent le poids des impôts; les autres ont recours à l'emprunt pour couvrir des dépenses en augmentation, et le poids d'une dette plus lourde hypothèque alors l'avenir, constituant une menace éventuelle pour le marché des capitaux comme pour le marché monétaire. Ce sont en grande partie les armements qui provoquent l'accroissement des dépenses; leur raison d'être résulte de la tension qui pèse si lourdement sur l'esprit des peuples. Le défaut d'harmonie internationale risque de retarder l'amélioration des conditions économiques qu'il serait raisonnable d'espérer en d'autres circonstances. Si épineux que soient certains problèmes économiques et financiers, leur solution pourrait être trouvée, mais elle a pour condition préalable une meilleure volonté d'entente entre les nations. Il faut bien se pénétrer de ce fait: le mécanisme technique, dont la Banque des Règlements Internationaux est un des rouages, ne pourra pas fournir la totalité des services que l'on est en droit d'en attendre, aussi longtemps que la tension politique créera une atmosphère destructrice de tout réel progrès dans le sens d'une amélioration de la situation monétaire et économique du monde.

L. J. A. TRIP
Président.

ANNEXES

BANQUES CENTRALES ET AUTRES INSTITUTIONS BANCAIRES POSSÉDANT LES DROITS DE REPRÉSENTATION ET DE VOTE A L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DE LA BANQUE

«La propriété d'une action de la Banque ne comporte aucun droit de vote ni de représentation aux Assemblées Générales. Les droits de représentation et de vote sont exercés, en proportion du nombre des actions souscrites dans chaque pays, par la banque centrale de ce pays ou par la personne désignée par elle. Si la banque centrale d'un pays quelconque ne désire pas exercer ces droits, ils peuvent l'être par un établissement financier de réputation largement reconnue et de même nationalité, désigné par le Conseil, et contre lequel la banque centrale du pays en question n'aura pas soulevé d'objections. Dans le cas où il n'existe pas de banque centrale, ces droits peuvent être exercés, si le Conseil le juge opportun, par un établissement financier qualifié du pays en question choisi par le Conseil.» (Article 15 des Statuts de la Banque).

I N S T I T U T I O N S	Nombre de votes	Date d'acquisition des droits de représen- tation et de vote
Banque d'Angleterre, Londres	16.000	20 Mai 1930
» » »	3.772 (a)	31 Mai 1932
Banque Nationale de Belgique, Bruxelles	16.000	20 Mai 1930
» » » » »	3.772 (a)	31 Mai 1932
Banque de France, Paris	16.000	20 Mai 1930
» » » » »	3.772 (a)	31 Mai 1932
Banque d'Italie, Rome	16.000	20 Mai 1930
» » »	3.772 (a)	31 Mai 1932
Reichsbank, Berlin	16.000	20 Mai 1930
» »	3.772 (a)	31 Mai 1932
Banque Industrielle du Japon, Tokio	16.000	20 Mai 1930
» » » » »	3.770 (a)	31 Mai 1932
The First National Bank of New York, New York	16.000	20 Mai 1930
» » » » » » » » »	3.770 (a)	31 Mai 1932
De Nederlandsche Bank, N. V., Amsterdam	4.000	20 Mai 1930
Banque Nationale Suisse, Zurich	4.000	20 Mai 1930
Sveriges Riksbank, Stockholm	4.000	20 Mai 1930
Banque de Dantzig, Dantzig	4.000	25 Juin 1930
Banque de Finlande, Helsingfors	4.000	25 Juin 1930
Banque de Grèce, Athènes	4.000	25 Juin 1930
Banque Nationale d'Autriche, Vienne	4.000	25 Juin 1930
Banque Nationale de Bulgarie, Sofia	4.000	25 Juin 1930
Banque Nationale du Danemark, Copenhague	4.000	25 Juin 1930
Banque Nationale de Roumanie, Bucarest	4.000	25 Juin 1930
Bank Polski, Varsovie	4.000	25 Juin 1930
Magyar Nemzeti Bank, Budapest	4.000	25 Juin 1930
Narodni Banka Ceskoslovenska, Prague	4.000	25 Juin 1930
Eesti Pank, Tallinn	100	31 Oct. 1930
Latvijas Banka, Riga	500	30 Déc. 1930
Lietuvos Bankas, Kaunas	500	31 Mars 1931
Banque Nationale d'Albanie, Rome	500	30 Avril 1931
Norges Bank, Oslo	4.000	30 Mai 1931
Banque Nationale du Royaume de Yougoslavie, Belgrade	4.000	28 Juin 1931
	200.000	

(a) Représentant les actions réservées pour être éventuellement transférées à une date ultérieure aux banques centrales d'autres pays.

(b) «Le capital autorisé de la Banque . . . est divisé en 200.000 actions, chacune d'égale valeur-or nominale.» (Statuts de la Banque, Article 5).

BILAN AU

(EN FRANCS SUISSES)

ACTIF			
			%
I. OR EN LINGOTS		24.197.930,37	3,7
II. ENCAISSE			
A la Banque et en compte courant dans d'autres Banques		9.601.338,86	1,4
III. FONDS A VUE placés à intérêts		12.960.221,65	2,0
IV. PORTEFEUILLE RÉESCOMPTABLE			
1. Effets de commerce et acceptations de Banque	150.250.355,81		22,7
2. Bons du Trésor	188.278.604,66		28,5
V. FONDS A TERME placés à intérêts		338.528.960,47	
A 3 mois d'échéance au maximum		36.032.633,33	5,5
VI. EFFETS ET PLACEMENTS DIVERS			
1. Bons du Trésor	100.005.765,24		15,1
2. Effets de Chemins de fer et de l'Adminis- tration des Postes, et placements divers	126.837.819,84		19,2
VII. AUTRES ACTIFS		226.843.585,08	
1. Garantie reçue de Banques Centrales sur effets cédés	6.235.386,67		0,9
2. Autres postes	6.383.198,83		1,0
		12.618.585,50	
<p>NOTE — 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 les monnaies initiales des dépôts, soit dans des monnaies libres de toutes restrictions de change. Parmi les engagements à long terme, le Dépôt du Gouvernement français (Sarre) (Article III, 3) est couvert de façon semblable, tandis que le Fonds de garantie du Gouvernement français (Article III, 4) a, comme contre-partie à l'actif, des sommes disponibles, conformément à l'Article XIII du Contrat de Mandat (Trust), en monnaies libres et reposant sur l'étalon-or ou de change-or. Les autres engagements à long terme (Article III, 1 et 2), qui figurent dans nos livres en monnaie soumise à des restrictions (bien qu'il ne soit pas impossible, que pour l'article III, 1, la prétention soit émise de réclamer le remboursement sur une base différente), sont couverts par des avoirs dans la même monnaie, la valeur-or d'une très grande partie de ces avoirs étant expressément garantie.</p> <p>Le Capital, les Réserves et le Surplus sont représentés, en partie, par des avoirs en monnaies libres, mais principalement par des avoirs placés dans des pays où des restrictions de change, en vigueur à l'heure actuelle, ne permettent pas de convertir librement ces monnaies en or ou en d'autres monnaies; toutefois, une importante proportion desdits avoirs est couverte par des contrats spéciaux garantissant leur valeur-or et, dans un cas donné, permettant spécifiquement leur transfert. En outre, aux termes de l'Article X 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>		660.783.255,26	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 30 Avril 1936.

31 MARS 1936

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,—	18,9
II. RÉSERVES			
1. Fonds de Réserve Légale	3.324.345,55		
2. Fonds de Réserve de Dividendes	5.844.908,94		
3. Fonds de Réserve Générale	11.689.817,85	20.859.072,34	3,2
III. ENGAGEMENTS A LONG TERME			
1. Dépôts au Compte de Trust des Annuités	154.340.000,—		23,4
2. Dépôt du Gouvernement allemand	77.170.000,—		11,7
3. Dépôt du Gouvernement français (Sarre)	2.030.500,—		0,3
4. Fonds de garantie du Gouvernement français	61.930.084,72		9,4
		295.470.584,72	
IV. DÉPÔTS A COURT TERME ET A VUE (en monnaies diverses)			
1. Banques Centrales pour leur compte:			
a) A 3 mois au maximum	113.277.046,41		17,1
b) A vue	26.019.716,10		3,9
		139.296.762,51	
2. Banques Centrales pour le compte d'autres déposants:			
a) A 3 mois au maximum	2.984.831,20		0,5
b) A vue	11.334.223,40		1,7
		14.319.054,60	
3. Autres déposants:			
a) A 3 mois au maximum	83.355,—		0,0
b) A vue	812.526,73		0,1
		895.881,73	
V. DÉPÔTS A VUE (Or)		19.087.670,06	2,9
VI. DIVERS			
1. Garantie donnée sur effets de commerce cédés	6.278.346,51		0,9
2. Autres postes	30.382.211,79		4,6
		36.660.558,30	
VII. SURPLUS			
Bénéfice pour l'exercice social ayant pris fin le 31 mars 1936		9.193.671,—	1,4
		660.783.255,26	100,0

la Banque, pour l'exercice social ayant pris fin le 31 mars 1936. Nous déclarons que nous avons le bilan ci-dessus et la Note qui l'accompagne sont établis de manière à donner une vue exacte pour la contre-valeur des diverses monnaies utilisées, pour autant que cette situation ressort de été donnés.

PRICE, WATERHOUSE & Co.
Chartered Accountants.

COMPTE DE PROFITS ET PERTES

pour l'exercice social ayant pris fin le 31 Mars 1936

	<u>Francs suisses au pair monétaire</u>
Revenu net provenant de l'utilisation du capital de la Banque et des dépôts qui lui ont été confiés, après déduction de la provision nécessaire pour charges éventuelles	11.877.733,88
Commissions de la Banque:	
En qualité de Mandataire (Trustee) (ou Agent Fiscal des Trustees) d'Emprunts Internationaux	274.225,91
En raison de crédits spéciaux	30.457,50
Droits de transfert	<u>645,40</u>
	12.183.062,69
Frais d'administration:	
Conseil d'Administration — indemnités et frais de voyage	305.696,56
Direction et personnel — traitements et frais de voyage	2.164.931,67
Loyer, assurance, chauffage, éclairage et eau	184.940,39
Fournitures de bureau, livres, périodiques	85.228,38
Téléphone, télégraphe et frais postaux	67.702,12
Rémunérations d'experts (Commissaires-Vérificateurs, interprètes, etc.)	31.822,88
Imposition cantonale	50.214,50
Droits d'abonnement sur l'émission française des actions de la Banque	50.000,04
Divers	<u>48.855,15</u>
	<u>2.989.391,69</u>
BÉNÉFICE NET	<u>9.193.671,—</u>

COMPTÉ D'AFFECTATION DU BÉNÉFICE NET

	Francs suisses au pair monétaire
BÉNÉFICE NET pour l'exercice social ayant pris fin le 31 mars 1936	9.193.671,—
Réparti conformément à l'Article 53 a), b), c) et d) des Statuts, de la façon suivante :	
Au Fonds de Réserve Légale — 5 % de 9.193.671,—	459.683,55
	<u>8.733.987,45</u>
Dividende au taux de 6 % par an sur le capital versé	7.500.000,—
	<u>1.233.987,45</u>
Au Fonds de Réserve de Dividendes — 20 % de 1.233.987,45	246.797,49
	<u>987.189,96</u>
Au Fonds de Réserve Générale — 50 % de 987.189,96	493.594,98
Solde	<u>493.594,98</u>

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

	Francs suisses au pair monétaire
Dépôts au Compte de Trust des Annuités prévus à l'Article IV e) du Contrat de Mandat (Trust)	
France	140.409,56
Grande-Bretagne	54.868,85
Italie	28.659,75
Belgique	15.503,61
Roumanie	2.708,62
Yougoslavie	11.273,01
Grèce	928,67
Portugal	1.779,95
Japon	1.779,95
Pologne	51,59
	<u>257.963,56</u>
Dépôt sans intérêt du Gouvernement allemand prévu à l'Article IX du Contrat de Mandat (Trust)	128.981,78
Dépôt du Gouvernement français (Sarre)	3.385,71
Fonds de Garantie du Gouvernement français prévu à l'Article XIII du Contrat de Mandat (Trust)	103.263,93
	<u>493.594,98</u>

TRUSTEE DE L'EMPRUNT INTERNATIONAL

État des Recettes et des Paiements pour la cinquième

Recettes

	Tranche allemande Reichsmarks	Tranche américaine Dollars
1. FONDS DISPONIBLES au 2 juin 1934	717.708,94	1.200.487,24
2. REÇU DU GOUVERNEMENT ALLEMAND pour:		
le service des intérêts	156.310,90	418.484,—
les ajustements intervenus entre les Agents Financiers relativement aux coupons payés en d'autres monnaies que celle de l'émission	188.625,78	— 39.549,07
l'amortissement des obligations	—	—
les frais	910,58	1.089,20
3. INTÉRÊTS PERÇUS sur les fonds employés en attendant leur utilisation pour le service de l'emprunt	872,42	504,62
4. CONVERSIONS DE DEVISES (NET) — pour ajustements relatifs aux coupons payés en d'autres monnaies que celle de l'émis- sion et pour couverture des frais généraux	320.356,35	— 102.287,91
	1.384.784,97	1.478.728,08

Paiements

1. INTÉRÊTS		
Coupons échus	835.125,74	1.529.461,48
Ajustements nécessités entre les Agents Financiers relativement aux coupons payés en d'autres monnaies que celle de l'émission . . .	509.602,50	— 125.784,98
2. FRAIS		
Commission et frais des Agents Financiers	3.359,92	8.701,05
Commission du Mandataire (Trustee)	—	—
3. FONDS DISPONIBLES au 1 ^{er} juin 1935, détenus aux fins indi- quées à l'Annexe IV b	36.696,81	66.350,53
	1.384.784,97	1.478.728,08

NOTE — Le Gouvernement allemand n'a fourni au Mandataire (Trustee), dans les monnaies des tranches respectives versements dus pour le service des intérêts depuis le 1^{er} juillet 1934; en conséquence, le Mandataire (Trustee) n'a pour le service des intérêts. De plus, suivant la procédure adoptée par lui en mai 1933, le Gouvernement allemand fonds au Mandataire (Trustee).

En ce qui concerne les autres versements, dus depuis le 1^{er} juillet 1933 relativement au fonds d'amortissement, et des tranches respectives, la contre-valeur en reichsmarks de ces monnaies a été versée à des comptes spéciaux à

Pour obtenir l'exécution des engagements pris par le Gouvernement allemand aux termes de l'Obligation qui couvre seulement les deux tiers du service de l'emprunt.

Tenant compte de toutes les dispositions de l'Obligation Générale, des obligations définitives respectives, ainsi des coupons appartenant à toutes les tranches, venus à échéance le 1^{er} juin 1933, le 1^{er} décembre 1933 et le

En ce qui concerne le coupon venu à échéance le 1^{er} décembre 1934, certains accords de transfert et de clearing, ments des Pays dans lesquels l'emprunt a été émis, à l'exception des Etats-Unis d'Amérique; ces différents accords leurs coupons payables le 1^{er} décembre 1934. Des accords semblables ont également prévu le paiement, aux aux porteurs qui ne bénéficient pas de ces accords, le Gouvernement allemand a offert de liquider les cinq nominal des coupons payables le 1^{er} juin 1935, au moyen d'un paiement en «registermarks» calculé au taux officiel mentionnés au second alinéa de la présente note, la contre-valeur de tous les paiements qu'il a effectués en

Certains porteurs prétendent que le montant global des fonds disponibles pour les coupons venus à échéance le «valeur-or», mais le tribunal civil de première instance de Bâle a débouté les demandeurs; ceux-ci ont alors

CERTIFICAT DES

Nous avons vérifié les livres et les comptes du Mandataire (Trustee) de l'Emprunt International 5¹/₂ % et nous certifions que l'État des Recettes et des Paiements ci-dessus est conforme à ces livres et période précitée. Nous avons aussi vérifié le montant des fonds disponibles au 1^{er} juin 1935, au

BÂLE, le 15 Octobre 1935.

5 1/2% 1930 DU GOUVERNEMENT ALLEMAND

année de l'Emprunt (du 2 Juin 1934 au 1^{er} Juin 1935)

Tranche belge Belgas	Tranche française Francs français	Tranche anglaise Sterling	Tranche hollandaise Florins	Tranche italienne Lires	Tranche suédoise Cour. suédoises	Tranche suisse Francs suisses
915.961,91	66.930.542,23	306,065. 1. 9	1.086.695,12	2.902.807,67	3.787.994,84	2.423.865,13
149.583,50	10.857.774,60	51,215.10.10	309.913,10	476.222,10	469.727,50	393.369,20
— 14.249,08	— 631.139,70	— 4,349. 7. 4	3.071,46	— 10.587,50	— 126.472,50	194.372,25
—	—	—	—	—	—	—
388,26	42.363,10	134. 7. 3	889,16	1.917,05	1.015,52	14.600,34
1,98	87.592,90	160.12.11	3.273,20	1.179,35	25,71	2.368,90
— 9.648,56	— 363.033,37	1.706.12. 5	— 207.122,48	8.979,60	— 134.172,64	509.005,73
1.042.038,01	76.924.099,76	354.932.17.10	1.196.719,56	3.380.518,27	3.998.118,43	3.537.581,55

1.045.813,92	76.009.917,—	352,232. 6. 2	1.392.897,35	3.326.841,32	2.177.233,38	2.766.916,09
— 18.235,57	— 620.007,56	— 807.17. 3	— 242.238,24	10.525,43	— 196.077,25	570.363,94
2.906,88	291.514,28	884.19. 1	4.975,29	14.716,63	6.560,03	9.554,08
—	—	—	—	—	—	153.661,44
11.552,78	1.242.676,04	2,623. 9.10	41.085,16	28.434,89	2.010.402,27	37.086,—
1.042.038,01	76.924.099,76	354.932.17.10	1.196.719,56	3.380.518,27	3.998.118,43	3.537.581,55

de l'emprunt, (1) aucun des versements dus au fonds d'amortissement depuis le 1^{er} juillet 1933 et (2) aucun des reçu, dans les monnaies des tranches respectives, pendant la cinquième année de l'emprunt, qu'un seul versement a continué d'ignorer la clause de «valeur-or» (Article VI) contenue dans l'Obligation Générale, lorsqu'il a remis des

depuis le 1^{er} juillet 1934 relativement aux intérêts, que le Gouvernement allemand n'a pas fournis dans les monnaies la Reichsbank, sans qu'il ait été tenu compte de la clause de «valeur-or», Générale, il a été pratiquement impossible de recourir à la garantie collatérale qui est constituée en reichsmarks et

que des coupons y attachés, le Mandataire (Trustee) a utilisé les fonds disponibles au paiement du montant nominal 1^{er} juin 1934, mais il n'a pu payer qu'un sixième de la valeur nominale du coupon venu à échéance le 1^{er} décembre 1934. auxquels le Mandataire (Trustee) n'a pas été partie, ont été conclus entre le Gouvernement allemand et les Gouvernements assurés aux porteurs remplissant les conditions y spécifiées le paiement intégral des montants nominaux de porteurs d'obligations remplissant les conditions y spécifiées, des coupons venus à échéance le 1^{er} juin 1935. Quant sixièmes restant dus sur le montant nominal des coupons payables le 1^{er} décembre 1934 et la totalité du montant de change de la Reichsbank. Le Gouvernement allemand a retiré des comptes spéciaux libellés en reichsmarks, exécution de ces arrangements.

1^{er} décembre 1933 et ultérieurement aurait dû être réparti pari passu entre tous les porteurs, sur la base de la interjeté appel contre la décision dudit tribunal.

COMMISSAIRES-VÉRIFICATEURS

1930 du Gouvernement Allemand, pour la cinquième année de l'emprunt ayant pris fin le 1^{er} juin 1935, comptes et qu'il reproduit correctement, avec la Note qui l'accompagne, les transactions de la moyen de déclarations fournies par les dépositaires.

PRICE, WATERHOUSE & Co.
Chartered Accountants.

TRUSTEE DE L'EMPRUNT INTERNATIONAL

État indiquant les Fonds entre les

	Tranche allemande Reichsmarks	Tranche américaine Dollars
Les fonds disponibles au 1 ^{er} juin 1935 étaient détenus pour :		
1. les coupons échus non encore présentés	20.501,76	52.796,17
2. les frais encourus au 1 ^{er} juin 1935 mais non liquidés à cette date	53,28	1.246,98
3. les ajustements nécessaires entre les Agents Financiers relativement aux coupons payés en d'autres monnaies que celle de l'émission	— 608,58	66,10
Fonds détenus pour la liquidation des engagements existants et futurs	19.946,46	54.109,25
4. le compte d'amortissement des obligations	77,62	25,75
5. les autres fonds disponibles	16.672,73	12.215,53
Total des fonds disponibles d'après l'État des Recettes et des Paie ments — Annexe IV a	36.696,81	66.350,53

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 quatre premières années de l'emprunt	1.895.800	6.944.400
2. la cinquième année de l'emprunt	—	—
Valeur nominale des obligations non amorties au 1 ^{er} juin 1935 . .	34.104.200	91.305.600

5 1/2 % 1930 DU GOUVERNEMENT ALLEMAND

mains des Dépositaires au 1^{er} Juin 1935

Tranche belge Belgas	Tranche française Francs français	Tranche anglaise Sterling	Tranche hollandaise Florins	Tranche italienne Lires	Tranche suédoise Cour. suédoises	Tranche suisse Francs suisses
7.956,66	542.768,52	753.10.—	20.509,62	18.253,82	1.995.350,53	17.291,99
19,94	2.602,70	5. 5. 9	53,21	69,07	4.988,52	43,23
42,28	— 12.240,75	134. 6.10	109,58	—	—	762,26
8.018,88	533.130,47	893. 2. 7	20.672,41	18.322,89	2.000.339,05	18.097,48
37,95	245,40	28.15. 5	4,78	26,62	81,61	1,—
3.495,95	709.300,17	1.701.11.10	20.407,97	10.085,38	9.981,61	18.987,52
11.552,78	1.242.676,04	2.623. 9.10	41.085,16	28.434,89	2.010.402,27	37.086,—

non amorties au 1^{er} Juin 1935

35.000.000	2.515.000.000	12.000.000	73.000.000	110.000.000	110.000.000	92.000.000
2.363.600	146.031.000	825.700	5.382.600	6.097.000	7.514.000	6.174.000
—	—	—	—	—	—	—
32.636.400	2.368.969.000	11.174.300	67.617.400	103.903.000	102.486.000	85.826.000

TRUSTEE DE L'EMPRUNT INTERNATIONAL DE

État des Recettes et des Paiements pour la cinquième

Recettes

	Tranche américaine Dollars	Tranches anglaise et hollandaise Sterling
1. SOLDES EN BANQUE au 1 ^{er} juillet 1934	837.904,05	115,675.14. 2
2. REÇU DU GOUVERNEMENT AUTRICHIEN pour: le service des intérêts:		
espèces	1.543.923,64	217,874. 2. 1
intérêts courus sur les obligations remises par le Gouver- nement autrichien pour annulation (voir ci-dessous)	9.191,15	1,184. 5. 3
l'amortissement des obligations:		
espèces	1.734,14	472.19. 1
obligations remises par le Gouvernement autrichien pour annulation (voir ci-dessous)	542.773,86	75,113.—.11
les frais	3.852,—	1,003. 8. 4
3. INTÉRÊTS PERÇUS sur les fonds employés en attendant leur utilisation pour le service de l'emprunt	1.135,25	307. 7. 2
	2.940.514,09	411,630.17.—

Paiements

1. INTÉRÊTS		
Coupons échus et intérêts courus sur les obligations rache- tées pour le fonds d'amortissement	1.572.109,12	221,823.14. 8
Intérêts courus sur les obligations remises par le Gouverne- ment autrichien (voir ci-dessus)	9.191,15	1,184. 5. 3
2. AMORTISSEMENT		
Obligations sorties aux tirages et remboursées	—	—
Obligations amorties par rachat	1.844,50	490. 7.10
Obligations remises par le Gouvernement autrichien (voir ci-dessus)	542.773,86	75,113.—.11
3. FRAIS		
Commission et frais des Agents Financiers et indemnités et frais du Mandataire (Trustee)	4.496,85	1,213.17. 1
4. SOLDES EN BANQUE au 30 juin 1935, détenus aux fins indiquées à l'Annexe V b.	810.098,61	111,805.11. 3
	2.940.514,09	411,630.17.—

NOTE — L'obligation définitive de la tranche américaine de l'emprunt contient une clause de « monnaie-or », mais donner effet à cette clause.

CERTIFICAT DES

Nous avons vérifié les livres et les comptes du Mandataire (Trustee) de l'Emprunt International 30 juin 1935, et nous certifions que l'État des Recettes et des Paiements ci-dessus est conforme transactions de la période précitée. Nous avons aussi vérifié les soldes en banque au 30 juin 1935,

BÂLE, le 14 Octobre 1935.

LA RÉPUBLIQUE FÉDÉRALE D'AUTRICHE 1930

année de l'Emprunt (du 1^{er} Juillet 1934 au 30 Juin 1935)

Tranche italienne Lires	Tranche suédoise Cour. suédoises	Tranche suisse Francs suisses	Tranche autrichienne Schillings	Frais généraux	
				Sterling	Francs suisses
3.323.204,64	516.869,33	842.759,96	2.173.597,02	—	—
6.296.856,09	658.351,26	1.572.208,29	4.023.272,13	—	—
38.740,35	—	8.570,91	—	—	—
54.282,36	190.400,—	14.106,36	1.346.201,62	—	—
2.035.187,64	—	515.993,64	—	—	—
31.018,—	2.953,75	7.738,—	18.569,04	300.—,—	26.007,04
9.385,61	3.816,66	2.331,78	10.848,72	—	—
11.788.674,69	1.372.391,—	2.963.708,94	7.572.488,53	300.—,—	26.007,04

6.376.608,—	667.660,—	1.593.510,50	4.106.325,56	—	—
38.740,35	—	8.570,91	—	—	—
—	179.220,—	—	—	—	—
53.698,—	—	13.400,—	1.346.175,—	—	—
2.035.187,64	—	515.993,64	—	—	—
34.339,15	3.555,80	8.108,73	23.755,68	300.—,—	26.007,04
3.250.101,55	521.955,20	824.125,16	2.096.232,29	—	—
11.788.674,69	1.372.391,—	2.963.708,94	7.572.488,53	300.—,—	26.007,04

le Gouvernement autrichien suivant la procédure adoptée en juillet 1933, n'a pas fourni les sommes nécessaires pour

COMMISSAIRES-VÉRIFICATEURS

de la République Fédérale d'Autriche 1930, pour la cinquième année de l'emprunt ayant pris fin le à ces livres et comptes et qu'il reproduit correctement, avec la Note qui l'accompagne, les au moyen de déclarations fournies par les dépositaires.

PRICE, WATERHOUSE & Co.
Chartered Accountants.

TRUSTEE DE L'EMPRUNT INTERNATIONAL DE

État indiquant les Fonds entre les mains

Les soldes en banque au 30 juin 1935 étaient détenus pour:

1. a) les coupons échus non encore présentés
- b) les coupons à échéance du 1^{er} juillet 1935
2. les frais encourus au 30 juin 1935 mais non liquidés à cette date
- Fonds détenus pour la liquidation des engagements existants et futurs
3. le compte d'amortissement des obligations
4. les autres fonds en caisse (dont 7.012,25 francs suisses déposés dans une banque, anciennement Agent Financier, qui a suspendu ses paiements)
- Total des soldes en banque d'après l'État des Recettes et des Paiements — Annexe Va .

État indiquant les obligations

- Valeur nominale des obligations émises
- Moins la valeur nominale des obligations amorties pendant:
1. les quatre premières années de l'emprunt
 2. la cinquième année de l'emprunt
- Valeur nominale des obligations non amorties au 30 juin 1935 (voir note ci-dessous)

NOTE: Quand elles sont amorties par tirages,

LA RÉPUBLIQUE FÉDÉRALE D'AUTRICHE 1930

des Dépositaires au 30 Juin 1935

Tranche américaine Dollars	Tranches anglaise et hollandaise Sterling	Tranche italienne Lires	Tranche suédoise Cour. suédoises	Tranche suisse Francs suisses	Tranche autrichienne Schillings
19.036,50	898. 5. 5	29.405,25	—	14.630,—	43.662,50
769.786,50	108.356.10.—	3.122.770,—	327.740,—	778.400,—	2.002.331,52
2.021,15	— . 1. 4	15.835,18	1.870,08	3.967,12	10.011,71
790.844,15	109.254.16. 9	3.168.010,43	329.610,08	796.997,12	2.056.005,73
121,06	55.15.11	837,26	190.660,—	813,42	80,68
19.133,40	2.494.18. 7	81.253,86	1.685,12	26.314,62	40.145,88
810.098,61	111.805.11. 3	3.250.101,55	521.955,20	824.125,16	2.096.232,29

non amorties au 30 Juin 1935

25.000.000,—	3.500.000,—	100.000.000,—	10.000.000,—	25.000.000,—	50.000.000,—
2.364.400,—	321.800,—	8.144.000,—	462.000,—	2.146.000,—	4.171.000,—
641.700,—	82.300,—	2.634.000,—	174.000,—	614.000,—	1.134.100,—
21.993.900,—	3.095.900,—	89.222.000,—	9.364.000,—	22.240.000,—	44.694.900,—

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 1935	21.696.300,—

Recettes

1. SOLDES EN BANQUE au 1 ^{er} juillet 1935	810.098,61
2. REÇU DU GOUVERNEMENT AUTRICHIEN pour:	
le service des intérêts:	
espèces	746.995,72
intérêts courus sur les obligations remises par le Gouvernement autrichien pour annulation (voir ci-dessous)	4.418,18
l'amortissement des obligations:	
espèces	413,81
obligations remises par le Gouvernement autrichien pour annulation (voir ci-dessous)	294.299,69
les frais	1.521,60
3. INTÉRÊTS PERÇUS sur les fonds employés en attendant leur utilisation pour le service de l'emprunt	555,78
	1.858.303,39

Paie-

1. INTÉRÊTS	
Coupons échus et intérêts courus sur les obligations rachetées pour le fonds d'amortissement	771.433,64
Intérêts courus sur les obligations remises par le Gouvernement autrichien (voir ci-dessus)	4.418,18
2. AMORTISSEMENT	
Obligations amorties par rachat	455,—
Obligations remises par le Gouvernement autrichien (voir ci-dessus)	294.299,69
3. FRAIS	
Commission et frais des Agents Financiers et indemnités et frais du Mandataire (Trustee)	1.936,54
4. SOLDES EN BANQUE au 31 décembre 1935 pour:	
le service des coupons à échéance du 1 ^{er} janvier 1936	759.370,50
les obligations sorties aux tirages remboursables le 1 ^{er} janvier 1936	—
les coupons échus non encore présentés	17.395,—
l'amortissement des obligations	79,87
des postes divers (dont 5.609,80 francs suisses déposés dans une banque, anciennement Agent Financier, qui a suspendu ses paiements)	8.914,97
	1.858.303,39

LA RÉPUBLIQUE FÉDÉRALE D'AUTRICHE 1930

ments pour le semestre ayant pris fin le 31 Décembre 1935

Sterling	Lires	Couronnes suédoises	Francs suisses	Schillings
3,500,000.—.—	100.000.000,—	10.000.000,—	25.000.000,—	50.000.000,—
3,055,700.—.—	87.868.000,—	9.364.000,—	21.931.000,—	44.145.000,—

111,805.11. 3	3.250.101,55	521.955,20	824.125,16	2.096.232,29
105,362. 4. 1	3.024.186,04	326.347,88	755.356,54	1.963.546,44
597.17.10	20.392,35	—	4.505,67	—
119. 7. 6	2.194,60	98.245,—	3.474,16	723.908,48
40,554. 2. 6	1.134.730,40	—	283.065,84	—
642.12. 6	15.311,25	1.465,—	19.457,70	9.090,15
149.13.—	4.626,03	2.185,57	1.147,04	—
259,231. 8. 8	7.451.542,22	950.198,65	1.891.132,11	4.792.777,36

108,329.18.—	3.100.860,—	327.740,—	776.123,25	2.012.415,32
597.17.10	20.392,35	—	4.505,67	—
90.17.—	—	—	4.165,—	723.935,95
40,554. 2. 6	1.134.730,40	—	283.065,84	—
744.10. 8	16.731,67	1.638,70	19.600,74	11.781,52
106,949.10.—	3.075.380,—	327.740,—	767.585,—	1.977.696,—
—	—	190.550,—	—	—
926. 5. 5	51.315,25	—	17.010,—	43.955,16
84. 6. 5	3.031,86	98.355,—	122,58	53,21
954.—.10	49.100,69	4.174,95	18.954,03	22.940,20
259,231. 8. 8	7.451.542,22	950.198,65	1.891.132,11	4.792.777,36

EMPRUNTS INTERNATIONAUX

pour lesquels la Banque est Trustee ou Agent Fiscal des Trustees

Fonds disponibles au 31 Mars 1936

	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 d'obligations .	645.693,93	764,88	120.771,98	767.230,79
le service des intérêts — Pro- vision pour l'échéance du pro- chain coupon	—	—	3.471.230,93	3.471.230,93
les obligations sorties aux tirages mais non encore présentées au remboursement	4.172,68	—	—	4.172,68
les coupons échus mais non encore présentés	172.525,71	280.933,35	221.488,52	674.947,58
des postes divers	475.964,83	174.298,29	23.482,71	673.745,83
TOTAL .	1.298.357,15	455.996,52	3.836.974,14	5.591.327,81

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

**État des Recettes et des Paiements
pour la période du 1^{er} Avril 1935 au 31 Mars 1936**

(EN REICHSMARKS)

Recettes

	Reichsmarks
I — Soldes au 1 ^{er} avril 1935:	
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	633.981,98
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 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	139.099,20
III — Reçu de la Yougoslavie les intérêts de son compte livraisons en nature et non retirés par elle	1.422,38
TOTAL	125.774.503,56

Paiements et soldes

	Reichsmarks
I — Pour livraisons en nature, conformément à l'Article VII du Contrat de Mandat (Trust):	
Pour le compte des Gouvernements suivants:	
Français	42.624,44
Yougoslave	161.000,—
II — Soldes au 31 mars 1936:	
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	570.879,12
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	125.774.503,56

NOTE — Bien que les «Mesures de transition» contenues à la Partie II de l'Accord de Lausanne, du 9 juillet 1932, prévoient que le service des emprunts émis sur les marchés ne sera pas affecté par la suspension concernant l'exécution, à partir du 1^{er} juillet 1932, des paiements dus par l'Allemagne aux termes du Nouveau Plan, le Gouvernement allemand n'a pas effectué, dans les monnaies des tranches respectives, les versements mensuels dus après le 1^{er} juillet 1934 pour le service de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924 et de l'Emprunt International 5 1/2 % 1930 du Gouvernement Allemand. En ce qui concerne les versements mensuels antérieurs, il convient de rappeler ce qui suit:

Emprunt Extérieur Allemand de 1924 — L'obligation définitive de la tranche américaine contient une clause de «monnaie-or», mais le Gouvernement allemand a effectué le service de cette tranche sur la base de sa valeur nominale en monnaie ayant cours légal.

Emprunt International 5 1/2 % 1930 du Gouvernement Allemand — L'Obligation Générale garantissant l'emprunt stipule que le service de toutes les tranches sera fait sur la base de l'or. Toutefois, le Gouvernement allemand a seulement fourni, en ce qui concerne le service de l'intérêt, des montants suffisants pour payer les coupons de toutes les tranches de l'emprunt, y compris les tranches américaine, anglaise et suédoise, venus à échéance le 1^{er} juin 1933 et après cette date, à leurs montants nominaux respectifs. Les versements au fonds d'amortissement n'ont pas été effectués après le 15 juin 1933.

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 ayant pris fin le 31 mars 1936.

BÂLE, le 30 Avril 1936.

PRICE, WATERHOUSE & Co.
Chartered Accountants.

CONSEIL D'ADMINISTRATION

Dr. L. J. A. Trip, Amsterdam	Président.
Prof. Alberto Beneduce, Rome	} Vice-Présidents.
Marquis de Vogüé, Paris	

Dott. V. Azzolini, Rome.
Prof. Dr. G. Bachmann, Zurich.
Baron Brincard, Paris.
Louis Franck, Bruxelles.
Alexandre Galopin, Bruxelles.
Hisaakira Kano, Londres.
Hisanori Munakata, Londres.
Sir Otto Niemeyer, Londres.
Montagu Collet Norman, Londres.
Dr. Paul Reusch, Oberhausen (Rheinland).
Dr. Hjalmar Schacht, Berlin.
Curt Freiherr von Schroeder, Cologne.
Jean Tannery, Paris.

Suppléants

Cameron Cobbold, Londres.
Pierre Fournier ou } Paris.
R. Lacour-Gayet, }
Albert Goffin, Bruxelles.
Dott. Pasquale Troise, Rome.
Dr. Wilhelm Vocke ou } Berlin.
Ernst Hülse, }

DIRECTION

Dr. L. J. A. Trip	Président.
Dr. J. W. Beyen	Suppléant du Président.
Pierre Quesnay	Directeur Général.
Paul Hechler	Directeur Général Adjoint.
R. H. Porters	Directeur.
R. Pilotti	Secrétaire Général.
Marcel van Zeeland	Directeur.