

**BANQUE DES
RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX**

SEPTIÈME RAPPORT ANNUEL

1^{ER} AVRIL 1936 — 31 MARS 1937

BÂLE
3 MAI 1937

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
I. Introduction	5
II. Cours des changes, mouvements des prix et commerce extérieur . .	21
III. Une année de grande abondance d'or	44
IV. Mouvement des capitaux et endettement international à court terme	67
V. Tendances des taux d'intérêt	82
VI. Faits de l'année affectant les banques centrales et les banques privées	110
VII. Opérations courantes de la Banque:	
1. Activité du département bancaire	119
2. Fonctions de mandataire (trustee) et d'agent fiscal exercées par la Banque	124
a) Paiements d'annuités de l'Allemagne, de la Hongrie, de la Bul- garie et de la Tchécoslovaquie	125
b) Emprunt Extérieur Allemand de 1924 et Emprunt International 5 1/2 % 1930 du Gouvernement Allemand	125
c) Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930	126
d) Autres fonctions d'agent	127
3. Bénéfices nets et répartition	128
4. Modifications dans la composition du Conseil d'administration et dans la direction de la Banque	130
VIII. Conclusion	132

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 1937.
- III. Compte de profits et pertes et compte d'affectation du bénéfice net pour l'exercice social ayant pris fin le 31 mars 1937.

- IV. Trustee de l'Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930:
 - a) Etat des recettes et des paiements pour la sixième année de l'Emprunt (du 1^{er} juillet 1935 au 30 juin 1936).
 - b) Etat indiquant les fonds entre les mains des dépositaires au 30 juin 1936.
- V. 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 1936.
- VI. Emprunts internationaux pour lesquels la Banque est trustee ou agent fiscal des trustees — Fonds disponibles au 31 mars 1937.
- VII. L'Accord Monétaire Tripartite du 25 septembre 1936:
 - a) Déclaration du Gouvernement français;
 - b) Déclaration du Gouvernement de la Grande-Bretagne;
 - c) Déclaration du Secrétaire du Trésor des Etats-Unis.

SEPTIÈME RAPPORT ANNUEL

A L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DE LA
BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

Bâle, le 3 Mai 1937.

Messieurs,

J'ai l'honneur de soumettre à votre approbation le Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif aux opérations du septième exercice social, couvrant la période du 1^{er} avril 1936 au 31 mars 1937. Les résultats de cet exercice, sensiblement analogues à ceux de l'exercice précédent, sont indiqués en détail au chapitre VII. Après de prudentes provisions pour charges imprévues, le Conseil propose à l'Assemblée Générale de voter un dividende annuel de 6% et les affectations statutaires aux réserves.

Des changements considérables se sont produits dans le domaine monétaire au cours de l'année écoulée depuis la dernière Assemblée Générale. La France a adopté, au printemps de 1936, une nouvelle politique économique et financière et elle a décidé, au début de l'automne, de réajuster la valeur de sa monnaie. Le 25 septembre 1936, les Gouvernements de France, de Grande-Bretagne et des Etats-Unis ont fait connaître par des déclarations simultanées leur intention d'user des moyens appropriés dont ils disposent pour éviter, dans toute la mesure du possible, que des troubles puissent affecter les bases nouvelles des changes résultant de l'ajustement envisagé. Aussitôt, à la fin de la même semaine, il fut décidé, à Berne, de modifier la valeur du franc suisse et l'embargo fut décrété, à La Haye, sur les exportations d'or; peu après, les autorités italiennes réajustèrent la lire sur une nouvelle base-or, la couronne tchécoslovaque fut à nouveau dévaluée par rapport à l'or et la monnaie lettone dévaluée et rattachée à la livre sterling.

Le présent Rapport traitera ultérieurement des mesures d'ordre technique prises dans les divers pays ainsi que des arrangements conclus entre les différentes autorités monétaires; dès maintenant, on peut noter que les modifications de la valeur de certaines monnaies n'ont provoqué qu'un minimum de perturbations sur les marchés étrangers des marchandises et des capitaux et que la reprise mondiale ne s'en est pas trouvée ralentie.

Le redressement économique s'est poursuivi l'année dernière à une cadence accélérée et, pour la première fois depuis le début de la dépression, il s'est étendu, à peu d'exceptions près, à tous les secteurs importants de l'activité économique. Le retour à l'équilibre des prix de revient et des prix de vente, qui est à la base de ce redressement, a permis aux affaires de redevenir rémunératrices et d'affirmer ainsi leurs tendances d'expansion naturelle.

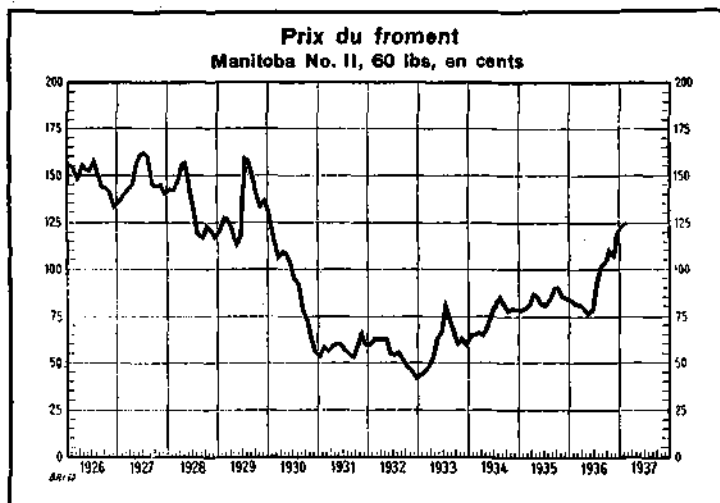
La reprise de l'activité industrielle — symptôme caractéristique de revirement du cycle économique — est due partiellement, sans aucun doute, aux ajustements opérés au cours de la dépression sous forme de liquidations, reconstitution de capitaux et adaptation du prix de revient dans différents domaines de l'activité économique. Deux ou trois années, toutefois, auraient dû suffire normalement pour l'achèvement d'un tel processus d'ajustement, et si la dépression a duré plus longtemps, il faut en chercher la raison dans une série de facteurs spécialement défavorables qui ont d'autant plus retardé le redressement que leur action se faisait sentir depuis plus longtemps déjà. C'est en comparant le développement économique et financier actuel à celui des dix premières années d'après-guerre qu'abstraction faite des complications politiques, on peut le mieux se rendre compte du redressement effectué depuis lors et de la marge qui reste encore à rattraper.

Le premier facteur spécial est le fait qu'une crise agricole s'étendant au monde entier a coïncidé avec le ralentissement de l'activité industrielle: on mesurera l'importance de cette simultanéité en considérant que plus de 60 pour cent de la population s'occupent encore d'agriculture dans le monde. Cette coexistence d'une crise agricole et d'une crise industrielle est contraire à ce qu'enseignait l'expérience de nombreux cycles économiques antérieurs; il n'y eut, par exemple, aucune baisse de prix des produits agricoles pendant les dépressions qui commencèrent respectivement en 1900 et en 1907. Au cours de la période d'après-guerre, les prix des produits agricoles et les prix des matières premières industrielles marchèrent de pair jusqu'en 1928; à partir de cette date cependant, les cours commencèrent à fléchir, surtout en ce qui concerne les céréales. Pendant un certain temps, les cours furent soutenus par des interventions de l'Etat: importants achats (en particulier de blé) et stockage des approvisionnements ainsi constitués. Lorsque les achats furent interrompus en raison des charges trop lourdes que comportait cette politique, l'existence de stocks accumulés pesa fortement sur les marchés et le prix du blé en valeur or tomba au chiffre le plus bas qu'il ait enregistré au cours de quatre siècles.

La production des céréales devenant de moins en moins rémunératrice, les fermiers se mirent, dans beaucoup de pays, à orienter leur exploitation vers

un élevage plus intensif du bétail et vers la fabrication des sous-produits correspondants, produits dont les prix se mirent à leur tour à baisser rapidement à partir de 1931. La courbe ci-dessous indique les prix cotés pour le froment sur le marché de Winnipeg de 1926 à 1937.

Le prix le plus bas fut atteint au début de l'année 1933, et le premier redressement des cotations se produisit en liaison avec la dépréciation du dollar



canadien et du dollar des États-Unis.

Le Gouvernement des États-Unis prit alors des mesures pour limiter la production agricole et pour provoquer par ce moyen le relèvement des cours, mais ce furent les conditions météorologiques défavorables qui exercèrent en 1935 et en 1936 une influence en-

core plus déterminante et eurent pour résultat des récoltes déficitaires. En 1936, la sécheresse aux États-Unis et des pluies trop abondantes en Europe ont été cause d'une mauvaise récolte qui, au début de 1937, a fait monter le prix du froment à Winnipeg à \$ 1,25 environ. La reprise a donc été en grande partie accidentelle, ce qui ne doit, d'ailleurs, pas faire perdre de vue qu'il existe également un grand nombre de facteurs permanents dont l'effet devrait tendre à raffermir les prix des produits agricoles.

Les importants stocks de blé qui avaient auparavant pesé sur les marchés sont, à l'heure actuelle, pratiquement résorbés. Il semble, en outre, que le volume de la production agricole doive être à l'avenir quelque peu réduit, non seulement du fait des tempêtes de sable dont de vastes régions de l'Amérique du Nord subiront pendant des années le contre-coup, mais du fait d'autres facteurs encore. Pendant la dépression, les fermiers des grands pays producteurs n'ont pu ni fumer leurs terres, ni rénover leur équipement, ni, d'une manière générale, maintenir le même rythme de production. Le tableau ci-après indique que le rendement total des produits agricoles est resté presque stationnaire depuis 1929, bien que, dans le même laps de temps, la population ait augmenté d'environ 10 % dans le monde entier. Pour permettre la comparaison, nous avons introduit dans ce tableau un indice de la production des matières premières d'origine non agricole.

Indices 1925-29 = 100*	1929	1932	1933	1934	1935
Production mondiale: produits agricoles . . .	103	103	104	102	102
matières premières d'ori- gine non agricole . . .	114	75	84	95	104

* Source: «Revue de la Situation économique mondiale 1935/36» de la S.D.N., pages 66 et 67.

Le commerce mondial, intérieur et extérieur, résulte, dans une large mesure, d'un échange de marchandises entre collectivités industrielles et collectivités agricoles. Lorsque, pendant la dépression, la production agricole se maintint plus ou moins constante alors que se réduisait la production industrielle, il en résulta nécessairement un déséquilibre préjudiciable à la cotation commerciale des produits agricoles. Le tableau ci-dessus indique qu'un meilleur équilibre a été retrouvé depuis 1934 entre le volume de la production agricole et celui de la production industrielle. Etant donné qu'en agriculture les bénéfices restent la plupart du temps relativement faibles, on ne peut guère s'attendre, semble-t-il, à une augmentation de la production agricole mondiale comparable à celle de la production industrielle. Malgré l'accroissement continu du total de sa production, l'agriculture, sans doute, aura une part de moins en moins grande dans l'activité économique générale, mais une telle évolution, parfaitement compatible avec le retour de la prospérité agricole, en constitue même, en fait, une condition nécessaire.

Le deuxième facteur spécial à la présente crise est que le marché de l'or, pendant les dix premières années d'après-guerre, a été troublé dans une grande mesure par suite des vastes mouvements de capitaux entre les marchés et du maintien des prix à un niveau dépassant largement de 40 % celui de 1913 — et cela à un moment où la production mondiale annuelle de l'or restait quelque peu inférieure à celle des années qui ont immédiatement précédé la guerre. De 1924 à 1929, la production annuelle de l'or dans le monde s'élevait à 19 millions d'onces, ce qui donnait, au prix de 84 s. 11 1/2 d. l'once, une valeur dépassant à peine 80 millions de livres sterling. Sur ce montant, quelque 30 millions de livres sterling servaient à couvrir des besoins non monétaires, y compris les demandes de l'Inde, de la Chine et de quelques autres pays d'Orient, laissant disponibles environ 50 millions de livres sterling par an pour des fins monétaires.

Lorsque, au cours de la crise, les prix de vente et les prix de revient des marchandises se mirent à baisser, la production mondiale de l'or augmenta graduellement. Cette augmentation s'accrut après 1931, époque à laquelle les prix de l'or, exprimés en monnaies nationales dépréciées, se redressèrent

subitement de 40 % et davantage. De 1929 à 1936, la production de l'or est passée de moins de 20 millions d'onces à plus de 35 millions, soit une augmentation de près de 80 %; et au prix de l'or à Londres, soit environ 140 shillings l'once, l'or extrait des mines a atteint en 1936 une valeur totale de 245 millions de livres sterling. Ces dernières années, la demande d'or pour les besoins de l'industrie a été largement satisfaite par l'or récupéré dans le public. A cela s'ajoute, en 1936, non seulement la fin du mouvement de thésaurisation de l'or pour compte privé qui avait pris de vastes proportions pendant la dépression, mais encore, dans une certaine mesure, une déthésaurisation du métal jaune, en plus des nouveaux envois d'or effectués par l'Inde, la Chine et les autres pays d'Orient.

En somme, toute la production d'or nouveau a été disponible en 1936 pour les besoins monétaires; au lieu des 50 millions de livres sterling d'or annuellement disponibles il y a dix ans, 245 millions de livres sterling au moins d'or nouvellement extrait ont été disponibles en 1936, au prix en vigueur sur le marché de Londres. La situation, dans son ensemble, a radicalement changé par rapport aux dix premières années d'après-guerre: l'approvisionnement d'or est maintenant abondant — et même surabondant.

Troisièmement, certaines des principales devises avaient été stabilisées, entre les années 1924 et 1930, à des taux s'écartant de 10 à 15 % de leur valeur intrinsèque, telle qu'elle résultait du niveau relatif des prix de revient et des prix de vente. L'ajustement nécessaire aurait pu ne pas être une tâche trop difficile en soi sans la baisse des prix mondiaux qui, graduelle tout d'abord, s'accrut davantage après le renversement économique de 1929. Les dépréciations monétaires qui ont commencé en 1931 et les mouvements consécutifs des prix de revient et des prix de vente ont eu pour résultat, dans l'ensemble, de créer une meilleure position relative des diverses monnaies entre elles, après ces transformations. De plus, la hausse des prix devrait faciliter l'adaptation des diverses monnaies aux exigences d'un étalon international et éliminer les perturbations dues à la surévaluation ou à la sous-évaluation des monnaies.

En quatrième lieu, les taux d'intérêt, surtout ceux des obligations à long terme, étaient restés élevés après la guerre, mais une baisse devait nécessairement se produire lorsque la répartition voulue des capitaux se serait effectuée dans le monde. Le besoin de cet ajustement se faisait même sentir plus impérieusement encore depuis le début de la dépression, puisque l'abaissement des taux d'intérêt est l'un des moyens classiques pour contribuer à l'amélioration économique. Cependant, en raison de l'importance des emprunts d'Etat contractés pendant et après la guerre, il n'était pas possible de s'attendre à un abaissement des taux d'intérêt avant que ces emprunts aient été convertis. La grande conversion de l'emprunt de guerre britannique, au

cours du second semestre de 1932, a été, pour cette raison, d'une importance capitale non seulement pour la Grande-Bretagne elle-même, mais aussi, à titre de précédent, pour les autres pays.

Au cours des cinq dernières années, les taux d'intérêt des emprunts intérieurs ont été réduits dans un grand nombre de pays, et ceci représente un important progrès. Un assez grand nombre d'emprunts extérieurs ont été également convertis, mais on s'est heurté dans ce cas à des difficultés plus fortes et la réduction des taux d'intérêt des obligations extérieures reste une grande tâche inachevée.

Cinquièmement, le lourd fardeau des dettes intérieures et extérieures s'opposait, d'une autre façon également, au redressement économique, en particulier lorsqu'à l'endettement hérité de la guerre se fut ajouté, de 1920 à 1930, le poids d'importants emprunts internationaux à long et à court terme. Dans quelques pays, les principales difficultés sont venues du volume excessif des dettes privées, c'est-à-dire des dettes hypothécaires des collectivités agricoles; dans d'autres pays, de la dette publique intérieure qui a lourdement grevé les budgets; dans d'autres pays encore, principalement des engagements extérieurs qui ont constitué une charge pour la balance des paiements et pour les réserves monétaires.

On a réussi, dans une certaine mesure, pendant la dépression, à réduire par degrés l'endettement. Sans compter les effets des dépréciations monétaires, la charge des dettes intérieures a été allégée par des conversions et celle de l'endettement extérieur par des remboursements, des rapatriements et des arrangements divers. Le volume de l'endettement international à court terme a été ainsi diminué d'un tiers environ si on l'exprime en livres sterling (monnaie dont la valeur est elle-même réduite de près de 40 %), plus encore donc si on l'exprime en valeur-or. L'endettement à long terme n'a pas été réduit dans la même proportion, mais le mouvement de rapatriement et de rachat des valeurs mobilières étrangères a été très important, surtout sur le marché américain et sur le marché britannique.

Sixièmement, les relèvements de tarifs avaient constitué un important obstacle au rétablissement de l'équilibre, et les difficultés augmentèrent avec l'accentuation de la crise, lorsque le volume des prêts internationaux se contracta soudain et que les balances des comptes et les réserves monétaires des pays débiteurs s'en trouvèrent dès lors affectées. Dans ce domaine, bien loin d'apporter un soulagement, la crise a même provoqué une aggravation de la situation; l'ingéniosité humaine s'est elle-même surpassée dans l'invention d'obstacles s'opposant à l'échange international des marchandises et des services. Lorsque le développement du commerce international a paru devenir impossible, un grand nombre de pays ont concentré leurs efforts sur le développement de

la production pour la consommation du marché national, afin de permettre un emploi plus grand de la main-d'œuvre, et c'est là l'une des raisons pour lesquelles les tendances à l'autarchie se sont accusées au cours de ces dernières années. Toutefois, les remèdes ainsi adoptés portaient en eux le germe de nouvelles difficultés, du fait que les différentes expansions nationales reposaient sur des bases de plus en plus artificielles, rendant plus difficile une amélioration mondiale générale.

Les périodes de baisse des prix ont généralement été des périodes de relèvement des tarifs douaniers et il n'y a donc pas lieu de s'étonner que la baisse subite, au lendemain de 1929, ait suscité une recrudescence de nationalisme économique. Mais l'inverse sera-t-il vrai? La hausse des prix, maintenant commencée, va-t-elle provoquer le retour à une plus grande liberté des échanges? Certains indices, bien faibles encore, semblent indiquer un changement dans l'attitude du public et des gouvernements. Les traités de commerce bilatéraux négociés par le Gouvernement des Etats-Unis prévoient des réductions réciproques de tarifs et, dans quelques pays, on commence à donner un peu plus d'élasticité aux contingents et aux autres restrictions du même ordre par des mesures unilatérales, prises la plupart du temps pour empêcher une hausse brutale des prix sur le marché interne. De plus, les droits de douane spécifiques, lorsqu'ils ne sont pas modifiés, représentent un pourcentage d'autant plus faible de la valeur des marchandises que les prix de celles-ci sont plus élevés. L'amélioration réalisée jusqu'à présent est toutefois légère, et le monde est encore loin de cette liberté du commerce dont il jouissait en 1929.

Il est possible à présent de résumer les changements qui ont affecté ces divers facteurs spécialement défavorables, causes de la dépression. Dans la plupart des cas, il y a eu nette amélioration: le mouvement cyclique industriel s'est retourné et l'activité correspondante s'accroît progressivement; l'approvisionnement d'or a augmenté au point d'être abondant aujourd'hui; les monnaies dépréciées sont maintenant dans un meilleur rapport entre elles, enfin, les taux d'intérêt des emprunts intérieurs ont été réduits, mais il existe encore un volume substantiel d'endettement extérieur non-réajusté. En ce qui concerne l'agriculture, la situation s'est améliorée pour le moment grâce à un relèvement des prix; toutefois, cette amélioration est dans une certaine mesure, mais non pas entièrement, le résultat fortuit des conditions météorologiques défavorables. Un progrès assez important a été réalisé dans l'ajustement des dettes grâce aux conversions et aux autres opérations effectuées, mais le fardeau de l'endettement demeure encore lourd dans nombre de pays et il reste toujours à résoudre maints problèmes posés par les dettes envers l'étranger. En ce qui concerne les tarifs douaniers et autres restrictions au commerce, la situation est infiniment plus mauvaise qu'elle ne l'était avant la

crise, et ce recul est au fond même de quelques-uns des plus difficiles problèmes avec lesquels l'univers est actuellement aux prises.

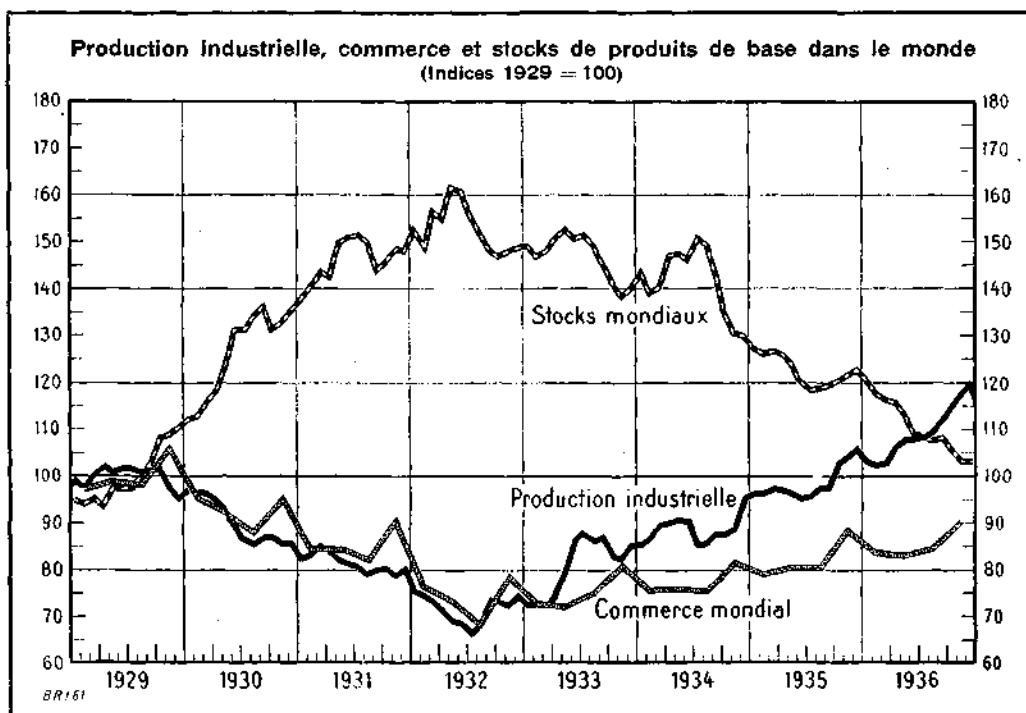
Le meilleur équilibre des prix de revient et des prix de vente qui est à la base du redressement actuel a été réalisé de maintes manières différentes. Il a été obtenu en partie par l'adaptation des prix de revient, en partie également par des modifications d'ordre monétaire, y compris les dépréciations qui ont renversé le sens des mouvements des prix. Dans quelques pays, une activité intense dans l'industrie du bâtiment, due surtout à l'initiative privée, a été à l'origine du redressement; dans d'autres, les dépenses publiques en ont été le facteur le plus important. Le rôle que les dépenses publiques alimentées par des fonds d'emprunts peuvent jouer dans la lutte contre une dépression a fait l'objet de longues discussions. En fait, les budgets de la plupart des pays ont accusé des déficits considérables, et la politique qui consiste à couvrir les dépenses par des emprunts a, par conséquent, été presque universelle. Dans certains des pays où l'on a procédé ainsi, le redressement a commencé de bonne heure, alors qu'il se trouvait retardé dans d'autres. Il semblerait qu'on en pût conclure que les dépenses des gouvernements n'aideront au redressement économique que dans le seul cas où la réalisation des conditions générales tendant à un équilibre des prix de revient et des prix de vente se trouve déjà en cours; à défaut de telles conditions, ces dépenses peuvent, en fin de compte, avoir un effet positivement nuisible, car le recours incessant à l'emprunt pour faire face à des excédents de dépenses peut ruiner la confiance et retarder la baisse naturelle des taux d'intérêt.

Quoi que l'on puisse dire en faveur d'une politique de travaux publics en période de dépression, on ne peut mettre en doute qu'il soit indésirable d'accroître les dépenses des gouvernements lorsque l'expansion des affaires est en plein essor, car on s'expose alors à provoquer, par un stimulant supplémentaire, une prospérité malsaine. Considérée sous cet angle, il y a lieu de regretter l'augmentation actuelle des dépenses d'armement. Disons en passant que dans les pays anglo-saxons, aussi bien que dans la plupart des moins grands pays d'Europe, les dépenses d'armement n'ont commencé à croître sérieusement que dans le courant de l'année 1936 et qu'elles ont jusque là relativement peu contribué à l'accroissement de la production de ces pays. Maintenant, toutefois, les dépenses de ces pays pour les armements ont été portées à un niveau qu'elles n'avaient encore jamais atteint en temps de paix. Si l'on tient compte de la phase dans laquelle est entré le cycle économique, cette augmentation vient au mauvais moment; elle tend, de plus, à stimuler sans discernement les industries qui ont déjà le plus largement bénéficié de la reprise générale des affaires. On a calculé que, dans l'univers entier, le niveau des dépenses d'armement, en 1936, exprimées en valeur or, a été trois fois plus élevé qu'en 1913 et plus de deux

fois plus élevé que pendant les années situées entre 1924 et 1930. De plus, le montant des commandes d'armement a été supérieur en 1936, dans un grand nombre de pays, aux dépenses d'armement effectuées cette même année et ce sont les commandes qui conditionnent en premier lieu le marché des affaires.

L'un des résultats des dépenses d'armement est de concentrer l'attention des producteurs sur les marchés intérieurs et de diminuer, par suite, leur intérêt pour les affaires d'exportation. Il y a là certainement, pour les pays qui arment un grave inconvénient, mais telle est l'ironie des circonstances que cette situation, bien qu'elle soit une conséquence des armements, peut néanmoins provoquer une détente de la concurrence internationale; quand les manufactures travaillent à plein rendement, les fabricants s'inquiètent moins d'étendre leur activité à d'autres pays et ils sont plus disposés à partager des contrats sur les marchés étrangers avec des producteurs qu'ils regarderaient, en temps normal, comme leurs plus grands concurrents.

Le stimulant ainsi apporté par les énormes dépenses des gouvernements s'est superposé à un redressement qui, dans maints pays, s'affirmait déjà depuis assez longtemps. Même si l'on considère le monde dans son ensemble, un revirement s'est produit en 1932, bien qu'au début l'amélioration ait été légère et sujette à des reculs. Le graphique ci-après indique les modifications qui sont intervenues pendant les huit dernières années dans le volume physique de la production et du commerce mondial ainsi que dans les stocks de matières premières.



A l'automne de 1932, la production industrielle a commencé à croître et les stocks de marchandises à décroître. Ce développement de la production se poursuivit jusqu'à l'été de 1933 ; il fut nettement moins prononcé pendant près de deux ans, puis, à l'été de 1935, le redressement s'affirma davantage.

Depuis 1932, tournant de la crise, cinq années se sont maintenant écoulées et, dans l'histoire des cycles économiques, on a très rarement enregistré une période de redressement dépassant cinq années. Les statistiques de la Grande-Bretagne ne montrent dans le passé aucun exemple d'une amélioration économique se prolongeant sans solution de continuité pendant plus de cinq années consécutives et, dans les autres pays, on trouve seulement quelques cas exceptionnels isolés. Etant donnée cette expérience, doit-on s'attendre à ce que le redressement actuel touche bientôt à sa fin ? Il va de soi qu'on ne peut faire à cette question de réponse précise, mais on peut observer qu'à certains égards essentiels, le redressement actuel possède certaines caractéristiques très nettes qui n'interdisent pas de considérer avec un certain optimisme la situation sous son aspect actuel.

Tout d'abord, l'amélioration a commencé dans les différents pays à des dates très diverses. Ce n'est que pour les pays rattachés à la livre sterling qu'il est possible de parler d'une amélioration qui dure depuis plus de cinq ans. Aux Etats-Unis, abstraction faite de l'activité soudaine qui suivit la dépréciation du dollar en 1933, le redressement a commencé dans le courant de l'année 1934, et le redressement en Allemagne, conditionné par de fortes dépenses publiques, date approximativement de la même année. Dans les pays de l'ancien bloc or, on n'a guère constaté d'amélioration soutenue avant l'automne de 1936. Il se peut que l'évolution dans les régions où le mouvement de redressement s'est produit tardivement soit, dans une certaine mesure, susceptible de consolider la tendance générale des affaires et d'ajourner tout ralentissement de l'activité économique mondiale.

Il convient, d'ailleurs, de faire observer que le redressement qui a commencé en 1932 a été très lent et qu'il a fallu plusieurs années pour atteindre graduellement le niveau de production enregistré pendant la période de prospérité antérieure. Plus la baisse a été accentuée, plus longue a été la période de progrès ; mais redressement n'est pas synonyme de prospérité, et le long délai qu'il a fallu pour regagner le terrain perdu ne limite pas en soi la durée possible de la prospérité. Le graphique ci-dessus montre que le volume de la production mondiale, au début de l'année 1936, rejoignait juste son niveau de 1929. Pendant des années, les installations et l'équipement industriels ont été très peu développés, à l'exception des industries qui ont bénéficié de conditions particulières de protection, et encore leur expansion a-t-elle été souvent retardée par la diminution du pouvoir d'achat du public. D'une manière générale, le redressement de ces dernières années a consisté en une meilleure utilisation de la capa-

cité existante de production. Cela est vrai, en particulier, des pays producteurs de matières premières qui n'ont été que graduellement en mesure de faire un usage normal des moyens de production dont ils disposaient. En fait, il semblerait que les producteurs ne se soient réellement sentis hors de la crise que lorsque les installations existantes ont travaillé à plein rendement.

Dans la mesure où prospérité signifie développement au delà des niveaux précédemment atteints, les pays producteurs de matières premières n'ont commencé à émerger de la dépression que dans le courant de 1936. Il semble que dans les pays industrialisés de l'Europe occidentale et aux Etats-Unis également, les installations et l'équipement industriels aient moins progressé qu'il n'a été de règle dans les périodes antérieures d'expansion économique. Les entreprises industrielles ont, dans une large mesure, été à même de financer avec leurs propres fonds précédemment accumulés tous les agrandissements entrepris. Relativement peu de sociétés ont procédé à des émissions d'actions et d'obligations en vue d'obtenir des capitaux nouveaux. Aux Etats-Unis, les émissions de cette catégorie se sont élevées à 1.200 millions de dollars, en 1936, contre une moyenne de 5 milliards de dollars entre les années 1925 et 1929. On n'a enregistré d'augmentation notable des placements industriels que dans deux directions: des capitaux nouveaux ont été placés dans les mines d'or et, à la suite des commandes gouvernementales, dans les industries d'armement. Il faut s'attendre à ce que la réduction récente des stocks non vendus et la hausse des prix des matières premières industrielles poussent de façon plus générale à un développement des installations et de l'équipement, mais ce mouvement n'en est encore, dans la plupart des pays, qu'au stade initial.

La reprise actuelle des affaires se signale par la circonstance particulière de ne pas présenter certaines des caractéristiques spéciales aux périodes antérieures d'expansion. Le chômage, par exemple, reste plus élevé qu'il n'a été par le passé en de telles périodes. Il se peut que la différence soit, jusqu'à un certain point, d'ordre purement statistique, en ce sens que l'on peut obtenir, maintenant que l'assistance aux chômeurs est organisée, des renseignements plus complets que par le passé. Mais, même si l'on tient compte de cette circonstance, il faut considérer les chiffres actuels du chômage comme exceptionnellement élevés: on a calculé qu'à la fin de 1936, le nombre des chômeurs en Europe et en Amérique du Nord dépassait encore 12 millions. Une des raisons pour lesquelles le chiffre du chômage est aussi élevé est le taux relativement faible du développement des installations et de l'équipement, dont il a été parlé plus haut. En dehors d'un petit nombre de pays rattachés à la livre sterling et en dehors de l'Allemagne, c'est seulement l'année dernière qu'on a constaté une amélioration marquée dans le développement des industries des machines et des matériaux nécessaires à l'industrie du bâtiment. Dans un grand nombre de branches

différentes de l'industrie, la demande en ouvriers qualifiés est beaucoup trop grande pour être entièrement satisfaite, la rareté de ces ouvriers étant en partie la conséquence du nombre relativement faible des apprentis engagés pendant la dépression. Il n'est malheureusement pas toujours possible, pour remédier au manque d'ouvriers qualifiés, de les remplacer par d'autres ouvriers: aussi la rareté de la main-d'œuvre qualifiée constitue-t-elle plutôt un obstacle à la production et peut-elle entraîner finalement une réduction du volume total de la main-d'œuvre employée.

Le retour à l'utilisation totale de la main-d'œuvre se heurte encore à la difficulté de transférer des ouvriers d'un métier à un autre et d'une région à une autre. Il est, en règle générale, plus aisé d'embaucher dans les rangs de l'industrie de nouvelles recrues fournies par la population agricole (fils de petits fermiers et ouvriers agricoles) que de faire sortir les chômeurs des régions où sévit la dépression. De 1933 à 1936, le nombre des ouvriers agricoles dans le Royaume-Uni est tombé de 716.000 à 640.000, soit une diminution de 76.000 unités et, pendant les mêmes années, environ 50.000 immigrants sont venus de l'État Libre d'Irlande dans le Royaume-Uni, ces nouveaux venus y trouvant du travail à un moment où le chiffre du chômage restait exceptionnellement élevé dans un grand nombre d'emplois industriels.

Il conviendrait, en outre, de noter que, dans nombre de pays, le pourcentage de chômage le plus élevé est celui des industries d'exportation. Lorsque les ouvriers qui appartiennent à ces industries voient leurs revenus diminuer, ils sont obligés de réduire leurs achats et de consacrer moins aux dépenses courantes, et c'est ainsi que les effets de leur chômage se propagent à d'autres métiers. Dans deux pays où le chômage a été ramené à un niveau plus ou moins normal, la Finlande et la Suède, le commerce d'exportation a non seulement atteint le chiffre extrême de 1929, mais il l'a dépassé — ces deux pays ayant eu la chance que leurs produits d'exportation, pâte à papier, papier, bois et, dans le cas de la Suède, minerais de fer, soient demandés en très grandes quantités.

Actuellement, rien ne pourrait donner une plus grande impulsion à l'emploi de main-d'œuvre qu'une reprise du commerce international. On peut voir sur le graphique reproduit plus haut que le volume physique du commerce international est encore inférieur de 10 % au niveau de 1929. Pendant les périodes d'expansion antérieures, l'amélioration du commerce international en a souvent été la première manifestation, tandis que, cette fois-ci, elle reste bonne dernière. On peut dire qu'aujourd'hui la tendance des affaires se caractérise par une série d'expansions nationales qui ne se sont pas encore généralisées en un mouvement unique d'expansion mondiale.

Dans ces circonstances, les occasions de nouveaux placements étrangers ont été très rares. Les difficultés que les nations débitrices

ont éprouvées à faire face à leurs obligations ont eu pour effet de décourager de nouveaux prêteurs et tant que les installations des pays producteurs de matières premières n'étaient pas utilisées à plein, il n'y avait guère de motifs, ou il n'y en avait même aucun, pour procéder à de nouveaux placements dans l'industrie. Hormis l'exception due à une augmentation de la production des mines d'or, il n'y a eu, en général, aucune possibilité de placements avantageux dans des entreprises nouvelles des pays d'outre-mer. Des montants considérables ont toutefois été consacrés sur les marchés étrangers à l'achat d'actions d'entreprises déjà existantes, ces placements étant attirés par les perspectives de hausse des cours en bourse après la dépression. Pendant les deux années 1935 et 1936, les capitalistes étrangers ont placé un solde net de plus de 900 millions de dollars en valeurs américaines et ils ont, en outre, acheté aux Etats-Unis pour plus de 300 millions de dollars de valeurs mobilières non américaines. Ces transactions ont représenté un transfert de propriété des valeurs existantes, mais non pas une utilisation de l'épargne pour le développement d'une production nouvelle, ni un développement des échanges internationaux comme celui qui eût résulté d'une reprise des prêts étrangers pour de nouvelles entreprises.

On constate semblable évolution sur le marché intérieur de quelques pays, par exemple sur le marché britannique où des entreprises privées se sont transformées en sociétés à responsabilité limitée dont les actions ont été offertes au public. Le montant payé pour l'achat des actions est passé aux mains de ceux qui vendaient leurs affaires et qui, à leur tour, devront placer ces disponibilités. Dans les pays où la confiance dans la monnaie a été rétablie, les marchés financiers se caractérisent par une grande masse de capitaux en quête de placement; un montant substantiel d'épargne privée reste à investir, et un important élément de cette épargne se trouve constitué par le volume considérable des primes perçues par les compagnies d'assurances qui, dans un grand nombre de pays, dépassent tous les chiffres antérieurs. Sur les marchés britannique et américain, ainsi que sur quelques autres marchés, il semble qu'on doive attribuer principalement à cette énorme «pesanteur de la monnaie» les taux d'intérêt peu élevés qui ont persisté pendant ces années de redressement industriel, malgré la hausse des prix des marchandises.

Pendant ces derniers mois, les taux se sont raffermis dans une certaine mesure à New-York, pour les fonds à vue comme pour les emprunts à long terme, et à Londres, pour les emprunts à long terme, mais, sur ces marchés, la caractéristique générale reste le bon marché de l'argent et les prix relativement élevés des titres d'Etat. Quand le montant de l'épargne en période de dépression est considérable par rapport aux possibilités de placement, la baisse des taux d'intérêt est chose naturelle; toutefois, lorsque les marges d'accroissement de la production des affaires existantes sont utilisées

et que les stocks invendus de matières premières se réduisent à un certain minimum, l'heure vient où il faut accroître la capacité de production: le besoin de crédits à la fois à long et à court terme doit alors constituer, bien entendu, l'un des principaux facteurs influençant les taux d'intérêt. De plus, jusqu'à un certain point, le prix de l'argent tend à varier avec le rendement des activités industrielles. Des statistiques dressées en Grande-Bretagne indiquent dans quelle proportion les bénéfices se sont accrus au cours des dernières années: pour les sociétés qui ont fourni des renseignements, ils se sont élevés à 5,9 % du capital versé en 1932/33, et à 9,4 % en 1935/36; depuis lors, les bénéfices ont encore augmenté.

Peut-être y a-t-il à craindre, à l'heure actuelle, que des facteurs temporaires ne gonflent les profits et que ce pouvoir momentané de réaliser des bénéfices ne soit capitalisé sur une nouvelle base, à un taux d'intérêt trop faible. En période d'expansion, on tend toujours à surestimer la capacité des sociétés industrielles de faire des profits; dans les circonstances actuelles, il y a deux facteurs supplémentaires au moins dont il convient aussi de tenir compte: l'énorme augmentation des dépenses d'armement, qui ne semble point pouvoir devenir un facteur permanent de l'activité économique mondiale, et la hausse générale des prix qui n'est pas seulement un élément de la reprise cyclique des affaires ou une conséquence du développement des armements, mais qui peut aussi refléter de nouvelles tendances à longue évolution, liées à l'accroissement de la production de l'or. Tant qu'elle dure, une hausse des prix a des chances d'être génératrice d'une augmentation des bénéfices, aussi bien réels que nominaux: certains éléments du prix de revient suivent en général avec quelque retard le mouvement de hausse; de plus, les entreprises négligent souvent de tenir raisonnablement compte, dans leurs prévisions, du fait que le coût de remplacement des matériaux et des fournitures tend à augmenter et qu'une partie de la différence entre le montant global de leurs prix d'achat et celui de leurs prix de vente ne devrait pas, en conséquence, être considérée comme un profit, mais bien mise en réserve pour maintenir intact le capital d'exploitation.

Les impôts élevés actuellement en vigueur ont sans aucun doute une action modératrice sur les marges de bénéfices, mais lorsque les prix ont une tendance latente à monter et que les gouvernements dépensent plus que leurs revenus courants, de lourds impôts ne sont pas en eux-mêmes un remède préventif infaillible contre le développement d'un boom. On en vient alors naturellement à se demander si un changement ne devrait pas être apporté aux conditions générales du crédit. A l'intérieur du système bancaire s'opère normalement une sélection des crédits d'après leur objet et l'on prend, en général, plus de précautions aujourd'hui que par le passé pour empêcher les fonds prêtés d'alimenter la spéculation; mais d'importantes disponibilités sont aux mains du public et des

entreprises privées, et, dans la mesure où ces disponibilités entrent en jeu, un contrôle du crédit par sélection des emprunteurs s'avère inefficace. C'est pourquoi, sur quelques marchés, des mesures ont été prises pour réduire la pléthore de disponibilités — accroissement des réserves liquides obligatoires pour les banques commerciales (États-Unis), opérations du Fonds d'égalisation des changes (Angleterre) ou autres opérations sur marché libre (émission de «Solawechsel» en Allemagne et vente de titres d'État en Argentine).

A la Conférence de Londres, en 1933, certains principes de politique monétaire avaient été posés et il peut être opportun de citer la résolution suivante concernant spécialement le contrôle du crédit: «pour autant que le permet leur situation propre», les banques centrales «doivent s'efforcer d'adapter leur politique de crédit à tout mouvement tendant à provoquer une modification anormale de l'activité générale des affaires. Une expansion de l'activité générale, d'une telle ampleur qu'elle ne pourra évidemment pas être maintenue en permanence, doit amener les banques centrales à prendre des mesures dans le sens d'une restriction du crédit par les méthodes que chacune d'elles estimera les plus appropriées, compte tenu de la situation intérieure du pays. Inversement, un fléchissement anormal de l'activité générale doit les amener à adopter une attitude plus libérale en matière de crédit.»

Pour apprécier si l'expansion actuelle de l'activité des affaires est de telle nature qu'elle ne puisse, de toute évidence, être maintenue permanente, il est opportun de se rappeler que, presque partout, l'amélioration a surtout consisté, jusqu'à présent, en une meilleure utilisation de la capacité actuelle de production. Mais le redressement s'est accéléré ces derniers temps; aussi devra-t-il être étudié de très près. S'il s'agit véritablement d'une augmentation des demandes effectives de capitaux, un relèvement des taux ne viendra pas nécessairement retarder un progrès économique salutaire, mais devrait plutôt faciliter l'évolution de l'expansion industrielle sur la base de justes évaluations du prix de revient réel. L'une des difficultés de la situation présente réside dans le fait que, dans certains pays où la confiance a fait défaut ou dans lesquels d'autres causes de perturbation ont prévalu, les taux d'intérêt sont restés élevés et doivent encore être abaissés. Cette constatation vaut également pour un grand nombre d'obligations internationales. Un raffermissement éventuel des taux dans certaines directions devrait, par conséquent, coïncider avec la mise en œuvre d'efforts persévérants pour les réduire dans d'autres directions.

Pendant les années de crise, la politique monétaire s'est donné pour objectifs principaux, d'une part, de faciliter autant que le permettaient les conditions de chaque marché un abaissement des taux d'intérêt et, d'autre part, de remettre de l'ordre dans les relations monétaires internationales en augmentant la stabilité des changes et en abolissant graduellement les restrictions sur les marchés des

devises. Si l'on considère le monde dans son ensemble, ces objectifs ne sont encore que partiellement atteints, et le changement des conditions économiques pose déjà de nouveaux problèmes. La politique budgétaire des divers gouvernements constitue un élément important de la présente situation monétaire. Il est inévitable que les gouvernements se préoccupent, à l'heure actuelle, des questions monétaires à l'ordre du jour et les examinent de concert avec les banques centrales, qui disposent de l'organisation voulue pour exécuter la politique monétaire à appliquer et pour recueillir les informations nécessaires à l'examen des problèmes monétaires. L'administration quotidienne des Fonds d'égalisation des changes nouvellement constitués a été confiée aux banques centrales, ce qui oblige ces dernières à rester en contact avec les gouvernements. Mais des problèmes bien plus importants encore que la gestion des Fonds d'égalisation doivent aussi être examinés par les gouvernements en consultation avec les banques centrales, car il est de plus en plus nécessaire de tenir compte des répercussions que les mesures de politique générale peuvent avoir sur la monnaie et sur les finances. Créer et maintenir des conditions d'ordre dans les finances publiques ainsi que sur les marchés de l'argent et des capitaux demeure une tâche d'importance fondamentale et aucune intervention technique sur le marché des changes ne sera efficace aussi longtemps qu'il n'existera pas une base solide pour l'asseoir; rien ne serait plus dangereux que de fermer les yeux sur les conditions essentielles d'une amélioration, en supposant que des mesures purement techniques peuvent suffire à remédier au déséquilibre de la situation.

Dans le domaine international, la Banque des Règlements Internationaux a continué à servir de lien entre les banques centrales. Un contact étroit entre les institutions monétaires des différents pays n'a jamais été plus nécessaire qu'à l'heure actuelle, alors que l'incertitude reste grande en ce qui concerne l'avenir du système monétaire. La Banque des Règlements Internationaux s'est efforcée de suivre de près les problèmes qui se posent dans les divers pays et que soulèvent les relations des pays entre eux. Le contact personnel, à Bâle, entre les représentants des banques centrales a conservé la même signification que les années précédentes: permettre à ceux qui participent à ces séances d'examiner en commun les questions techniques et les autres problèmes qui affectent la situation monétaire.

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

1. COURS DES CHANGES.

Le marché mondial des changes avait connu, au cours de l'année 1935, un certain état d'équilibre, après la période de grande tension qui, durant le premier semestre, avait affecté tout d'abord le marché britannique, puis plusieurs marchés du Continent. En fait, après la dévaluation de la monnaie belge, le 1^{er} avril, et de la monnaie dantzikoise, le 2 mai 1935, le cours des changes de toutes les monnaies européennes et pratiquement de toutes les monnaies extra-européennes a, pendant plus d'un an, évolué entre des limites très étroites. Des difficultés fondamentales n'en subsistaient pas moins et la confiance monétaire n'avait pas encore été rétablie dans les relations internationales.

En 1936, la situation a subi en France la répercussion des changements politiques consécutifs aux élections du mois de mai. Les sorties de capitaux du marché français, intermittentes depuis 1933, reprirent sur une grande échelle et, après un arrêt pendant l'été 1936, elles atteignirent en septembre un chiffre particulièrement élevé. S'ajoutant aux diminutions d'encaisse antérieures, ces pertes d'or provoquèrent d'actives controverses sur la question d'une dévaluation éventuelle, aussi bien dans le public que dans les milieux compétents. Le rapport du Comité Economique de la Société des Nations, du 14 septembre 1936, attira l'attention sur la nécessité de combler l'écart existant entre les niveaux des prix de la plupart des pays réellement ou nominalement à l'étalon-or et les niveaux des prix dans la majorité des pays à monnaies dépréciées. Tout en déclarant qu'il ne désirait pas se prononcer de manière dogmatique pour ou contre la dévaluation monétaire, le Comité faisait observer qu'en voulant maintenir contre des tendances adverses une monnaie surévaluée, on était inévitablement acculé à toute une série de mesures restrictives, alors qu'à son avis la seule politique saine consistait à rétablir le plus de liberté possible et à laisser jouer au maximum les forces actives de l'économie pour permettre la reprise de relations normales avec les autres pays. Le Comité financier auquel le rapport était présenté en approuva, d'une façon générale, les conclusions et déclara que l'expérience des dernières années avait clairement démontré qu'il existe certaines limites, au delà desquelles on ne peut espérer atteindre un équilibre stable à l'intérieur d'un pays par les seules méthodes de déflation (réduction des coûts de production).

Comme on l'apprit plus tard — le secret en ayant été bien gardé —, le Gouvernement français négociait depuis quelque temps avec les Gouvernements

des Etats-Unis et de la Grande-Bretagne les accords qu'il conviendrait de prendre au cas où la valeur du franc français viendrait à être modifiée et, le 25 septembre 1936, c'est-à-dire cinq ans et quatre jours après la suspension de l'étalon-or en Grande-Bretagne, le Gouvernement français fit connaître sa décision de proposer aux Chambres un ajustement de la valeur du franc. Cette décision fut portée à la connaissance du public par une déclaration, reproduite à l'annexe VII avec les déclarations simultanées des Gouvernements de la Grande-Bretagne et des Etats-Unis, l'ensemble de ces textes constituant l'Accord Tripartite.

Ce qu'il importe le plus de retenir de ces déclarations, c'est que l'ajustement du franc français a été favorablement accueilli par les deux autres Gouvernements qui n'y ont pas vu un obstacle à la collaboration, mais au contraire un moyen d'assurer plus solidement la stabilité des relations économiques internationales. Conformément à l'attitude ainsi adoptée, les Gouvernements de la Grande-Bretagne et des Etats-Unis non seulement n'essayèrent pas de contrecarrer l'action du Gouvernement français, mais ils se joignirent à lui pour déclarer qu'ils continueraient à user des moyens appropriés dont ils disposent, pour éviter, dans toute la mesure du possible, que des troubles puissent affecter les bases nouvelles des changes à la suite de l'ajustement envisagé, et à procéder, lorsqu'il y aurait lieu, aux consultations nécessaires à cet égard. Bien qu'il n'y ait pas eu constitution d'un fonds commun de ressources, il était nettement spécifié qu'on s'efforceraient de maintenir des conditions normales sur les marchés des changes. Les trois Gouvernements soulignaient, en outre, l'importance qu'ils attachaient au développement du commerce international et en particulier à ce qu'une action fût entreprise pour atténuer progressivement les régimes de contingents et de contrôle des changes en vue de leur abolition. Enfin, ils faisaient appel à la coopération des autres nations et ils exprimaient l'espoir qu'on ne recourrait pas à des dépréciations monétaires pour s'assurer ainsi des avantages de change déraisonnables et contrecarrer par là l'effort poursuivi pour rétablir des relations économiques plus stables. Les déclarations établissent une distinction entre l'ajustement monétaire susceptible de fournir une base plus solide aux relations économiques internationales et la dépréciation d'une monnaie à un niveau si bas qu'une telle mesure devrait être considérée comme un acte de concurrence offensive.

Le 1^{er} octobre 1936, c'est-à-dire six jours après la publication de l'Accord Tripartite, une nouvelle loi en France dispensait la Banque de France de l'obligation de rembourser en or ses billets et stipulait une dévaluation du franc pouvant aller de 25,19 % à 34,35 % par rapport à l'ancienne parité. Il semblerait que cette marge ait été prévue pour laisser aux autorités françaises la possibilité d'adapter la valeur du franc aux besoins divers de la situation. Le Gouvernement des Etats-Unis a encore le droit de modifier le contenu or du

dollar dans des limites variant de 50 à 60 % de sa valeur antérieure et les autorités britanniques conservent une entière liberté en ce qui concerne le change de la livre.

Au moment de l'ajustement du franc, les réserves d'or de la Banque de France s'élevaient à 50.218 millions de francs dont la réévaluation, sur la base d'une dépréciation de 25,2 %, a produit un bénéfice comptable d'environ 17 milliards de francs. Sur ce bénéfice, 7 milliards environ furent crédités au compte du Trésor et 10 milliards affectés à un Fonds d'égalisation des changes, constitué pour régulariser les relations entre le franc et les devises étrangères et pour maintenir la parité du franc par rapport à l'or dans les limites fixées. Le Fonds reçut également la disposition de l'or que toutes les personnes physiques ou morales domiciliées en France, propriétaires, à la date du 26 septembre 1936, de lingots, barres ou monnaies d'or devaient, conformément à la loi monétaire, céder à la parité antérieure du franc. L'importation et l'exportation d'or, sans autorisation de la Banque de France, étaient prohibées et les transactions sur or également subordonnées à l'autorisation de la Banque.

A la suite de la publication de l'Accord Tripartite, les pays suivants prirent également des mesures affectant leurs monnaies :

En Suisse, on apprit, le 26 septembre 1936, que le Conseil Fédéral avait décidé de modifier la valeur du franc; le lendemain, la Banque Nationale Suisse était, par décret, dispensée de l'obligation de rembourser ses billets en or ou en devises-or; elle restait, au contraire, obligée de conserver une couverture métallique correspondant à 40 % au moins des billets en circulation. Elle était, en outre, tenue de maintenir la parité-or du franc entre 215 et 190 milligrammes d'or fin, c'est-à-dire dans des limites correspondant à une marge de dévaluation de 25,94 à 34,56 % par rapport à l'ancienne parité. Par instructions spéciales du Conseil Fédéral, la banque recevait, de plus, la mission de tenir le franc à un niveau inférieur d'environ 30 % à l'ancienne parité et de porter à un compte spécial les bénéfices comptables provenant de la réévaluation de son encaisse-or, sur la base d'une dévaluation de 25,94 %. Le 26 septembre 1936, l'encaisse-or de la Banque Nationale Suisse, qui s'élevait à 1.537 millions, fut réévaluée à 2.075 millions de francs à la nouvelle parité, représentant un bénéfice comptable de 538 millions.

Aux Pays-Bas, un décret royal, publié le 26 septembre 1936, interdisait l'exportation des monnaies d'or et lingots; ce décret fut ratifié par la loi du 30 septembre 1936. Une autre loi, en date du même jour, établissait un Fonds d'égalisation des changes pour agir sur le cours des devises étrangères en achetant et vendant des transferts, lettres de change et autres effets payables à l'étranger, ainsi que de l'or. Le Ministre des Finances était autorisé à faire

au Fonds des avances jusqu'à concurrence d'un maximum de 300 millions de florins et à se procurer les sommes nécessaires à cet effet en émettant des bons du Trésor ou en empruntant sur de tels titres. Alors que les Fonds d'égalisation, en France et en Suisse, étaient créés à l'aide des bénéfices provenant de la réévaluation de l'encaisse-or des banques centrales (conformément au précédent établi par les États-Unis), le Fonds d'égalisation hollandais constituait donc son capital de roulement par l'émission de bons du Trésor (suivant, sur ce point, la méthode adoptée par le Fonds d'égalisation des changes de Londres). Aucune disposition ne fixait aux Pays-Bas la marge de dévaluation; le Fonds d'égalisation intervenait sur le marché, mais en laissant les cours du florin fluctuer plus ou moins sous l'action des mouvements de capitaux. Aux Indes Néerlandaises, l'étalon-or fut également suspendu; le Gouvernement décida de maintenir la monnaie à la parité du florin de la métropole.

En Lettonie, par décision du Conseil des Ministres du 28 septembre 1936, le lat, qui jusqu'à cette date avait été maintenu à la parité du franc suisse, fut dévalué et lié à la livre sterling au cours de 25,22 lats par livre (cours en vigueur avant le 21 septembre 1931), cette modification correspondant à une dévaluation d'environ 40 %. En même temps, l'encaisse-or de la Latvijas Banka a été réévaluée sur la base des cours moyens cotés au marché des changes de Riga les 28 et 29 septembre 1936. Les profits comptables résultant de la réévaluation ont été attribués à un Fonds de stabilisation des changes.

En Italie, le décret-loi royal du 5 octobre 1936 a défini la valeur de la lire italienne, 4,677 grammes d'or fin correspondant à 100 liras en valeur nominale, ce qui représente par rapport à l'ancienne parité une dévaluation de 40,94 % (c'est-à-dire le même taux de dévaluation que pour le dollar des États-Unis d'Amérique), un article du même décret prévoyant une réduction éventuelle ultérieure de la valeur de la lire italienne jusqu'à concurrence d'une nouvelle fraction de 10 %. La Banque d'Italie a été autorisée à réévaluer ses actifs or et devises étrangères sur la base de la nouvelle valeur de la lire, et les plus-values provenant de la réévaluation de ces actifs ont été réservées à l'État.

En Tchécoslovaquie, une loi du 9 octobre 1936 a fixé entre 32,21 et 30,21 milligrammes d'or fin la valeur de la couronne tchèque, cette marge correspondant à une dévaluation de 13,3 à 18,7 % par rapport à la parité alors en vigueur, et de 27,7 à 32,2 % par rapport à l'ancienne parité de 1929. Dans ces limites, le Gouvernement était autorisé à fixer par décret la valeur exacte de la couronne par rapport à l'or et, le même jour, le contenu or de la couronne a été fixé à 31,21 milligrammes d'or fin, ce qui représente une dévaluation de 30 % par rapport à la parité de 1929. Les réserves d'or et de devises étrangères de la

Banque Nationale ont été réévaluées provisoirement sur la base de la valeur maxima fixée pour la couronne. Les bénéfices comptables provenant de la réévaluation ont été portés au crédit de l'État, mais le montant en a été laissé en dépôt permanent à la Banque Nationale pour lui permettre de remplir la tâche qui lui était confiée de maintenir le cours de la couronne.

Outre ces décisions particulièrement importantes prises dans sept pays, une série d'autres modifications monétaires est intervenue à la suite de la publication de l'Accord Tripartite.

En Turquie, le Gouvernement a adopté, le 28 septembre 1936, comme base de sa monnaie, la livre sterling en lieu et place du franc français. Le prix d'achat d'une livre sterling a été fixé à 6,35 livres turques et le prix de vente à 6,38 livres turques, ce qui ne représente guère de changement par rapport aux prix précédemment appliqués.

En Grèce, la Banque de Grèce, en accord avec le Gouvernement, a décidé, le 29 septembre 1936, de lier sa monnaie à la livre sterling au lieu de la maintenir, comme précédemment, dans un rapport fixe avec le franc français. Le prix d'achat de la livre sterling devait être fixé, par décision du gouverneur de la banque, entre un taux minimum de 540 drachmes et un taux maximum de 550 drachmes; une telle décision est intervenue, fixant à 546 drachmes le prix d'achat d'une livre sterling et à 550 drachmes le prix de vente (contre un taux de 540 environ, avant la modification).

En U. R. S. S., un décret a maintenu le lien entre la monnaie russe et le franc français, mais le cours du change a été modifié et le rouble porté de 3 francs (cours fixé en février 1936) à 4,25 francs français.

En Roumanie, un décret royal, du 6 novembre 1936, — se référant à une autorisation donnée à la Banque Nationale, le 27 juin, de payer pour l'or fin une prime de 38 % — a ordonné la réévaluation, à ce taux, de l'encaisse-or de la banque: la plus-value résultant de cette réévaluation devait être utilisée conformément à une convention passée entre l'État et la Banque Nationale. Après l'affectation d'une partie de cette plus-value à des réserves spéciales et à des remboursements, le solde revenant à l'État a été exclusivement réservé à la couverture de dépenses militaires exceptionnelles.

Si l'on compare les modifications monétaires de l'automne 1936 à celles intervenues lorsque déferla sur le monde, à l'automne de 1931, la vague de dépréciations, on constate quelques différences très marquées. En 1931, lors de la suspension de l'étalon-or en Grande-Bretagne et dans un grand nombre d'autres pays, on laissa, en règle générale, les cours des monnaies de ces pays

chercher leur équilibre propre sur le marché des changes, sans aucune intervention ou avec peu de soutien des banques centrales, dont les réserves étaient le plus souvent épuisées. Il en résulta une période de fluctuations souvent violentes et extrêmement préjudiciables que l'on ne réussit que graduellement à régulariser. En 1936, au contraire, des dispositions législatives ont stipulé dans presque tous les cas le maintien des cours du change à un certain niveau ou dans certaines limites, et des Fonds spéciaux ont été constitués ou d'autres mesures prises pour éviter des fluctuations excessives.

Afin de rendre effective la coopération entre les autorités monétaires des pays ayant adhéré à l'Accord Tripartite, certaines dispositions techniques ont été prises pour permettre aux organismes compétents des Etats-Unis, de la Grande-Bretagne et de la France, chacun respectivement sur le marché des deux autres, d'obtenir de l'or contre les devises détenues par eux. Le Secrétaire du Trésor des Etats-Unis a fait savoir, le 13 octobre 1936, que, sous réserve d'une possibilité de dénonciation avec préavis de 24 heures, il vendrait de l'or aux fins d'exportation immédiate ou de consignation sous dossier aux Fonds d'égalisation des changes des pays qui seraient disposés, eux aussi, à vendre de l'or aux Etats-Unis, pourvu que leurs offres d'or fussent faites au prix et aux conditions que le Secrétaire du Trésor pût estimer les plus favorables à l'intérêt public. Le Secrétaire du Trésor ferait connaître chaque jour la liste des pays étrangers qui rempliraient ces conditions — le jour même, il désignait la Grande-Bretagne et la France. La Trésorerie britannique et le Ministère des Finances français publièrent également des déclarations relatives aux arrangements au jour le jour qu'ils avaient conclus pour l'application pratique de l'Accord.

Dès le 26 septembre 1936, le Gouvernement belge avait déclaré qu'il donnait son adhésion aux principes de la déclaration tripartite et, le 21 novembre, les Gouvernements suisse et hollandais annonçaient également leur rattachement à ces principes. Trois jours plus tard, le Secrétaire du Trésor inscrivait la Belgique, les Pays-Bas et la Suisse sur la liste des pays remplissant les conditions nécessaires pour obtenir de l'or du Trésor des Etats-Unis; la Trésorerie britannique et le Ministère des Finances français faisaient également connaître que ces trois pays devenaient parties à l'Accord.

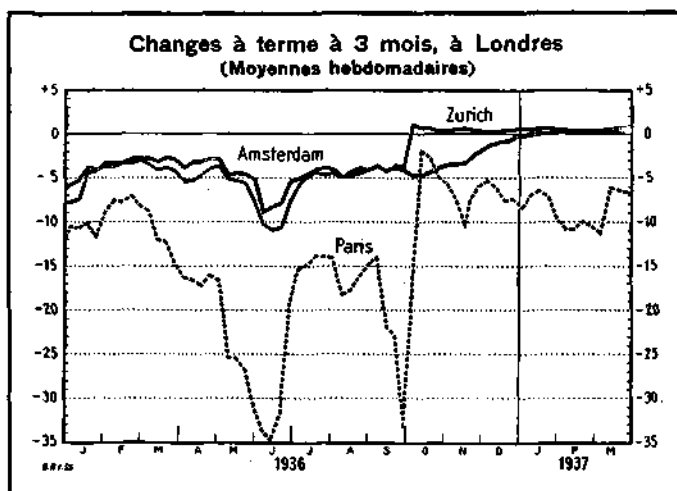
Grâce à ces différents arrangements, les autorités monétaires des six pays qui ont adopté les principes de l'Accord Tripartite s'accordaient réciproquement des facilités techniques assurant la conversion en or de leurs devises respectives. Les Etats-Unis, la Belgique et la Suisse ont indiqué le prix auquel, jusqu'à nouvel avis, ils achèteront et céderont de l'or contre leurs monnaies nationales respectives, tandis que les autres pays n'ont pas été jusqu'à fixer un prix à l'avance. Les autorités monétaires des pays qui n'ont pas adhéré à l'Accord Tripartite ne jouissent pas de droits aussi nettement définis pour obtenir de l'or

contre devises. Indépendamment d'accords qui peuvent être conclus pour des transactions particulières, ils ne peuvent obtenir d'or que, soit contre belgas, la Banque Nationale de Belgique étant tenue de rembourser ses billets en or qui, en fait, peut être exporté, soit contre livres sterling, l'or pouvant être acheté au prix courant sur le marché de Londres dans la limite des quantités disponibles.

L'application plus généralisée d'accords techniques analogues à ceux qui ont été conclus par les pays adhérant aux principes de l'Accord Tripartite contribuerait d'autant plus au bon développement des relations monétaires internationales que l'or sert toujours davantage au règlement du solde passif des échanges financiers et commerciaux. Cette utilisation plus générale de l'or à l'heure actuelle est due, en partie, au fait que les banques centrales et les Fonds d'égalisation (en dehors du groupe sterling) conservent moins de réserves en devises; en partie, au champ plus réduit qui s'offre aux opérations d'arbitrage privées depuis que les marchés des changes sont sous le contrôle des autorités monétaires centrales; en partie, enfin, à une diminution, tout au moins pour certains pays, du volume total des crédits commerciaux et autres consentis entre les marchés. Des procédés techniques se développent, fort différents de ceux en usage au temps où fonctionnaient l'étalon-or et l'étalon de change-or: le nouveau système pourrait se définir comme un système de règlement-or quotidien subordonné à l'action des autorités monétaires. L'année dernière, la Banque des Règlements Internationaux a pu, de même, constater une importante augmentation des transactions relatives à l'or exécutées pour le compte de ses clients; celles-ci ont été nettement supérieures à tout ce qu'elles avaient été dans le passé.

Pendant l'année, les transferts de capitaux d'un marché à un autre ont continué à se produire sur une grande échelle, et les effets de ces transferts ont à nouveau masqué les effets des mouvements saisonniers ou autres mouvements de même nature. Toutefois, lorsque les taux au comptant ont été plus ou moins maintenus fixes, les taux à terme ont souvent donné une indication sur le sens et l'importance des mouvements de capitaux. L'année dernière, les cours des marchés à terme des changes ont largement reflété le manque de confiance dans la valeur future des monnaies discutées. Le déport sur le franc français a atteint le chiffre élevé de 35 % environ (calculé en rendement annuel) vers le milieu de juin et dans la seconde moitié de septembre 1936.

Si les taux ont été aussi élevés, cela provient en partie de l'exiguïté des montants à la disposition des marchés à terme, les banques centrales désirant limiter les possibilités d'exportation de capital par le moyen de transactions à terme. Il va de soi que des taux aussi élevés ont constitué un obstacle pour le commerce normal et, dans certains cas, des facilités spéciales ont été consenties pour couvrir les besoins résultant de transactions commerciales de bonne foi.



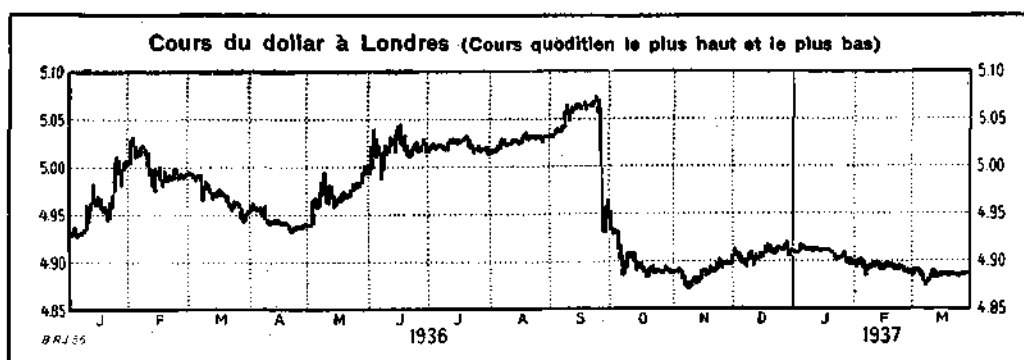
Le départ du franc français a été très élevé, même après la dévaluation, alors que la valeur du franc suisse et du florin sur le marché à terme des changes n'a varié que dans de faibles proportions. Depuis l'abandon de l'étalon-or, les cours du florin au comptant ont reflété les mouvements du rapatriement de capital sur le

marché intérieur. Pendant le dernier trimestre de 1936, les cours du florin par rapport au dollar ont évolué entre des points extrêmes maximum et minimum accusant une dépréciation de 22,67 % le 5 octobre, et de 19,54 1/2 %, à plusieurs reprises, en décembre.

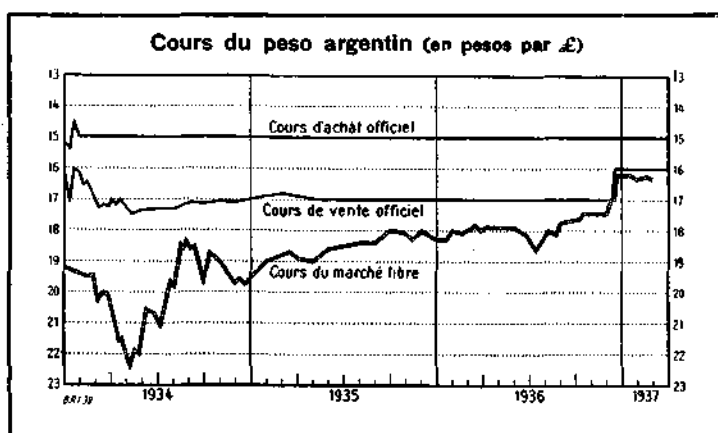
L'étalon-or ayant été suspendu en France, en Suisse et aux Pays-Bas, il n'existe plus aucun pays, à l'exception de l'Albanie, où, sans établir de contrôle de change, on ait pu conserver la monnaie à la parité-or d'avant crise. Parmi les pays à restrictions de change, l'Allemagne, la Pologne et la Lithuanie n'ont pas modifié la parité de leurs monnaies et, dans les accords de clearing conclus par ces pays, les comptes sont établis sur la base du pair monétaire. L'Allemagne a consenti certaines exceptions en vertu d'arrangements spéciaux, passés pour la plupart avec des pays d'outre-mer, mais elle a récemment réduit le champ de ces exceptions — en particulier, par un décret publié en février 1937. Le «registermark», principalement utilisé aux fins de tourisme, a été coté, pendant l'année 1936, avec un escompte variant de 40 à 56 %. En Italie, également, des lires sont mises à la disposition des touristes à un prix inférieur de 10 % environ au cours ordinaire.

La Pologne a introduit des restrictions de change, au printemps de 1936, et un grand nombre de pays, l'Allemagne, la Grèce, la Hongrie et la Yougoslavie notamment, qui ont maintenu le contrôle des devises déjà en vigueur, ont perfectionné leurs méthodes et pris des mesures plus sévères pour empêcher les fuites et les évasions. En Espagne, la guerre civile a fait rapidement tomber la valeur de la peseta; un moratoire des dettes y a été proclamé le 2 août 1936, et la solution de nombreux problèmes résultant de l'impossibilité d'exécuter les contrats ou de faire face aux échéances s'avère très difficile.

Le graphique suivant montre les cours de la livre sterling par rapport au dollar depuis le début de 1936.



On constate sur ce graphique une différence de 4% entre les cours extrêmes. Le 25 septembre 1936, le cours de la livre sterling, sous l'influence de l'afflux de capitaux venant de France, atteint 5,06 dollars, pour tomber à 4,93 dollars le 28 septembre, et à 4,87 dollars au début de novembre; les variations de cours sont restées faibles jusqu'en avril 1937, moment auquel des modifications importantes se sont produites. La Lettonie, la Grèce et la Turquie, comme il est indiqué plus haut, se sont rattachées au groupe sterling et, à l'automne de 1936, la monnaie de l'Uruguay a été également liée à la livre sterling. Le « peso libre » de l'Argentine s'est raffermi dans le courant de l'année et, en décembre 1936,



le prix de vente officiel d'une livre sterling a été ramené de 17 à 16 pesos, tandis que le prix d'achat restait fixé à 15 pesos. Ce changement reflète une amélioration marquée du commerce d'exportation et de la situation budgétaire.

Les pays de l'Améri-

que du Sud ont, en général, bénéficié de la hausse des prix des matières premières. La monnaie brésilienne s'est améliorée de près de 10% pendant l'année 1936; le 15 octobre, elle a été rattachée au dollar et des conditions plus normales ont été établies sur le marché des changes.

En Amérique du Sud, le Pérou et le Venezuela restent les seuls pays où il n'existe aucun contrôle des devises, mais les restrictions en vigueur dans les autres pays ont été, en règle générale, appliquées l'année dernière avec moins de rigueur et le transfert des capitaux a été rendu plus facile. Au Chili, il convient de mentionner qu'il n'est délivré de devises pour l'importation de produits

considérés comme articles de luxe qu'à certaines conditions et seulement contre paiement d'une prime majorant de 35 % le cours ordinaire des changes, mais, par ailleurs, le cours des devises s'est en général consolidé.

Le renchérissement des matières premières que le Japon importe a eu, entre autres facteurs, une influence défavorable sur la monnaie japonaise (depuis l'abandon de l'étalon-or, en 1931, l'évolution des prix dans le commerce extérieur a été défavorable pour le Japon — le prix moyen des matières exportées ayant augmenté d'environ 50 %, tandis que les prix des matières importées avaient plus que doublé). Le cours du change, maintenu pendant quatre ans à 1 shilling 2 pence par rapport à la livre sterling, grâce aux opérations officieuses de la Yokohama Specie Bank, a donné des signes de faiblesse vers la fin de 1936 et, en janvier 1937, des restrictions au commerce des devises ont été établies, principalement pour empêcher des importations semi-spéculatives trop considérables. Il n'y a pas eu d'exportations privées de capitaux comparables à celles constatées en France, mais les importants placements de capitaux japonais au Mandchoukouo et les lourdes charges militaires ont accru la tension provoquée par l'aggravation de la balance commerciale dont le déficit est passé de 15 millions de yen en 1935 à 135 millions en 1936. On reconnaît que la hausse rapide des prix à l'intérieur du pays rendrait une nouvelle dévaluation du yen particulièrement dangereuse. En janvier 1937, le cours de 1 shilling 2 pence était officiellement reconnu, le Ministre des Finances faisant savoir que la devise serait maintenue à ce cours, et, pendant les mois de mars et d'avril, de l'or était exporté aux États-Unis. La réserve d'or de la Banque du Japon s'élève à environ 1.600 millions de yen au prix actuel, alors que les mines japonaises ont une production d'or annuelle supérieure à 100 millions de yen. La monnaie du Mandchoukouo, le yuan, a été maintenue à la parité du yen japonais.

Le dollar chinois est resté stable depuis qu'il a rompu le lien qui l'attachait à l'argent métal, et les variations de son cours par rapport au dollar des États-Unis et à la livre sterling ont été ainsi réduites au minimum. En 1936, l'excédent d'importations de marchandises a été considérablement réduit et si l'on tient compte des exportations de métal argent, un solde commercial actif apparaît:

Commerce extérieur de la Chine en 1936	Marchan- dises	Argent	Or	Total
	en millions de dollars de Shanghai			
Exportations	705,7	254,3	19,1	979,1
Importations	941,5	4,7	1,1	947,3
Solde	- 235,8	+ 249,6	+ 18,0	+ 31,8

Sur un total d'exportations d'argent métal de 254,3 millions de dollars de Shanghai, 216,9 millions (soit 153 millions d'onces) ont été exportés aux Etats-Unis. Pendant l'année, les autorités chinoises ont vendu de grandes quantités d'argent métal au Département du Trésor des Etats-Unis, mais ni les montants exacts ni les prix n'en ont été publiés; en échange de cet argent, les autorités chinoises ont reçu des dollars des Etats-Unis, dont une partie a été convertie en or, et les réserves ainsi constituées ont permis de consolider la position monétaire de la Chine. En mai 1936, le Gouvernement chinois a annoncé qu'il avait décidé de conserver une réserve suffisante d'or, d'argent et de devises pour constituer une couverture des billets en circulation et que l'encaisse-argent représenterait un minimum de 25 % de ces billets; il annonça, en outre, que les réserves d'or et de devises continueraient à être augmentées et qu'il procéderait à l'émission de pièces d'argent d'un demi-dollar et d'un dollar. De plus, les restrictions pour l'utilisation de l'argent dans les arts et dans l'industrie furent abolies. On prévoit que la transformation de la Banque Centrale de Chine en banque centrale de réserve sera achevée vers le milieu de 1937.

Exception faite de la monnaie espagnole qui s'est affaiblie, la stabilité des changes a été pratiquement maintenue depuis les ajustements de l'automne de 1936. La conclusion de l'Accord Tripartite équivalait à reconnaître qu'aucun pays ne peut modifier la valeur extérieure de sa monnaie sans affecter la position relative des autres monnaies, et que les fluctuations d'une monnaie sur le marché des changes, en particulier lorsqu'il s'agit d'une monnaie importante, sont pour toutes les nations un sujet d'inquiétude légitime. Cet Accord reconnaissait également que l'égalisation des changes doit se faire sur la base de l'or et, par ses dispositions techniques, fournissait un moyen d'apurer les soldes.

Le Conseil d'Administration de la Banque des Règlements Internationaux a adopté, à sa séance du 12 octobre 1936, une résolution prenant note des diverses mesures adoptées et «attirant à nouveau l'attention sur la nécessité urgente d'assurer une stabilité générale des changes». La semaine précédente, le Chancelier de l'Echiquier avait fait la déclaration suivante:

« . . . Je ne vois aucune raison de modifier l'opinion que j'ai déjà exprimée, que nous finirons probablement par revenir à un étalon monétaire international sur la seule base qui paraisse inspirer une confiance générale. Il va de soi qu'il serait nécessaire auparavant de nous garantir contre un retour des fluctuations violentes de la valeur de l'or exprimée en termes marchandises, fluctuations qui ont provoqué tant de troubles au cours de ces dernières années. Si nous sommes en mesure de le faire

— et il y a là matière à un développement de la collaboration internationale — je ne vois pour ma part aucune difficulté insurmontable qui puisse nous empêcher d'arriver à nouveau à un système monétaire établi sur la libre circulation de l'or.» (Londres, 6 octobre 1936).

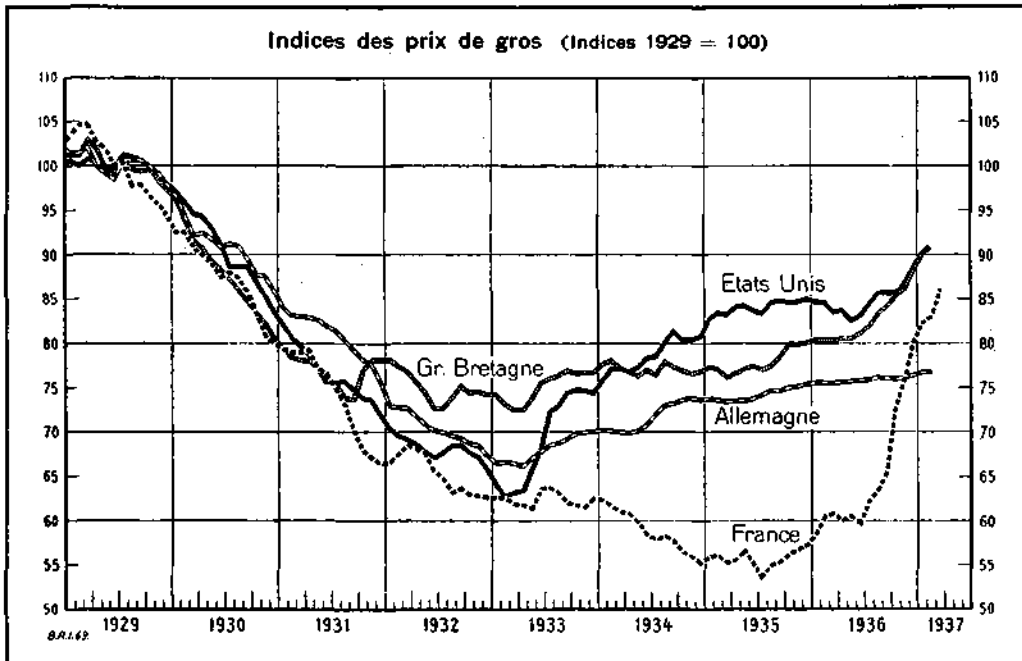
La Banque Nationale Suisse, dans son rapport annuel de 1936, estime que l'importance de l'Accord Tripartite consiste principalement dans la création d'une base de collaboration dans le domaine monétaire. Dans une déclaration du 30 septembre, le Président de la Reichsbank a exposé, entre autres, que le Gouvernement allemand et la Reichsbank ne voulaient pas accroître l'incertitude de la situation monétaire internationale par une modification quelconque de la valeur du reichsmark. Malgré les imperfections reconnues du contrôle des devises pratiqué en Allemagne, ce système ne pourrait être aboli par la seule dévaluation du mark. Le Gouvernement allemand serait, cependant, disposé à participer à tout moment à des négociations internationales efficaces qui se proposeraient de rétablir une plus grande liberté du commerce et des paiements internationaux, à la condition, ainsi que le souligne la déclaration des trois puissances, que les intérêts nationaux se trouvent sauvegardés.

Ainsi donc, si les conditions varient d'un pays à un autre, et si les opinions divergent quant aux aspects du problème sur lesquels il convient d'insister et quant à l'interprétation exacte à donner aux mesures prises, on ne peut mettre en doute la volonté générale d'édifier une base monétaire sur laquelle le système des changes internationaux trouvera son meilleur équilibre, et qui permettra par là même le développement du commerce international.

2. MOUVEMENTS DES PRIX.

Le relèvement prononcé des prix pendant l'année examinée reflète la reprise des affaires. Le graphique suivant indique les variations des prix de gros de quatre grands pays pour la période 1929 à 1937; ces prix sont calculés en monnaies nationales, sur la base commune de 1929.

Au relèvement marqué des prix qui s'était produit à l'automne de 1935, a succédé une période de stabilité relative, au cours du premier semestre de 1936, période pendant laquelle quelques prix manifestèrent même une légère tendance à la baisse. Le revirement s'est produit dans le courant de l'été. Pour le commerce mondial, la hausse des prix en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis est de la plus haute importance. On verra sur le graphique que, dans ces deux pays, le mouvement de hausse s'est affirmé avec une très grande vigueur pendant tout l'automne et jusqu'en 1937. L'accroissement des dépenses d'armement a provoqué une énorme hausse des prix des métaux et de certaines



autres matières premières. Toutefois, l'accroissement de la demande effective résultant du volume plus considérable des ventes au détail, qui a coïncidé avec une augmentation des revenus nationaux et un renouvellement d'activité dans les industries qui fabriquent les produits de base, a exercé sur le niveau des prix une influence encore plus grande.

Aux États-Unis, le revenu national (au sens technique de revenu dépensé) a été d'environ 60 milliards de dollars en 1936, d'après les estimations du département du Commerce, le niveau le plus bas ayant été de 45 milliards de dollars en 1933; on signale, en outre, que la consommation des marchandises a augmenté en 1936 plus rapidement que pendant toute autre année de la période de redressement. En Grande-Bretagne, les ventes au détail ont augmenté de 7% en 1936 par rapport à 1935, pourcentage d'augmentation plus élevé qu'en aucune autre année depuis 1932 (première année pour laquelle des statistiques de ventes au détail ont été établies).

L'augmentation de la demande dans le commerce de gros a été par moments très intense, surtout en raison des importantes commandes à terme faites, les unes en prévision d'un relèvement des prix, les autres en vue d'assurer les approvisionnements nécessaires pour un volume d'affaires accru. Il y a lieu de noter tout particulièrement la tendance des stocks, depuis 1933 ou 1934, à passer des centres de production aux centres de consommation. Une diminution des stocks visibles de matières premières au moment où s'accroît la production de ces mêmes matières est un signe de grande activité industrielle, mais les stocks

ont tendance à s'accumuler chez les fabricants ou chez les grossistes en période d'amélioration des affaires et de hausse des prix. Il va de soi que la situation est beaucoup plus saine quand les stocks sont détenus volontairement par les fabricants au lieu de rester entre les mains de producteurs qui souhaiteraient les écouler. Comme la demande effective a été plus soutenue et que les stocks ont été liquidés, la production ou l'exportation des marchandises soumises à une réglementation internationale a pu bénéficier, en général, de contingents plus élevés.

Il est évident qu'il faut tenir compte de tous les facteurs qui contribuent à déterminer le sens du redressement économique pour apprécier à leur valeur les causes de la hausse des prix. La dépréciation d'une monnaie par rapport à l'or constitue l'un de ces facteurs, non seulement parce qu'elle peut rétablir entre les prix intérieurs et les prix mondiaux une meilleure proportion, mais encore en raison de l'influence qu'elle exerce sur les marchés financiers et sur le volume de la production d'or. Il est significatif que le réajustement des monnaies, à l'automne de 1936, n'ait provoqué aucune oscillation brusque dans la courbe des prix mondiaux; c'est qu'il s'est produit à un moment où ceux-ci se relevaient (et non, comme lors de la dépréciation de la livre sterling, en pleine dépression d'une exceptionnelle gravité), et l'opinion générale a été que ce réajustement rétablissait l'équilibre monétaire dans des conditions propres à faciliter la reprise du commerce international.

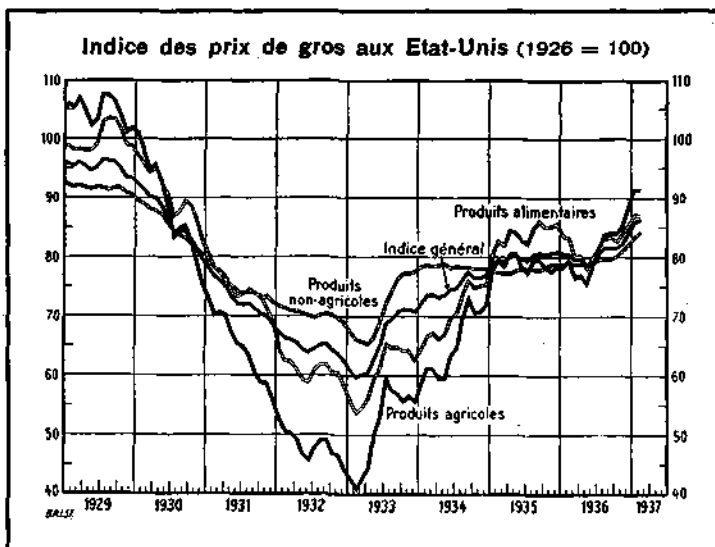
Le tableau suivant indique le relèvement des prix en Grande-Bretagne pendant l'année 1936 pour chacun des groupes de l'indice du Board of Trade:

Prix de gros en Grande-Bretagne moyenne 1930 = 100	Décembre 1935	Décembre 1936	Pourcentage d'augmentation en 1936
Céréales	91,8	118,1	+28,6
Viandes, poissons et œufs	82,4	85,0	+ 3,2
Autres denrées alimentaires et tabac	91,0	98,1	+ 7,8
Total des denrées alimentaires et du tabac	88,6	99,3	+12,1
Charbon	108,1	111,2	+ 2,9
Fonte et acier	102,1	110,5	+ 8,2
Métaux non-ferreux	91,7	106,6	+16,2
Coton	88,9	94,5	+ 6,3
Laine	97,7	122,7	+25,6
Autres textiles	74,4	75,5	+ 1,5
Produits chimiques et huiles	93,6	97,1	+ 3,7
Divers	87,5	97,4	+11,3
Total des produits industriels	92,9	101,6	+ 9,4
Total de tous les articles	91,5	100,8	+10,2

Abstraction faite de la laine, ce sont les céréales et les métaux non-ferreux qui accusent les plus fortes hausses. En ce qui concerne les céréales, l'augmentation est due principalement à la rareté des approvisionnements à la suite de

la sécheresse en Amérique et d'un été excessivement pluvieux dans la plupart des pays importateurs d'Europe. Les métaux non-ferreux ont été particulièrement affectés par les commandes résultant des armements. L'accroissement des dépenses d'armement a eu un effet très net sur les prix, mais il convient cependant de ne pas le surestimer. L'accroissement des demandes, sur le marché des Etats-Unis par exemple, a été, dans l'ensemble, un facteur plus important; ce marché absorbe environ 40 % de la production mondiale de caoutchouc, de cuivre et de plusieurs autres matières industrielles, et l'état des affaires aux Etats-Unis est donc d'une importance capitale pour la tendance des prix.

Le graphique suivant indique le mouvement des prix pour les principaux groupes de marchandises aux Etats-Unis, depuis 1929.



Les prix des produits industriels (dénommés sur le graphique produits non-agricoles) ont commencé à se relever pendant l'été de 1936, après être restés pratiquement stables pendant deux ans et demi. La hausse récente des prix a affecté de très nombreuses marchandises, matières premières aussi bien que

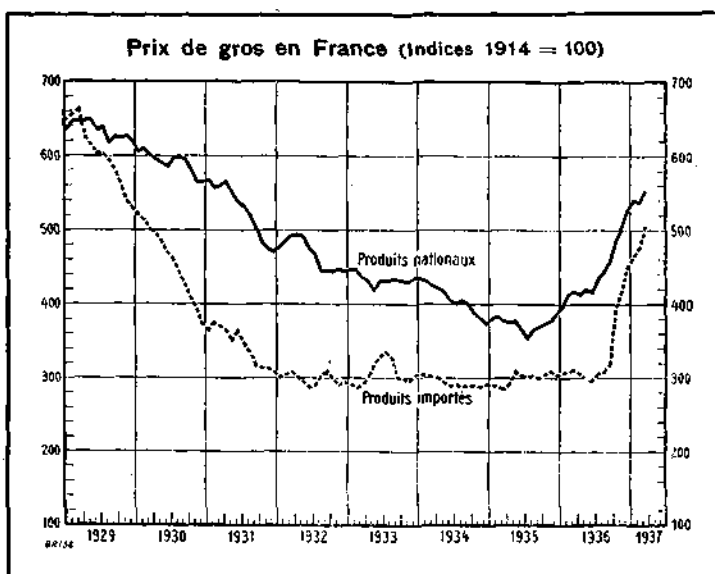
produits semi-ouvrés et articles finis.

Parmi les quelques marchandises qui ont baissé en 1936, le beurre marque la chute la plus prononcée. Le prix de ce produit n'a pas diminué de moins de 15 % sur le marché britannique qui a une importance toute spéciale du fait qu'il absorbe plus des deux tiers de tout le beurre exporté. Ces derniers temps, la consommation du beurre a augmenté chaque année en Grande-Bretagne, mais le prix n'en a pas moins baissé: dans la plupart des pays exportateurs, l'industrie du beurre a reçu des subsides sous une forme ou sous une autre, ce qui a permis à la production de s'accroître malgré la chute des prix. Au contraire, le prix de la laine s'est relevé d'environ 25 % en 1936: la laine offre l'exemple d'un produit agricole qui n'a, pour ainsi dire, aucunement bénéficié d'un soutien artificiel des cours pendant la crise. L'Australie, pays qui, en l'espèce, a le plus d'intérêts en jeu, reçoit la récompense de la politique sévère qu'elle a suivie pendant les années de crise, en vendant la totalité de sa production et en

se refusant à accumuler des stocks qui pèsent sur les futures transactions.

Le prix du coton s'est raffermi quelque peu pendant l'année, parallèlement à une demande croissante et à une certaine diminution de rendement aux Etats-Unis à la suite de la sécheresse. En 1931/1932 et en 1935/1936, la production mondiale s'était à peu près maintenue au niveau de $26\frac{1}{4}$ millions de balles courantes américaines, mais sur ce total la production américaine est tombée de plus de 60% à un peu moins de 40%. La diminution de la production américaine résulte, dans une large mesure, de la mise en œuvre d'un plan officiel; entre-temps, toutefois, la production a augmenté de plus de 60% dans le reste du monde, et l'amélioration des prix profite aux pays qui, comme le Brésil et l'Egypte, se sont substitués aux Etats-Unis dans l'approvisionnement mondial.

C'est en France, parmi les pays qui ont ajusté leur monnaie à l'automne de 1936, que la hausse des prix a été la plus importante; elle a été due, non seulement à la dévaluation effectuée au moment où les prix mondiaux se rele-

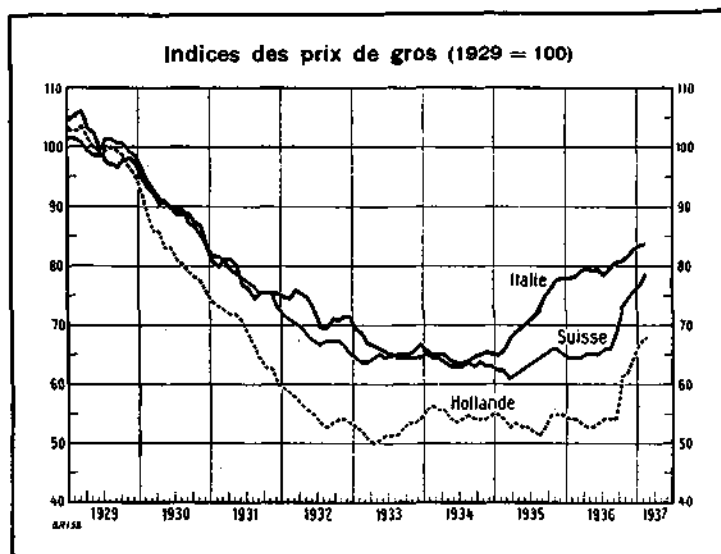


vaient, mais encore à une série de mesures de caractère surtout social qui ont fait monter le coût de la production intérieure. Le graphique ci-contre montre, d'une part pour les produits importés, d'autre part pour les produits nationaux, le mouvement des prix depuis 1929 jusqu'à ce jour. L'index relatif aux produits nationaux, qui marque une hausse rapide depuis le milieu de 1935, subit fortement l'influence du mouvement

des prix agricoles.

En Hollande et en Suisse, la hausse des prix depuis la dévaluation a été moins marquée qu'en France. Les prix italiens se sont rapidement relevés en 1935, mais, depuis la dévaluation, l'augmentation a été relativement modérée.

En même temps qu'il était procédé à l'ajustement de la lire, toute hausse des loyers, du prix de l'eau, du gaz, du courant électrique, des taux et des tarifs de transports se trouvait interdite pour deux ans; les impôts de crise établis



sur les matières premières étaient supprimés ou considérablement réduits; depuis lors, des mesures ont été prises pour contrôler les mouvements des prix de toutes les marchandises et de tous les services. Une commission des prix a été également instituée en Suisse et certaines augmentations de prix interdites. En Alle-

Allemagne, en Italie, en Pologne et dans quelques autres pays, les mesures pour empêcher une hausse excessive des prix sont devenues de plus en plus rigoureuses. Un commissaire aux prix a été nommé en Allemagne dans le cadre du plan de quatre ans, non seulement pour contrôler le coût de la vie, mais encore pour surveiller, dans son ensemble, la structure nationale des prix. Un décret spécifie que toute augmentation de prix non spécialement autorisée est interdite, et cette disposition vise en particulier l'augmentation des articles de première nécessité, de l'ensemble de la production agricole et industrielle, des transports de marchandises, ainsi que des services divers; il s'oppose de même à toute modification des conditions de paiement et de livraison et à toute augmentation indirecte de prix par substitution de produits de qualité inférieure.

Des prix plus élevés et une demande de matières premières plus forte ont, bien entendu, amélioré la situation des pays producteurs de matières premières que la dépression avait gravement touchés. Le remarquable redressement de la situation économique en Argentine, depuis le milieu de 1936, est une conséquence directe de la forte reprise des céréales et des graines de lin consécutive à la sécheresse et aux tempêtes de sable aux Etats-Unis et au Canada. L'avenir se présente également sous un aspect meilleur pour le Brésil et pour d'autres pays de l'Amérique du Sud. L'amélioration constatée dans les pays producteurs de matières premières devrait permettre une rémunération plus élevée des capitaux qui y sont placés; c'est un avantage dont bénéficieraient les pays qui, comme l'Angleterre et les Pays-Bas, y ont investi, par le passé, des sommes considérables et qui ont, de ce fait, subi de lourdes pertes pendant la crise.

Pendant une période de redressement, l'impulsion générale provient des grands pays industriels qui sont obligés d'importer de plus grandes quantités

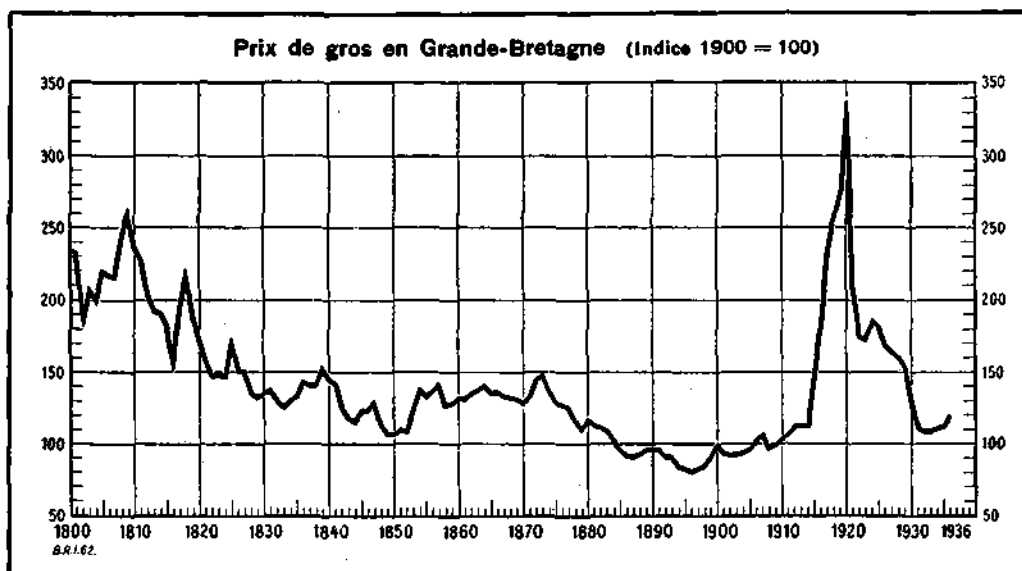
de matières premières pour satisfaire aux exigences d'une industrie en voie de développement. Ces importations sont symptomatiques d'un réveil de l'activité et l'on ne peut voir en elles l'indice d'un déséquilibre permanent de la balance des comptes. Grâce au raffermissement de leur pouvoir d'achat, les producteurs d'outre-mer seront, le moment venu, en mesure d'augmenter leurs importations d'articles manufacturés.

Lorsque les conditions se modifient rapidement, il n'est pas aisé de se rendre compte si une monnaie donnée doit être considérée comme surévaluée ou non. Il est certain que les indices des prix de gros ne constituent pas un instrument de mesure suffisant pour déterminer la valeur intrinsèque des diverses monnaies. Il faut également tenir compte des modifications du coût de la vie et d'autres éléments affectant les postes réguliers de la balance des comptes, éléments qui ne se prêtent pas aisément à la comparaison internationale. Il est, en général, plus facile pour un pays d'équilibrer ses comptes avec l'étranger en période de hausse des prix mondiaux qu'en période de baisse. Le mouvement actuel de hausse des prix, marqué surtout en ce qui concerne les matières premières, s'étend également de façon très nette au coût de la vie.

Pendant l'année 1936, l'augmentation du coût de la vie en Grande-Bretagne a été d'environ 3%; aux Etats-Unis, elle a été légèrement inférieure; en Hollande, malgré la dévaluation, elle a été nulle; en Suisse, elle a atteint 2%; en Italie, 6% environ et en France elle a été plus accentuée encore par suite des mesures législatives et autres qui ont agi sur le coût de production. En Allemagne et en Autriche, d'autre part, l'indice ne fait guère apparaître de changement. Dans la grande majorité des pays où le coût de la vie a monté, l'augmentation a commencé à être plus accusée pendant les mois d'hiver 1936—1937. Le mouvement est donc de date récente et il n'a guère exercé jusqu'ici grande influence dans le sens d'une modification des restrictions d'importation et des autres mesures qui contribuent à maintenir élevé le coût de la vie. Il a eu toutefois sa répercussion sur le mouvement des salaires dans un certain nombre de pays et il a, en général, augmenté l'importance des problèmes ouvriers sur les marchés du travail.

Le graphique ci-après permet de suivre le développement des prix de gros en Grande-Bretagne depuis 1800.

Il a fallu trente ans avant que ne s'arrêtât la baisse des prix consécutive aux guerres napoléoniennes et que la courbe ne se redressât. Il semblerait maintenant qu'il ait fallu moitié moins de temps pour arrêter la baisse des prix consécutive à la Grande Guerre et pour renverser le sens de la courbe. Dans un monde qui lutte pour se libérer d'un volume considérable de dettes, on ne peut nier qu'une amélioration des prix soit souhaitable, mais une hausse trop violente



peut risquer de rompre l'équilibre de la production et contenir le germe de difficultés ultérieures. Il est naturel que la rapidité du récent mouvement des prix fasse naître une certaine inquiétude et que les milieux compétents s'attachent dès maintenant à l'étude des mesures qu'il y aurait lieu de prendre le cas échéant.

3. COMMERCE EXTÉRIEUR.

Par rapport au niveau de 1929, le volume du commerce international avait diminué de 25 % en 1932. Depuis lors, un redressement progressif a été enregistré, mais le volume du commerce mondial en 1936 est encore inférieur de 14 % à celui de 1929. Une amélioration marquée s'est produite dans les derniers mois de 1936 et s'est poursuivie en 1937. Le tableau ci-après classe les pays suivant l'ordre de grandeur du pourcentage d'amélioration de leurs importations et exportations en 1936, exprimées en monnaies nationales.

Une amélioration sensible s'est produite dans les pays du bassin danubien (Roumanie, Bulgarie, Hongrie) qui ont bénéficié d'une récolte abondante, pendant une année de relèvement du prix des céréales. Parmi les pays d'outre-mer, ce sont l'Indochine, le Mandchoukouo, les Indes Néerlandaises, la Chine, le Canada, la Nouvelle-Zélande, le Brésil, le Chili et les Indes Britanniques qui ont bénéficié du plus fort pourcentage d'augmentation de leurs exportations. Les Indes Néerlandaises ont conservé l'étalon-or à l'ancienne parité jusqu'en septembre 1936, mais leurs exportations n'en ont pas moins augmenté de près de 20 %, le pays bénéficiant particulièrement de la hausse du prix du caoutchouc. Les exportations de l'Afrique du Sud, constituées principalement par de l'or, ont

Changements dans le commerce extérieur de différents pays de 1935 à 1936.*

Importations				Exportations			
en millions d'unités des monnaies nationales							
Pays :	1935	1936	Change- ments %	Pays :	1935	1936	Change- ments %
U. R. S. S.	1.057	1.353	+ 28,0	Philippines	186	270	+ 45,2
Estonie	69	87	+ 25,3	Haïti	34	49	+ 42,0
Belgique-Luxembourg	17.112	21.098	+ 23,3	Lettonie	99	139	+ 39,4
Iran	718	878	+ 22,3	Dantzig	235	325	+ 38,2
Nouvelle-Zélande	36	44	+ 21,5	Mandchoukouo	356	474	+ 33,1
Lithuanie	129	156	+ 21,4	Indochine	1.298	1.682	+ 29,6
France	20.974	25.387	+ 21,1	Maroc	621	782	+ 25,9
Lettonie	101	122	+ 20,8	Lithuanie	152	191	+ 25,1
Finlande	5.344	6.343	+ 18,7	Belgique-Luxembourg	15.786	19.724	+ 24,9
Etats-Unis d'Amérique	2.047	2.420	+ 18,2	Turquie	96	118	+ 22,9
Chili	295	347	+ 17,7	Chine	576	706	+ 22,7
Tchécoslovaquie	6.716	7.898	+ 17,5	Canada	838	1.028	+ 22,6
Pologne	861	1.003	+ 16,5	Nouvelle-Zélande	47	57	+ 21,9
Canada	550	635	+ 15,4	Bulgarie	3.253	3.910	+ 20,2
Union Sud-Africaine	73	84	+ 14,9	Bresil	4.104	4.896	+ 19,3
Philippines	169	192	+ 13,6	Indes Néerlandaises	447	533	+ 19,2
Australie	76	86	+ 12,8	Chili	465	549	+ 18,2
Mandchoukouo	572	644	+ 12,6	Roumanie	16.756	19.692	+ 17,5
Royaume-Uni	701	789	+ 12,6	Suède	1.297	1.515	+ 16,8
Danemark	1.276	1.431	+ 12,1	Finlande	6.241	7.215	+ 15,6
Norvège	816	912	+ 11,8	Inde	1.571	1.805	+ 14,8
Colombie	107	119	+ 11,4	Norvège	598	675	+ 12,9
Japon	2.427	2.702	+ 11,3	Australie	113	127	+ 12,4
Mexique	406	452	+ 11,2	Hongrie	452	507	+ 12,2
Uruguay	60	67	+ 11,2	Etat Libre d'Irlande	20	22	+ 12,1
Pérou	181	201	+ 11,0	Allemagne	4.270	4.768	+ 11,7
Bresil	3.856	4.269	+ 10,7	Union Sud-Africaine	103	112	+ 11,6
Grèce	10.690	11.808	+ 10,6	Suisse	792	881	+ 11,2
Yougoslavie	3.603	3.984	+ 10,6	Pologne	925	1.026	+ 10,9
Suède	1.476	1.619	+ 9,7	Colombie	143	158	+ 10,5
Indochine	899	979	+ 8,9	Pays-Bas	675	745	+ 10,4
Pays-Bas	936	1.017	+ 8,6	Portugal	924	1.020	+ 10,4
Algérie	2.844	3.079	+ 8,3	Malaisie Britannique	572	630	+ 10,1
Malaisie Britannique	470	507	+ 7,9	Danemark	1.213	1.327	+ 9,3
Hongrie	402	433	+ 7,7	Pérou	309	336	+ 8,7
Roumanie	10.846	11.535	+ 6,3	Yougoslavie	4.030	4.376	+ 8,6
Etat Libre d'Irlande	37	39	+ 6,3	Tchécoslovaquie	7.396	8.003	+ 8,2
Bulgarie	3.009	3.181	+ 5,7	Etats-Unis d'Amérique	2.283	2.455	+ 7,5
Turquie	88	93	+ 5,7	Japon	2.454	2.631	+ 7,2
Dantzig	88	93	+ 5,6	Autriche	895	952	+ 6,4
Haïti	38	40	+ 4,7	Ceylan	230	244	+ 6,3
Autriche	1.206	1.247	+ 3,4	Argentine	1.569	1.652	+ 5,3
Indes Néerlandaises	275	282	+ 2,6	Italie	5.239	5.458	+ 4,2
Chine	919	942	+ 2,4	Estonie	80	83	+ 3,8
Allemagne	4.159	4.218	+ 1,4	Grèce	7.101	7.371	+ 3,8
Maroc	1.139	1.151	+ 1,1	Syrie	1.174	1.217	+ 3,7
Suisse	1.257	1.263	+ 0,5	Royaume-Uni	426	441	+ 3,5
Egypte	31	31	— 2,1	Mexique	750	773	+ 3,0
Siam	105	101	— 3,7	Siam	149	151	+ 1,8
Argentine	1.175	1.117	— 5,0	Iran	1.942	1.960	+ 0,9
Ceylan	204	190	— 6,9	France	15.496	15.454	— 0,3
Inde	1.343	1.221	— 9,1	Algérie	2.613	2.534	— 3,0
Portugal	2.295	1.967	— 14,3	Egypte	34	33	— 4,2
Syrie	2.979	2.406	— 19,2	Palestine	4	4	— 14,0
Italie	7.790	6.002	— 23,0	Uruguay	95	81	— 14,9
Palestine	18	13	— 23,7	U. R. S. S.	1.609	1.359	— 15,5
Tunisie	1.341	925	— 31,0	Tunisie	873	597	— 31,6

* Chiffres en partie provisoires.

continué à progresser régulièrement comme ces dernières années; les importations y ont également augmenté de 15 %, et il est intéressant de noter qu'en 1936 l'Afrique du Sud a été le client le plus important du Royaume-Uni, l'Inde perdant la première place qu'elle avait occupée pendant de longues années.

Dans les pays producteurs de matières premières et de denrées alimentaires, les exportations, à peu d'exceptions près, ont progressé davantage que les importations, l'augmentation du pouvoir d'achat de ces pays ne les ayant pas en-

core amenés à faire d'importants achats à l'étranger. Dans le cas des Indes Néerlandaises, les importations ont à peine augmenté par rapport à l'année précédente. D'autre part, les importations se sont accrues plus que les exportations dans un grand nombre de pays d'Europe et particulièrement en Grande-Bretagne, en France et en Tchécoslovaquie; cet accroissement résulte des besoins de matières premières plus élevés pour une production industrielle en progrès. Les Etats-Unis ont augmenté non seulement leurs importations de matières premières, mais encore celles de produits semi-ouvrés (pâte à papier, huiles, graisses, etc.), de denrées alimentaires et d'articles finis (imprimés, textiles, fourrures, diamants, boissons, etc.). En 1936, pour la première fois depuis dix ans, le premier semestre de l'année a fait apparaître un excédent d'importations. Les exportations ont, toutefois, augmenté rapidement à l'automne, particulièrement celles d'articles finis, surtout pour les machines et autres produits de l'industrie du fer et de l'acier, les huiles minérales raffinées, les avions et les produits textiles. L'excédent des exportations, pour l'année entière, s'est élevé à 34 millions de dollars (chiffre le plus bas depuis 1895) contre 235 millions de dollars en 1935.

L'expansion du commerce de l'Union douanière belgo-luxembourgeoise est remarquable, les exportations augmentant de 25 % pendant l'année; cette augmentation est due, dans une large mesure, à l'accroissement de la demande des articles de fonte et d'acier.

L'excédent d'exportations de l'Allemagne est passé de 111 millions de reichsmarks, en 1935, à 550 millions de reichsmarks en 1936. Cet excédent provient entièrement de sa balance commerciale avec l'Europe, sa balance avec les pays d'outre-mer étant, comme d'habitude, déficitaire. L'augmentation de l'excédent des exportations n'a pas accru les disponibilités en devises du pays, en partie parce que de plus grandes quantités de devises ont été affectées à la couverture des charges financières courantes; un montant d'environ 100 millions de reichsmarks a été absorbé par la réduction des dettes au titre des comptes de clearing qui, au début de l'année, atteignaient au total quelque 500 millions de reichsmarks. Le Nouveau Plan, établi en septembre 1934, a maintenant plus de deux ans et demi d'existence, et bien que l'Allemagne ait perdu une grande partie de son commerce de transit, elle a, dans une large mesure, réussi à équilibrer ses importations et ses exportations et à réduire les dettes commerciales qu'elle avait accumulées. Malgré toutes les difficultés, l'Allemagne continue à se classer au troisième rang parmi les pays les plus importants du monde au point de vue commercial.

Les restrictions au commerce des devises et les accords de clearing constituent encore des obstacles au commerce mondial, malgré quelques

améliorations techniques de ces dernières années qui laissent des possibilités plus grandes aux méthodes ordinaires du commerce et du financement. Lorsque des clearings sont institués, les paiements sont effectués aux exportateurs, dans l'ordre de leurs créances, par l'intermédiaire de comptes ouverts dans les deux pays. Au cas d'accumulation d'arriérés, tout exportateur individuel ne sera payé qu'à son tour et, facteur plus important encore, il peut ne pas être en mesure de calculer la durée de son attente. Dans ces circonstances, l'exportateur ne peut guère, ou ne peut pas, utiliser les facilités normales offertes par les banques et les marchés des changes, et son fonds de roulement peut, contre sa volonté, se trouver bloqué dans des crédits commerciaux; l'incertitude inhérente aux transactions réagit sur les prix, et les affaires deviennent hésitantes, au détriment de l'ensemble des échanges commerciaux.

En novembre 1934, un nouveau type d'accord de paiement, conclu entre l'Allemagne et la Grande-Bretagne, a éliminé quelques-uns des pires inconvénients de l'habituel accord de clearing. La conclusion de cet accord a été rendue possible par le système de contrôle du commerce extérieur en vigueur en Allemagne, d'après lequel tout importateur allemand doit obtenir une autorisation de payer pour pouvoir se procurer les devises dont il a besoin. Les autorités allemandes sont ainsi en mesure de maintenir le volume des importations au montant décidé par elles, et de déterminer non seulement son importance globale, mais encore sa répartition pays par pays. L'accord de 1934, mentionné ci-dessus, a stipulé que les importations mensuelles de l'Allemagne en provenance du Royaume-Uni s'élèveraient à 55 % du chiffre atteint deux mois plus tôt par les exportations allemandes à destination du Royaume-Uni. En dehors d'un montant qui fut mis de côté au début pour la liquidation de certaines dettes commerciales, le solde de 45 % est, en partie, affecté au service des intérêts et à la couverture de certaines autres charges et, en partie, laissé à la libre disposition de l'Allemagne. Dans un accord ultérieur avec l'Union douanière belgo-luxembourgeoise, les contingents n'ont pas été calculés sur la base des statistiques du commerce extérieur, mais sur le montant des devises étrangères déclarées par les exportateurs allemands, et d'autres accords ont adopté pour base le montant des devises étrangères effectivement cédées à la Reichsbank.

Des accords de paiement analogues ont été conclus avec quelque cinq pays au total et, à l'expérience, leur fonctionnement s'est avéré, dans l'ensemble, satisfaisant. Tout importateur allemand qui a obtenu une autorisation de paiement appropriée est assuré que les devises étrangères nécessaires seront mises à sa disposition à la date d'échéance du paiement en question, et les parties à la transaction sont ainsi mises à même d'utiliser les facilités ordinaires que leur offre le système bancaire. Toute maison étrangère qui vend à l'Allemagne doit, bien entendu, supporter les risques commerciaux ordinaires liés à la solvabilité de

son acheteur allemand, mais elle n'a pas à redouter que le paiement soit différé par suite de la difficulté d'obtenir des devises étrangères contre des reichsmarks.

Les accords de clearing habituels souffrent d'un grave défaut: ils tendent à détruire les relations directes d'acheteur à vendeur en interposant entre eux des organismes administratifs pour le règlement des paiements. Il en résulte que les commerçants perdent contact avec leurs marchés et qu'ils sont enclins à faire moins grande attention à la solvabilité de leurs débiteurs, s'en remettant à des arrangements administratifs qui impliquent une intervention gouvernementale plus ou moins grande. Le grand avantage des «accords de paiement» consiste dans le maintien du contact direct entre acheteur et vendeur et, en particulier, dans l'obligation où se trouve celui-ci de s'adresser directement à son acheteur pour le paiement. La nouvelle forme d'accords représente par conséquent un progrès, mais leur fonctionnement présuppose l'institution d'un contrôle du commerce extérieur tel qu'il est en vigueur en Allemagne, avec toutes les complications qu'il comporte. Bien des propositions ont été faites au cours de ces dernières années pour perfectionner le système de clearing, en compensant par exemple les soldes entre un grand nombre de pays ou en envisageant des crédits pour la liquidation des arriérés de clearing accumulés. Plus on étudie de près ces propositions, plus il apparaît clairement que les avantages de la division internationale du travail et les échanges normaux de marchandises entre nations sont incompatibles avec un système qui canalise de force le commerce dans des voies déterminées et qui, surtout lorsqu'il s'agit de transactions portant sur des montants limités, devient gênant et coûteux. Les clearings peuvent avoir eu leur utilité, soit pour préserver dans une certaine mesure l'existence du commerce à une époque où les restrictions de changes étaient appliquées avec une extrême rigueur, soit pour assurer le remboursement de dettes commerciales accumulées ou le paiement au moins partiel d'autres dettes. En outre, l'autorisation d'organiser des clearings dits privés ou des compensations de créances, par dérogation au principe même du clearing, a pu parfois introduire une certaine élasticité dans un système autrement trop rigide. Mais il faut que le commerce mondial s'efforce de revenir aux méthodes ordinaires du commerce et des paiements qui permettront d'utiliser à nouveau pleinement et avec profit toutes les facilités qui ont été instituées pour le plus grand avantage des relations commerciales entre nations.

III. UNE ANNÉE DE GRANDE ABONDANCE D'OR.

La production mondiale de l'or a encore atteint en 1936 des chiffres élevés qui dépassent ceux de l'année précédente de 4,3 millions d'onces; en valeur absolue, cette augmentation est la plus importante qui ait jamais été enregistrée au cours d'une année; en pourcentage, elle correspond à un accroissement de 13 $\frac{1}{2}$, qui n'a été dépassé qu'aux époques des grandes découvertes de nouveaux gisements, c'est-à-dire au siècle dernier entre les années 1840 et 1860, lorsqu'on trouva de l'or en Californie et en Australie, et entre les années 1890 et 1900, après la découverte des champs d'or du Transvaal. L'Inde et la Chine ont continué, mais à une cadence plus réduite, à effectuer en 1936 des envois d'or qui correspondent à une déthésaurisation des pays d'Orient. Pour la première fois depuis le début de la crise, non seulement la thésaurisation a cessé en Occident, mais, pendant le dernier trimestre de l'année, de substantiels montants d'or thésaurisé ont même été rendus à la circulation. En outre, la consommation d'or dans les arts est restée assez faible: elle n'a pas absorbé plus de 5% du total de la production. En conséquence, une très grande quantité d'or — au moins 5 milliards de francs or, soit 335 millions de livres sterling, au prix actuel de l'or sur le marché de Londres — a été disponible pour des fins monétaires. Cette abondance d'or a radicalement modifié la situation des dix premières années d'après-guerre et elle a posé maints nouveaux problèmes qui retiennent de plus en plus l'attention des autorités monétaires.

1. PRODUCTION DE L'OR.

La production d'or a augmenté en 1936 dans tous les principaux pays producteurs, comme il ressort du tableau suivant:

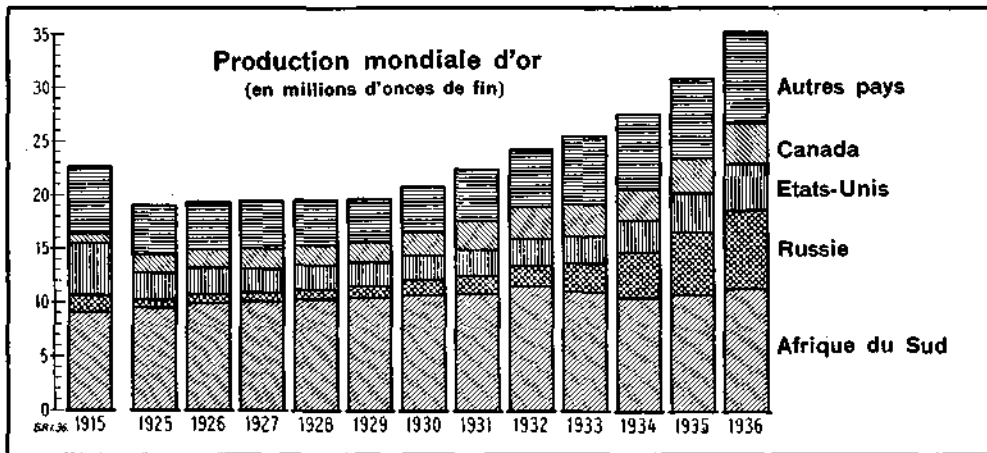
Année	Afrique du Sud	U. R. S. S.	Etats-Unis d'Amérique**	Canada	Autres pays producteurs	Production mondiale	
						en milliers d'onces d'or fin	
1915*	9.096	1.546	4.888	918	6.146	22.594	2.420
1923	9.149	438	2.503	1.233	4.463	17.786	1.905
1924	9.575	594	2.529	1.525	4.827	19.050	2.041
1925	9.598	693	2.412	1.736	4.592	19.031	2.039
1926	9.955	895	2.335	1.754	4.430	19.369	2.075
1927	10.122	810	2.197	1.853	4.464	19.446	2.083
1928	10.354	899	2.233	1.891	4.206	19.583	2.098
1929	10.412	1.085	2.208	1.928	4.040	19.673	2.108
1930	10.716	1.434	2.286	2.102	4.184	20.722	2.220
1931	10.878	1.701	2.396	2.694	4.702	22.371	2.397
1932	11.559	1.990	2.449	3.044	5.264	24.306	2.604
1933	11.014	2.667	2.537	2.949	6.336	25.503	2.732
1934	10.480	4.263	2.916	2.972	6.999	27.630	2.960
1935	10.774	5.831	3.619	3.283	7.484	30.991	3.320
1936	11.339	7.350	4.295	3.721	8.549	35.254	3.777

* Année record avant 1932.

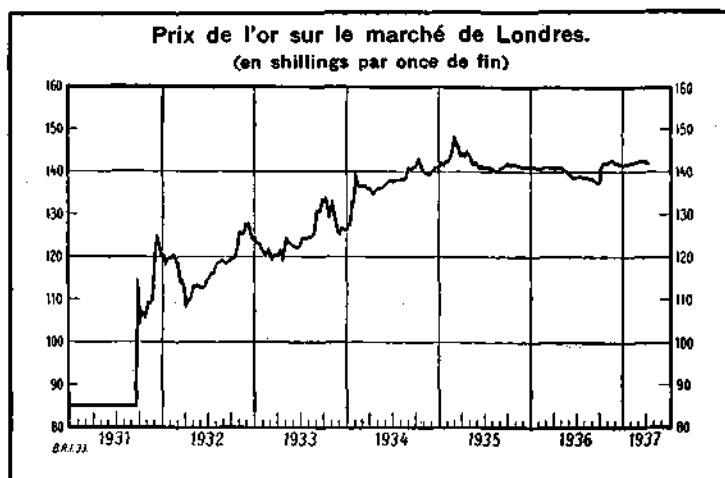
** Y compris les Philippines.

Pour faciliter la comparaison avec les rapports antérieurs, la valeur de la production d'or, ainsi que certains autres montants dans ce Rapport, sont encore indiqués en francs suisses or à l'ancienne parité (pour convertir approximativement ces montants en dollars actuels, il suffit de les diviser par 3, et pour les convertir en livres sterling, approximativement par 15, lorsque l'or vaut à Londres environ 140 shillings l'once).

Près d'un tiers de la production d'or provient des mines de l'Afrique du Sud, un cinquième de la Russie, un neuvième des Etats-Unis et un dixième du Canada; l'ensemble des autres pays produit le dernier quart.



En Afrique du Sud, les producteurs ont continué l'exploitation des minerais de faible teneur qui demeure rémunératrice au niveau actuel des prix de revient et des prix plus élevés du métal. Bien que le tonnage brut du minerai broyé se soit accru de 9 %, la production d'or n'a augmenté que de 5 %, le montant de 1936 restant encore légèrement inférieur au chiffre record de 1932. L'utilisation du minerai de faible teneur et l'accroissement de la capacité de broyage ont nécessité plus de main-d'œuvre, et le nombre des ouvriers indigènes et des ouvriers nègres est passé de 213.000 en 1930 à 299.000 en 1935 et à 310.000 en 1936. Aucune grande difficulté de recrutement ne s'est encore fait sentir, ni pour la main-d'œuvre indigène, ni pour la main-d'œuvre européenne dont la formation technique se trouve assurée par l'ouverture de nouvelles écoles. Le taux des salaires est demeuré pratiquement constant de 1929 à 1935 au niveau quotidien de 24 s. 4 d. en 1929, de 24 s. 10 d. en 1935 et de 25 s. 1 d. en 1936 pour les ouvriers européens; à ne considérer que les ouvriers indigènes et les ouvriers nègres, les salaires ont même une légère tendance à fléchir. Il convient toutefois de tenir compte d'une certaine marge d'augmentation du coût de la main-d'œuvre sous forme d'avantages autres qu'un relèvement des salaires, tels que les congés payés, par exemple. Par rapport à 1929, il y a eu diminution plutôt qu'augmentation du prix d'achat des machines et des matériaux nécessaires à la pro-



duction. Dans ces circonstances, la hausse du prix de vente de l'or, passé de 84 s. 11 $\frac{1}{2}$ d. à plus de 140 shillings l'once, soit une augmentation de près de 70 %, en monnaie locale et en livres sterling, a naturellement procuré de gros bénéfices qui ont, toutefois, été frappés d'im-

pôts plus élevés. C'est seulement parce que les compagnies minières ont réservé pour l'avenir leurs minerais à forte teneur et les veines plus faciles à exploiter que l'augmentation de la production n'a pas été plus élevée; toutes les possibilités de l'augmenter considérablement encore existent en puissance et, à en juger par les rapports des plus importantes compagnies minières, les bases ont été déjà jetées pour un fort développement de la production au cours des prochaines années.

Le volume de la production russe n'est connu qu'approximativement, car les autorités soviétiques ne publient pas le montant total de leur production annuelle et elles indiquent uniquement le pourcentage d'accroissement d'une année sur l'autre. En 1936, l'accroissement donné est de 26 %, ce qui, sur la base d'estimations antérieures, correspondrait à une production de 7.350.000 onces pour l'année. Il semblerait que l'exécution du plan quinquennal comporte, en ce qui concerne l'industrie aurifère, une avance d'une année. De nouveaux centres miniers ont été créés ces dernières années en Sibérie et en Asie Centrale, certains d'entre eux avec une population dépassant 25.000 habitants. Plus de 750.000 ouvriers et de 12.000 ingénieurs soviétiques expérimentés sont, dit-on, employés aux mines d'or.

Aux Etats-Unis, de même, la production d'or s'est rapidement accrue; elle est de 19% plus élevée en 1936 qu'en 1935 et environ 2 fois plus forte qu'en 1929. Au Canada également, la production augmente par suite de la découverte et de l'exploitation de nouveaux gisements dans des districts autrefois inaccessibles, mais que les transports aériens permettent aujourd'hui d'atteindre. Depuis 1929, le rendement a presque doublé et son pourcentage d'augmentation est ainsi devenu presque égal à celui des Etats-Unis. Le tableau ci-après indique, pour les principales régions productrices, la production de l'or en 1929 et en 1936 ainsi que le pourcentage d'augmentation d'une année à l'autre.

Production d'or dans les principaux pays	1929	1936	Pourcentage d'augmentation
	en milliers d'onces de fin		
Afrique du Sud	10.412	11.339	+ 9
U. R. S. S.	1.085	7.350	+ 577
Etats-Unis d'Amérique*	2.208	4.295	+ 95
Canada	1.928	3.721	+ 93
Australie	426	1.199	+ 181
Mexique	652	755	+ 16
Japon	335	676	+ 102
Rhodésie	562	802	+ 43
Autres pays	2.065	5.117	+ 148
Total	19.673	35.254	+ 79

* Y compris les Philippines.

En 1929, 72% du total de la production mondiale provenaient de pays faisant partie de l'Empire britannique et, en 1936, ce pourcentage n'était plus que de 53%. Cette réduction est due à la diminution de la part revenant à l'Afrique du Sud dans cette production, part tombée de 53% en 1929 à 32% en 1936.

En plus de l'or provenant des mines en 1936, l'Orient a expédié du métal jaune pour un montant équivalant à 437 millions de francs suisses or, soit une quantité moindre que l'année précédente, ainsi qu'il ressort du tableau ci-après:

Or provenant de l'Orient	Inde	Chine	Hong-Kong	Total
	en millions de francs suisses or			
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
1936	371	37	29	437
Total	3.716	380	353	4.449

Les expéditions en provenance de l'Inde sont, une fois de plus, en nette diminution et les expéditions en provenance de la Chine et de Hong-Kong se sont également réduites. Il est vraisemblable que ces expéditions d'or de l'Orient s'arrêteront prochainement; peut-être même un mouvement en sens inverse leur succédera-t-il. La hausse du prix de l'or en monnaies locales n'exerce plus le même attrait que pendant les années qui ont immédiatement suivi les dépréciations de 1931, et l'amélioration de la situation économique met un terme aux ventes dites de misère. D'après des nouvelles de Java, les indigènes recherchaient à nouveau les pièces d'or. On peut aussi mentionner qu'après une période de 4 années, pendant laquelle l'Inde n'a absorbé qu'une moyenne annuelle de 10 millions d'onces d'argent, la consommation de ce métal s'est brus-

quement élevée en 1936 à un montant que l'on estime atteindre 100 millions d'onces, preuve d'une recrudescence des demandes de métaux précieux en Orient.

En regard de l'or nouveau qui a été offert pendant l'année, il convient de placer en premier lieu le montant demandé par les arts et par l'industrie. On estime qu'environ 20 % de la production annuelle d'or ont été utilisés à ces fins au cours de la période qui s'étend de 1920 à 1929. Pendant la crise, on a constaté non seulement un fléchissement en chiffre absolu de la quantité d'or utilisée pour les besoins industriels et artistiques, mais encore une augmentation de la quantité d'or récupérée par l'achat de vieux bijoux, etc. Aux Etats-Unis, pays qui possède, à cet égard, des statistiques à peu près complètes, la consommation industrielle de l'or se serait chiffrée, en 1934, à 14 millions de dollars et la récupération d'or sous forme de débris à 62 millions de dollars, contre des montants de 26 et de 32 millions de dollars respectivement en 1935. En raison de la prospérité croissante, il est possible que l'utilisation industrielle de l'or se soit encore développée et qu'elle n'ait pas été entièrement couverte en 1936 par la récupération des débris d'or, mais il est probable qu'il ne s'en faudra que d'un montant net insignifiant.

En Grande-Bretagne, on évalue les besoins industriels d'or à environ 2 millions de livres par an et ce montant a été couvert les années dernières par la récupération d'or dans le public. En France, l'utilisation industrielle de l'or est un peu plus importante; on l'évalue à 25.000 kg. pendant les deux dernières années, soit environ 85 millions de francs suisses or par an (en plus des besoins couverts par la récupération d'or). En Allemagne, la consommation d'or nouveau a été estimée à environ 30 millions de reichsmarks en 1936. Pour les autres pays, on ne dispose que de renseignements incomplets; on peut toutefois admettre avec quelque vraisemblance que la consommation mondiale nette de l'or par l'industrie ne dépasse pas 190 millions de francs suisses or, soit environ 5 % de la production courante d'or. Il est possible que la demande d'or pour les besoins industriels s'élève quelque peu pendant les années prochaines, mais il est peu probable qu'elle atteigne à nouveau les montants d'avant-guerre. La mode féminine semble s'être nettement modifiée en ce qui concerne les bijoux: l'or est moins en faveur, on lui préfère soit des bijoux bon marché qui peuvent être souvent renouvelés, soit des bijoux en platine lorsqu'on n'est pas arrêté par la question du prix.

	Millions de francs suisses or
En résumé, le montant d'or nouvellement extrait des mines en 1936	3.777
auquel s'ajoutent les expéditions provenant de l'Orient	437
déduction faite du montant utilisé pour les besoins artistiques et industriels, soit	— 190
s'élève donc au total à	<u>4.024</u>

Ces 4.024 millions de francs suisses or équivalent à environ 270 millions de livres sterling, ou 1.300 millions de dollars. Un montant plus élevé encore a été, en fait, disponible pour les besoins monétaires en 1936, car plus d'un milliard de francs suisses or ont été procurés par la déthésaurisation.

2. DÉTHÉSAURISATION DE L'OR.

L'un des plus curieux phénomènes de la crise avait été l'apparition simultanée d'une très grande déthésaurisation d'or en Orient et d'une vaste thésaurisation en Occident. De 1931 à la fin de 1936, l'Inde, la Chine et Hong-Kong avaient expédié pour près de 4.500 millions de francs suisses or (équivalant à 42 millions d'onces), soit une quantité égale à la production de 2 années $\frac{1}{4}$ avant la crise. Pour de multiples raisons, il a été assez difficile d'obtenir des chiffres précis sur le volume de l'or thésaurisé en Occident depuis 1931, mais les indications recueillies sont suffisantes pour donner une idée générale des mouvements de thésaurisation et de déthésaurisation au cours de ces dernières années. Pour certains pays, des données assez complètes ont pu récemment être obtenues. Le tableau suivant donne quelques détails pour la France: achats et ventes d'or par le public français à la Banque de France depuis juin 1931 jusqu'à septembre 1936, ainsi que les montants importés et exportés pour le compte du public; les chiffres de ce tableau sont obtenus en déduisant des mouvements d'or à la Banque de France et aux Douanes tous les transferts de métal connus comme ayant une origine ou une destination étrangère (marchés, banques centrales ou fonds d'égalisation).

Mouvements du stock d'or en possession du public en France	1931 Juin-Déc.	1932	1933	1934	1935	1936 Janv.-Sept.	Total
en millions de francs français (à la parité de 1928)							
Mouvements à la Banque de France							
Or acheté à la Banque	858	618	3.477	631	2.243	395	8.222
Or vendu à la Banque	80	443	788	1.035	455	597	3.398
	+ 778	+ 175	+ 2.689	404	+ 1.788	202	+ 4.824
Mouvements aux Douanes							
Or importé	1.274	2.836	2.412	1.805	1.835	2.379	12.541
Or exporté	382	607	2.546	2.638	2.039	1.714	9.926
	+ 892	+ 2.229	134	833	204	+ 665	+ 2.615
Total	+ 1.670	+ 2.404	+ 2.555	1.237	+ 1.584	+ 463	+ 7.439

Le signe + indique une augmentation, le signe - indique une diminution des quantités d'or détenues par le public.

La thésaurisation de l'or en France a commencé pendant l'été de 1931 et s'est poursuivie jusqu'à la dévaluation en 1936, sauf un temps d'arrêt en 1934,

marqué non seulement par une augmentation de 4.532 millions de francs des réserves d'or au bilan de la Banque de France, mais encore, comme il ressort du tableau ci-dessus, par une diminution de la thésaurisation interne de plus d'un milliard. De juin 1931 à septembre 1936, le montant net de l'or acheté par le public à la Banque de France ou importé de l'étranger s'est élevé à 7.439 millions de francs (à l'ancienne parité). Ce montant comprend, toutefois, l'or utilisé pour les besoins artistiques et industriels qu'on estime être, pour la période en cause, supérieurs d'environ 2 milliards de francs aux quantités d'or récupéré. On peut considérer que le solde, soit environ 5.400 millions de francs, représente le chiffre total de l'or thésaurisé en France jusqu'au 30 septembre 1936. Il convient d'ajouter qu'outre ces sommes, le public ne détient plus que des montants négligeables de pièces d'or émises avant la guerre et que la contrebande de l'or aux frontières n'a guère pu porter sur de gros montants.

Pendant les neuf premiers mois de 1936, les montants d'or en possession du public français se sont encore accrus, mais le mouvement a changé de sens après la dévaluation à la fin de septembre. On se souvient que la nouvelle loi monétaire a, sous réserve de certaines exceptions, rendu la cession d'or obligatoire pour toutes les personnes physiques ou morales domiciliées en France. Depuis le début d'octobre 1936 jusqu'en mars 1937, l'or vendu par les particuliers au Fonds de stabilisation ou déclaré par les commerçants et les industriels est évalué à près de 40 % de la quantité d'or que l'on estime détenue en France par les particuliers.

Au cours de la dernière période de 1936, un montant d'environ 150 millions de francs suisses or a été récupéré sur la thésaurisation en Suisse et un montant équivalant à environ 100 millions de francs suisses or aux Pays-Bas. On dispose de renseignements moins précis pour les autres pays; on sait toutefois qu'une assez importante déthésaurisation s'est produite sur le marché de Londres pendant le dernier trimestre de 1936. En commentant la balance des paiements du Royaume-Uni de 1936, le Journal du Board of Trade explique qu'«il semble probable, à en juger par les exportations connues, qu'une partie de l'or antérieurement envoyé dans ce pays pour compte étranger a été rapatriée après la dévaluation des monnaies du bloc-or, en fin septembre». On peut admettre, avec quelque vraisemblance, que la déthésaurisation en Europe s'est élevée dans l'ensemble, pour l'année 1936, à un montant d'au moins un milliard de francs suisses or.

La déthésaurisation s'est poursuivie pendant les premiers mois de 1937, reflétant, peut-on dire, un changement d'attitude du public à l'égard des avoirs conservés en or. On attache plus d'importance au fait que non seulement l'or ne rapporte pas d'intérêt, mais que sa thésaurisation implique des frais, location de coffres-forts, etc; en outre, on estime qu'il y a maintenant plus de chances

de faire des bénéfices sur les placements à une époque où les cours se relèvent dans les bourses du monde entier. L'or, d'ailleurs, ne passe plus pour un placement aussi sûr qu'autrefois. Les lois votées aux États-Unis en 1934 ont obligé tous ceux qui en détenaient dans le pays à le céder au Gouvernement contre paiement à l'ancienne valeur nominale seulement. En France, après la dévaluation en 1936, toutes les personnes physiques ou morales domiciliées en France durent céder leur or à l'ancien cours du franc, alors que les détenteurs de devises étrangères, par exemple, n'étaient tenus à aucune obligation similaire. Le prix du marché a été intégralement payé ultérieurement aux possesseurs français d'or, mais le souvenir des dispositions premières n'est pas effacé, il n'est donc pas surprenant que, dans la mesure où il recherche une protection monétaire, le public préfère conserver des billets et des avoirs en dépôt dans les banques étrangères plutôt que de thésauriser de l'or. On peut rappeler à cet égard que la circulation des billets de la Banque d'Angleterre s'est accrue, en 1936, de 50 millions de livres sterling environ, dont 25 millions peut-être, estime-t-on, ont été thésaurisés à l'étranger et qu'il y a eu, en outre, en Europe une certaine thésaurisation de billets dollars des États-Unis.

3. MOUVEMENTS D'OR DANS LES BANQUES CENTRALES ET DANS LES AUTRES ORGANISMES MONÉTAIRES.

Le montant total de l'or disponible pour des fins monétaires au cours de l'année 1936 (par suite des extractions nouvelles, des expéditions d'Orient, de la réduction de la thésaurisation en Occident, et défalcation faite des besoins artistiques et industriels) atteint un chiffre de 5 milliards de francs suisses or. Vers quels centres cet or s'est-il dirigé ?

Environ 3.300 millions de francs suisses or représentent l'augmentation nette des réserves d'or visibles des banques d'émission et des gouvernements, réserves qui se sont élevées en 1936 de 69 milliards de francs suisses or environ à 72.300 millions. Il reste donc un solde d'au moins 1.700 millions de francs suisses or que l'on peut supposer avoir été absorbé par les Fonds d'égalisation et par les autres réserves invisibles des autorités monétaires; en l'absence de toute information publiée au sujet de ces Fonds, il est impossible de préciser où se trouve l'or en question. Les statistiques des mouvements d'or entre les différents pays ne fournissent guère d'indications. Depuis l'alignement des monnaies de la fin septembre 1936, les relevés du commerce extérieur de la France et des Pays-Bas n'ont plus donné d'informations sur les exportations et importations d'or. Même pour les pays où cette statistique est publiée, il convient de tenir compte de la remarque faite par le Board of Trade en commentant la balance des paiements du Royaume-Uni pour 1936: «par suite de l'habitude, aujourd'hui si fréquente, d'acheter de l'or pour le placer sous dossier

dans le pays vendeur au lieu de procéder à son expédition immédiate, la date des transferts d'or ne coïncide pas nécessairement avec celle des opérations qui les ont provoqués». Certaines affectations d'or aux Fonds d'égalisation des Gouvernements ont toutefois été rendues publiques et peuvent jeter une lueur sur la direction prise par les montants d'or disparus cette année.

a) Le 2 octobre 1936, les réserves d'or de la Banque de France s'élevaient à 50.218 millions de francs français, à l'ancienne parité, et à 67.275 millions de francs, après la réévaluation, ce qui donnait un bénéfice comptable de 17.057 millions de francs. En vertu de divers arrangements, la Banque de France a conservé dans son encaisse-or environ 7 milliards; le reste de cet or, soit 10 milliards de francs, fut affecté au Fonds de stabilisation des changes et, du point de vue statistique, ce montant a été, par là même, transféré des réserves d'or déclarées de la Banque aux réserves occultes du Fonds de stabilisation. En octobre, le Fonds revendit 7 milliards d'or à la Banque, mais à la fin de novembre, les réserves de la Banque lui rétrocédaient 4 milliards: au total, le montant net sorti des comptes de la Banque s'élève donc à 7 milliards de francs, correspondant à un peu plus de 1 milliard de francs suisses or. On sait que pendant les deux derniers mois de 1936, le Fonds français de stabilisation des changes a utilisé une partie de ses réserves pour le remboursement de l'emprunt contracté à Londres par le Gouvernement en février 1936 et pour soutenir le franc; mais, à la fin de l'année, il détenait encore une partie de l'or qui lui avait été remis en dotation.

b) Lorsqu'à la fin de septembre 1936, l'embargo fut mis aux Pays-Bas sur les exportations d'or, l'encaisse-or de la Nederlandsche Bank ne fut pas réévaluée. La Banque céda néanmoins, contre remise de titres d'Etat, 100 millions de florins d'or (équivalant à environ 210 millions de francs suisses or) qui furent mis à la disposition du Fonds d'égalisation des changes nouvellement créé. Pendant le dernier trimestre de l'année, le Fonds acheta sur divers marchés un montant d'or supplémentaire et la Nederlandsche Bank put également augmenter son encaisse-or; le Fonds conserva jusqu'à la fin de l'année les 100 millions de florins qui lui avaient été transférés au moment de sa création.

Vers la fin de 1936, les Fonds de changes français et hollandais détenaient donc de l'or que la Banque de France et la Nederlandsche Bank respectivement leur avaient cédé sur leurs réserves; l'or en leur possession à ce moment représente une partie des 1.700 millions de francs suisses or qui sont passés, au cours de l'année 1936, dans les Fonds de change et autres réserves cachées des autorités monétaires. En dehors de ces affectations spéciales, le total des réserves d'or non déclarées que possèdent les divers Fonds de change a toutefois également augmenté en 1936.

Les réserves déclarées des banques d'émission et des Gouvernements constituent toujours la partie de beaucoup la plus importante des stocks mondiaux d'or monétaire.

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

Réserves d'or visibles des Banques d'Emission et des Gouvernements	Fin de 1934	Fin de 1935	Diminution (-) Augmentation (+) pendant 1935	Fin de 1936	Diminution (-) Augmentation (+) pendant 1936
en millions de francs suisses or					
Groupe 1:					
France	16.675	13.455	- 3.220	9.168	- 4.287
Espagne	2.268	2.255	- 13	1.600*	- 655
Italie	1.585	826	- 759	638	- 188
Tchécoslovaquie	343	344	+ 1	279	- 65
Allemagne	188	192	+ 4	141	- 51
Pologne	293	258	- 35	228	- 30
Afrique du Sud	562	649	+ 87	621	- 28
Grèce	122	104	- 18	78	- 26
Uruguay	249	226	- 23	209	- 17
Australie	13	13	0	5	- 8
Canada	669	578	- 91	575	- 3
Equateur	16	13	- 3	11	- 2
Total	22.983	18.913	- 4.070	13.553	- 5.360
Groupe 2:					
Albanie	7	8	+ 1	8	0
Algérie	43	43	0	43	0
Argentine	1.235	1.235	0	1.235	0
Autriche	139	140	+ 1	140	0
Congo Belge	9	9	0	9	0
Chili	89	90	+ 1	90	0
Danemark	185	164	- 21	164	0
Egypte	165	165	0	165	0
Estonie	34	40	+ 6	40	0
Inde	840	840	0	840	0
Lettonie	46	46	0	46	0
Nouvelle-Zélande	76	71	- 5	71	0
Total	2.969	2.851	- 17	2.851	0
Groupe 3:					
Portugal	208	208	0	209	+ 1
Bulgarie	58	60	+ 2	62	+ 2
Maroc	22	22	0	24	+ 2
Dantzig	24	12	- 12	17	+ 5
Hongrie	71	71	0	76	+ 5
Pérou	57	56	- 1	64	+ 6
Colombie	59	46	- 11	58	+ 10
Turquie	67	72	+ 5	83	+ 11
Roumanie	319	335	+ 16	350	+ 15
Yougoslavie	163	131	- 32	148	+ 17
Indes Néerlandaises	236	167	- 69	185	+ 18
Lithuanie	27	19	- 8	38	+ 19
Norvège	187	257	+ 70	299	+ 42
Finlande	42	62	+ 20	106	+ 44
Belgique	1.837	1.857	+ 20	1.934	+ 77
Japon	1.205	1.302	+ 97	1.416	+ 114
Hollande	1.754	1.340	- 414	1.499	+ 159
Suède	488	566	+ 78	735	+ 169
Suisse	1.910	1.389	- 521	2.006	+ 617
U. R. S. S.	2.277	2.569	+ 292	3.535*	+ 966
Royaume-Uni	4.850	5.046	+ 196	7.911	+ 2.865
Etats-Unis d'Amérique	25.216	30.992	+ 5.776	34.439	+ 3.447
Total	41.077	46.583	+ 5.506	55.194	+ 8.611
Total général**	67.300	69.000	+ 1.700	72.300	+ 3.300

* Evaluation.

** Evaluation partielle et comprenant également d'autres pays.

Pour les pays du bloc-or, il y a intérêt à établir une distinction entre la période antérieure à l'alignement des monnaies qui comprend les neuf premiers mois de 1936, et la seconde période constituée par les trois derniers mois de l'année.

Réserves - or Chiffres de fin de mois en millions	France		Pays-Bas		Suisse	
	Encaisse- or	Augmentat. (+) Diminution (-)	Encaisse- or	Augmentat. (+) Diminution (-)	Encaisse- or	Augmentat. (+) Diminution (-)
1936	francs de 0,05895 gr. d'or fin		florins de 0,6048 gr. d'or fin		francs de 0,2903 gr. d'or fin	
Janvier	65.223	- 1.041	670,7	+ 27,3	1.368,8	0,0
Février	65.789	+ 566	690,3	+ 9,6	1.445,2	+ 56,3
Mars	63.917	- 1.872	713,6	+ 33,3	1.508,5	+ 63,3
Avril	60.768	- 3.149	710,0	- 3,6	1.516,4	+ 7,8
Mai	57.022	- 3.746	640,2	- 69,8	1.483,5	- 32,9
Juin	54.341	- 2.681	594,2	- 46,0	1.407,0	- 76,5
Juillet	54.942	+ 601	651,2	+ 57,0	1.440,6	+ 33,6
Août	54.511	- 431	682,2	+ 31,0	1.496,7	+ 56,1
Septembre	50.111	- 4.400	669,8	- 12,4	1.553,7	+ 57,0
Mouvement jusqu'à la fin de Septembre		- 16.153		+ 26,4		+ 164,9
	francs de 0,0441 gr. d'or fin		florins de 0,6048 gr. d'or fin		francs de 0,215 gr. d'or fin	
Octobre	64.359		569,9		2.408,4	+ 310,4
Novembre	64.359		569,9		2.591,0	+ 172,6
Décembre	60.359	- 4.000	719,6	+ 149,7	2.709,0	+ 128,0
Mouvement du dernier trimestre		- 4.000		+ 149,7*		+ 611,0*

* Les Fonds de change ont procédé, en outre, à d'autres acquisitions d'or.

Il existe une différence frappante entre les mouvements d'or de ces trois pays: pendant les neuf premiers mois de l'année, la Nederlandsche Bank et la Banque Nationale Suisse accrurent l'une et l'autre leurs réserves d'or, tandis que la Banque de France subissait au total une très grosse réduction d'encaisse, qui paraît ne correspondre que pour une partie relativement faible à un déficit des postes courants de la balance des comptes. Au cours de 1936, les réserves d'or de la Banque de France ont fléchi chaque mois, sauf en février, lorsque le Trésor français put disposer de l'avance de 40 millions de livres sterling qu'il avait contractée à Londres, et en juillet, lors du rapatriement d'une certaine quantité de capitaux français. Cet arrêt fut toutefois de courte durée; en août, le sens du courant se modifia de nouveau et la perte d'or des trois premières semaines et demie du mois de septembre 1936 fut la plus lourde que la Banque ait jamais enregistrée.

La dévaluation du franc français à l'automne de 1936 a eu pour résultat immédiat la liquidation d'un volume considérable d'engagements à terme, ce qui provoqua en soi un rapatriement de capitaux vers le marché français. Après une brève période pendant la seconde moitié d'octobre qui ne fut marquée par aucun mouvement net dans un sens ou dans l'autre, les capitaux français recommencèrent à être exportés et le mouvement se poursuivit au cours des premiers mois de 1937; malgré un crédit de 40 millions de livres sterling

obtenu par les chemins de fer français, le mouvement s'intensifia en février et pendant les premiers jours de mars, jusqu'à ce que diverses mesures prises pendant la seconde semaine de ce mois aient réussi à provoquer une détente. Ces mesures comprennent le paiement de l'or à sa pleine valeur au prix du marché et l'émission immédiatement souscrite avec un grand succès de deux tranches de l'Emprunt de Sécurité Nationale, remboursables sur la base de certaines devises étrangères.

En Suisse, dès la dévaluation du franc, l'or thésaurisé a commencé à sortir de ses cachettes et les capitaux à revenir de l'étranger. La Banque Nationale Suisse et le Fonds d'égalisation des changes ont acquis, en l'espace de peu de mois, une quantité d'or d'une valeur supérieure à 500 millions de francs suisses or. Comme le cours des actions et des obligations sur les marchés suisses s'éleva très rapidement aussitôt après la dévaluation, les étrangers furent peu tentés d'investir leurs capitaux en valeurs suisses et il y eut, en fait, peu de placements de cette nature. Vers la fin de l'année, le rapatriement des capitaux suisses s'arrêta et l'on constata même, au début de 1937, certains indices d'une nouvelle exportation de capitaux suisses pour l'achat de valeurs mobilières aux Etats-Unis et ailleurs.

Aux Pays-Bas, après la liquidation de quelques engagements à terme, pendant la première quinzaine d'octobre 1936, le marché des changes ne marqua pendant quelque temps aucune tendance bien nette; mais peu après, les étrangers commencèrent à acheter des florins pour effectuer des placements en valeurs hollandaises. Progressivement les Hollandais eux-mêmes se mirent à ramener sur le marché national les capitaux qu'ils avaient antérieurement exportés et, vers la fin de l'année ainsi qu'au début de 1937, le mouvement de rapatriement s'accrut fortement. Le montant d'or acquis par le Fonds des changes n'a pas été publié, mais la Nederlandsche Bank a augmenté ses réserves d'or de 669,8 millions de florins, le 28 septembre 1936, à 919,5 millions en fin mars 1937.

L'acquisition d'importants montants d'or par la Suisse et par les Pays-Bas n'a produit aucune tension sur les marchés d'or extérieurs, car, indépendamment même des mesures prises par les divers Fonds de change, d'abondantes disponibilités en or s'offraient à ce moment par suite de l'augmentation de la production ainsi que des sorties d'or de France et de la déthésaurisation. Pendant le dernier trimestre de 1936, on constata même une augmentation notable des réserves-or de la Grande-Bretagne et des Etats-Unis.

Pour se faire une idée claire des quantités d'or effectivement disponibles en 1936, il faut tenir compte non seulement du montant d'au moins 5 milliards de francs suisses or provenant de la production nouvelle, des envois de l'Orient et de la déthésaurisation en Occident, mais encore des montants sortis

des réserves de la Banque de France et d'autres banques centrales. Pendant les neuf premiers mois de 1936, la Banque de France a perdu 16.153 millions de francs à la parité de 1928 et, pendant les trois derniers mois, 4 milliards de francs de 0,0441 gramme d'or fin qui furent cédés au Fonds de stabilisation des changes à l'occasion du remboursement du crédit consenti par Londres, soit au total 3.888 millions de francs suisses or. Avec l'or provenant d'autres banques centrales, c'est un total de près de 10 milliards de francs suisses or qui, dans l'ensemble, s'est trouvé disponible.

Il convient de mentionner que les autorités monétaires soviétiques ont pratiquement conservé la totalité de la production d'or du territoire de l'U.R.S.S. en 1936, mais quelques ventes importantes ont été faites à l'étranger au printemps de 1937. Sur l'or distribué ou redistribué internationalement en 1936, les plus importantes acquisitions d'or ont été effectuées par la Banque d'Angleterre et par le Département du Trésor des Etats-Unis; puis, par ordre de grandeur, par les autorités monétaires de Suisse et des Pays-Bas. L'affectation de cet or, dans la mesure où l'on dispose d'informations à cet égard, est indiquée ci-après.

Principaux mouvements d'or en 1936 (en millions de francs suisses or)	
Origine	Destination
Or nouveau 4.024	Banque d'Angleterre 2.865
Déthésaurisation 1.000 <i>(estimation)</i>	Trésorerie des Etats Unis 3.447
Banque de France 3.888	Bque. d'Etat de Russie 966 <i>(estimation)</i>
	Banque Nat. Suisse 617
Autres Banques Centrales 1.073	Autres Banques Centrales et Fonds de changes 2.090

L'«or nouveau» comprend la production d'or et les envois d'or de l'Orient, déduction faite des montants d'or utilisés pour les besoins industriels.
La «déthésaurisation» ne comprend que l'or déthésaurisé en Occident.

contre, de 73 millions de livres sterling (à la suite surtout de plus fortes importations de matières premières) et les exportations nettes d'argent métal ont

L'augmentation des réserves-or de la Banque d'Angleterre, comptabilisée à 113,6 millions de livres sterling à l'ancienne parité, c'est-à-dire égale à environ 188 millions de livres sterling aux prix en vigueur sur le marché aux dates d'achat de l'or, a absorbé la plus grande partie des importations nettes d'or de la Grande-Bretagne en 1936: celles-ci, évaluées aux cours actuels de la livre, se sont élevées à 228 millions de livres sterling. Ces importations considérables d'or ne sont pas dues à un solde actif des postes courants de la balance des comptes, car, d'après les estimations du Board of Trade, celle-ci comporte au contraire un déficit de 19 millions de livres sterling. Si les sommes reçues au titre de la navigation et des placements outremer sont supérieures aux chiffres de 1935, l'excédent des importations de marchandises a augmenté, par

diminué de 13 millions de livres sterling. On peut ajouter que les souscriptions à de nouveaux emprunts des pays d'outre-mer sur le marché de Londres ne se sont élevées qu'à 32 millions de livres sterling en 1936 et ont probablement été couvertes plus de deux fois par les montants provenant du service d'amortissement et des paiements échus sur les emprunts d'outre-mer. Les soldes créditeurs qui peuvent résulter de ces transactions ainsi que des bénéfices faits au cours de l'année sur les achats et ventes de valeurs étrangères n'expliquent toutefois qu'en partie les importations nettes de métal; celles-ci proviennent surtout de larges mouvements de capitaux se traduisant par un accroissement des avoirs étrangers à Londres et principalement des avoirs français.

Les réserves d'or des Etats-Unis ont augmenté en 1936 de 1.133 millions de dollars: 102 millions de dollars proviennent du pays même et 1.031 millions du dehors. Les importations nettes d'or furent, en fait, de 1.117 millions de dollars, mais 86 millions de dollars ont été mis sous dossier pour compte étranger. Pour la troisième fois depuis trois ans, les importations nettes d'or ont dépassé 1 milliard de dollars et ont reflété la tendance générale des capitaux à se porter des centres étrangers vers les Etats-Unis. Pour la première fois depuis l'avant-guerre, les postes courants de la balance des comptes ont fait apparaître un solde passif: le total des transactions au titre commercial ou au titre des services divers, y compris les postes intérêts et dividendes, laisse un solde débiteur de 132 millions de dollars en 1936 au lieu d'un solde créditeur de 208 millions de dollars l'année précédente. Ce changement provient, d'une part, d'une réduction de l'excédent des exportations de marchandises, tombé de 236 millions de dollars en 1935 à 34 millions de dollars en 1936 et, d'autre part, d'une augmentation nette de 128 millions de dollars pour les paiements des frets et de la navigation, les dépenses des touristes et les remises des immigrants. Les recettes nettes provenant de dividendes et de placements sont restées sans changement à 375 millions de dollars en faveur des Etats-Unis. Comme suite à l'achat continu par l'étranger d'actions de sociétés américaines et à la distribution de dividendes plus élevés au cours de l'année, les paiements d'intérêts et de dividendes aux porteurs étrangers de valeurs américaines ont augmenté de 54 millions de dollars, mais cette augmentation a été compensée par celle du revenu que les Américains retirent de leurs placements directs à l'étranger.

Les mouvements nets de capitaux qui ont été constatés à destination des Etats-Unis se sont élevés à 1.141 millions de dollars contre 1.536 millions en 1935; c'est à cet afflux continu de capital qu'est dû l'important mouvement d'or vers les Etats-Unis. Il est certes intéressant de constater que les deux pays qui, en 1936, ont reçu le plus d'or, ont l'un et l'autre fait apparaître cette année un déficit des postes courants de leur balance des comptes.

Il a déjà été parlé de l'augmentation des réserves de la Banque Nationale Suisse et de la Nederlandsche Bank. Parmi les autres banques centrales qui ont accru leurs réserves-or en 1936, le plus important changement concerne la Sveriges Riksbank avec une augmentation d'environ 169 millions de francs suisses or, due en partie à l'achat de la production d'or intérieure et en partie à des importations. La Banque du Japon a augmenté son encaisse de 114 millions de francs suisses or, grâce à l'achat de l'or extrait des mines japonaises, et la Banque Nationale de Belgique de 77 millions de francs suisses or. Les réserves d'or de la Banque de Finlande ont été augmentées de 44 millions: comme l'année précédente, la Banque de Finlande a converti en or, pendant l'année 1936, et incorporé dans ses réserves monétaires une partie des excédents provenant du solde actif des postes courants de la balance des comptes. La Banque de Norvège a également été en mesure d'accroître son encaisse-or grâce à une amélioration de la balance des comptes du pays. Parmi les pays baltes, l'encaisse-or de la Lietuvos Bankas a doublé pendant l'année.

Les réserves-or de la Banque d'Italie ont été réévaluées au moment de la dévaluation, à l'automne de 1936 et, après affectation à l'État des bénéfices comptables résultant de l'opération, elles s'élevaient à 3.959 millions de lires en fin d'année, contre 3.027 millions à la fin de 1935. Traduits en or, ces chiffres font toutefois apparaître une diminution d'environ 188 millions de francs suisses or pour l'année. Les réserves-or de la Reichsbank sont tombées de 82,5 millions de reichsmarks à la fin de 1935 à 66,5 millions à la fin de 1936, diminution attribuée principalement aux besoins intérieurs d'or pour les arts et pour l'industrie. Les importations et les exportations d'or en 1936, telles qu'elles ressortent des statistiques douanières allemandes, s'équilibrent approximativement; au début de 1937, il y a eu toutefois une augmentation des importations d'or provenant de la conversion en métal des devises et de certaines valeurs étrangères qui ont dû être livrées conformément au nouveau décret sur les devises.

Dans le courant de l'année, l'encaisse-or de la Banque Nationale de Tchécoslovaquie a diminué d'un montant équivalant à 65 millions de francs suisses or et celle de la Banque de Pologne de 30 millions. En Tchécoslovaquie, la dévaluation à l'automne n'a provoqué aucun mouvement d'or important. Enfin, il convient de mentionner les exportations d'or que la guerre civile provoque en Espagne.

Dans les pays où un contrôle des changes a été établi, les sorties de capitaux sont interdites sans autorisation spéciale et, dans ces circonstances, il ne peut être question en principe d'un libre afflux de capitaux. C'est pourquoi les mouvements d'or dans ces pays reflètent encore le plus souvent les variations des postes courants de la balance des comptes, mais les montants en jeu sont faibles en comparaison des mouvements d'or qui résultent des trans-

ferts internationaux de capitaux. Il convient d'observer qu'une très petite partie seulement des fonds déplacés provient d'opérations de crédit; la presque totalité représente des capitaux appartenant effectivement aux particuliers ou aux sociétés pour le compte desquels le transfert est effectué.

4. L'ABONDANCE D'OR ET LE SYSTÈME MONÉTAIRE.

Les importants mouvements d'or de ces dernières années ont soulevé toute une série de problèmes qui ont retenu l'attention des autorités dans les divers centres monétaires. En plus de la nécessité d'empêcher des fluctuations exagérées du cours des changes, il faut tenir compte de l'influence qu'une entrée ou une sortie d'or peut avoir sur la tenue de la monnaie et sur les conditions intérieures du crédit dans le pays. Si l'afflux d'or sur un marché est provoqué par un mouvement de capitaux susceptibles d'être retirés d'un moment à l'autre, l'acquisition de cet or, si elle n'est pas compensée par une autre opération, risque de constituer un danger pour la banque centrale du pays qui reçoit de tels capitaux, car cette acquisition tend, en effet, à élargir la base du crédit sans que rien puisse garantir le maintien permanent de cet élargissement.

Ce sont des considérations de cet ordre qui ont en grande partie inspiré les opérations du Fonds britannique d'égalisation des changes, et il est intéressant de noter que l'idée fondamentale de la politique de neutralisation des mouvements temporaires de capitaux d'un marché à un autre a été suggérée par le Comité Macmillan dans son rapport publié pendant l'été de 1931 (paragraphe 355, pages 151 et 152 du texte anglais). Par la suite, une nouvelle question s'est posée, celle de savoir si, pour l'or qui ne représente pas la contre-partie de mouvements plus ou moins temporaires de capitaux, il convenait de laisser les fonds émis pour l'acquérir enfler les réserves des banques privées jusqu'à un point qui, surtout en période de hausse, peut apparaître indésirable, ou bien s'il y avait lieu de prendre des mesures pour neutraliser autant que possible les effets de ces achats.

En Grande-Bretagne, la création du Fonds d'égalisation des changes, au printemps 1932, a fourni les moyens (principalement par l'émission de bons du Trésor) d'intervenir sur le marché des changes et en même temps de régulariser la situation interne du crédit. Lorsque le Fonds intervient en cas d'afflux de capitaux, la vente de bons du Trésor retire des fonds du marché, empêchant cet afflux d'accroître les disponibilités des joint stock banks à la Banque d'Angleterre; lorsqu'il se produit une sortie de capitaux, le Fonds d'égalisation des changes en compense les effets en procédant à l'opération inverse, c'est-à-dire en rachetant des bons du Trésor au fur et à mesure de ses ventes d'or ou de devises. Un accroissement des réserves d'or du Fonds n'entraîne donc pas automatiquement une augmentation des soldes bancaires. Pour accroître la circulation

des billets ou le volume des soldes bancaires, la Banque d'Angleterre peut, soit, lorsqu'elle achète de l'or, laisser une partie des fonds au marché en s'abstenant de compenser l'opération par une vente de titres, soit, de sa propre initiative, acheter des titres.

Cette technique de compensation s'est peu à peu perfectionnée pour pouvoir être appliquée à diverses catégories de mouvements de crédits ou de fonds. Lorsque les capitaux qui arrivent au marché de Londres sont déposés en banque et augmentent ainsi le volume total des dépôts, les banques privées doivent pouvoir accroître leurs disponibilités immédiates (monnaie, billets et avoirs à la Banque d'Angleterre) d'un dixième environ du montant des nouveaux dépôts si l'on désire éviter une diminution de la proportion des réserves bancaires (traditionnellement maintenues au dixième environ du total des dépôts). Lorsque, d'un autre côté, la demande de billets s'amplifie, les «clearing banks» devront prélever sur leurs avoirs à la Banque d'Angleterre pour faire face à cette demande. Afin de compenser dans ce cas la réduction correspondante des disponibilités des banques, la Banque d'Angleterre doit prendre des mesures pour reconstituer les soldes des banques à concurrence du montant intégral dont s'est accrue la circulation des billets. Dans le courant de 1936, la circulation des billets a augmenté de 50 millions de livres sterling approximativement, et la Banque d'Angleterre a pourvu à cette augmentation en accroissant son encaisseur. Le stock d'or de la Banque a cependant été encore augmenté de 65 millions de livres sterling en décembre 1936; il s'agissait alors de reprendre de l'or au Fonds d'égalisation des changes (pour donner au Fonds une plus grande liquidité) sans provoquer une modification correspondante de la base de crédit du marché. L'or fut acheté par la Banque d'Angleterre principalement contre remise de titres, de telle sorte que les soldes des joint stock banks n'en furent pas affectés. En même temps, la circulation fiduciaire des billets (c'est-à-dire le montant des billets que la Banque d'Angleterre a la faculté d'émettre en plus de ceux couverts par de l'or) fut ramenée de 260 à 200 millions de livres sterling.

Aux Etats-Unis, le Fonds de stabilisation des changes, créé au début de 1934, a acheté de l'or pour le compte du Trésor et l'a payé à l'aide des fonds obtenus auprès des banques de Réserve Fédérale contre des certificats or, mais il n'entraîne pas dans les attributions du Fonds de procéder à des opérations de neutralisation sur le marché libre. En conséquence, l'afflux d'or, qui s'est élevé à 4 milliards de dollars approximativement entre le début de 1934 et la fin de 1936, a eu pour effet d'accroître d'autant les disponibilités en réserve des «member banks» en même temps que les dépôts qui leur étaient confiés. C'est ainsi que se sont accumulées des disponibilités en réserve dépassant de beaucoup les prescriptions légales; au début de 1936, l'excédent des réserves atteignait 3 milliards de dollars (voir graphique, page 91).

Dans la crainte que cet élargissement de la base du crédit n'entraînât une dangereuse expansion de la circulation monétaire sous forme de crédits bancaires et pour contrebalancer cette expansion en puissance, le Conseil des Gouverneurs du Système de Réserve Fédérale a décidé de relever le montant des réserves que doivent obligatoirement maintenir les Member Banks auprès des banques de Réserve Fédérale. En juillet 1936, ce montant a été relevé de 50 % et, en janvier 1937, un nouveau relèvement de 50 % du montant primitif a été ordonné; les réserves obligatoires des Member Banks ont ainsi été portées aux plus hauts pourcentages autorisés par la loi. On estimait en janvier 1937 qu'à partir du 1^{er} mai, date à laquelle les augmentations seront intégralement réalisées, l'excédent des réserves des Member Banks serait ramené à environ 500 millions de dollars, montant que le Conseil des Gouverneurs considère comme «amplement suffisant pour financer une nouvelle reprise et maintenir sur le marché une politique d'argent facile».

Une autre mesure a été adoptée en décembre 1936 pour contrebalancer les effets des augmentations de l'encaisse-or. Le 21 de ce mois, le Secrétaire du Trésor a fait savoir que le Trésor prendrait des mesures appropriées au sujet des acquisitions ou des cessions nettes d'or «en vendant de nouvelles obligations de la dette publique, dont le produit servirait aux achats d'or et, si les mouvements se produisaient en sens contraire, en achetant ou en remboursant des obligations sur le marché». Il a été exposé dans le Bulletin de la Réserve Fédérale de janvier 1937 que, dans la mesure où cette politique sera suivie, la vente au public d'un montant équivalent d'obligations des Etats-Unis et l'affectation à un «compte inactif» au Trésor de l'or qui serait acheté, neutraliseraient la répercussion sur les réserves des nouvelles offres d'or en provenance de l'étranger ou des mines. Un exode d'or sera compensé de manière analogue par l'achat ou par l'amortissement d'obligations des Etats-Unis, de manière à rendre au marché les fonds perdus par suite des exportations d'or. Le volume des réserves des Member Banks ne sera donc ni augmenté, ni diminué par les offres ou par les demandes d'or. A la fin d'avril 1937, le montant d'«or inactif» détenu par le Trésor et acheté à l'aide des ressources ordinaires du Trésor, depuis l'introduction de la mesure en décembre 1936, dépassait 500 millions de dollars.

Dans d'autres pays également, des mesures ont été prises pour annuler les effets des importantes augmentations de l'encaisse-or. En Argentine, la banque centrale a continué à vendre en 1936 aux banques commerciales des titres d'Etat prélevés sur son portefeuille; après épuisement du portefeuille-titres de la banque centrale, le Gouvernement a créé des bons du Trésor pour absorber les entrées d'or d'après un plan analogue à celui décrit ci-dessus pour les Etats-Unis. En Nouvelle-Zélande, pouvoir a été donné à la Banque de Réserve

d'augmenter le minimum obligatoire d'encaisse des banques privées. Dans plusieurs autres pays, on discute l'adoption de mesures similaires et on cherche à formuler des propositions destinées à permettre aux autorités monétaires, soit de renforcer les prescriptions relatives aux encaisses obligatoires, soit d'intervenir sur les marchés par la vente de titres. Les mesures ainsi prises ou envisagées dans différents pays indiquent l'attention toujours plus grande qui est accordée aux problèmes que soulèvent l'abondance et les mouvements massifs d'or. Une politique de «stérilisation de l'or» est appliquée en grand, et la question se pose de savoir jusqu'à quel point ces mesures réussiront à neutraliser, comme on le souhaite, les effets que devrait normalement avoir une augmentation des stocks d'or monétaire. Les circonstances varient à l'infini, et l'on ne peut donc examiner ici qu'un petit nombre de cas caractéristiques et simples pour mettre en lumière quelques-uns des aspects les plus importants du problème.

Considérons un envoi d'or effectué d'un marché à un autre, non pour combler le déficit des postes courants de la balance des comptes, mais comme un moyen de procéder à un transfert de capitaux. En échange de cet or, l'expéditeur acquiert la disposition d'une valeur équivalente sous forme de dépôts dans les banques privées du pays destinataire; si la banque centrale achète l'or sans opération compensatrice, les réserves de disponibilités des banques privées se trouveront également augmentées d'un montant égal. Mais si la banque centrale vend des titres pour le montant de l'or qu'elle a acheté, l'accroissement des réserves des banques privées se trouvera annulé. La répercussion de ces ventes sur le volume des dépôts confiés aux banques privées variera suivant que les titres auront été achetés par ces banques ou par le marché en dehors d'elles. Il est important de souligner que les fonds transférés de l'étranger étaient par nature des capitaux de placement, et l'on peut admettre, en conséquence, qu'ils ne seront pas dépensés en biens de consommation, mais qu'ils seront employés à des achats de biens en capital, s'ils ne sont pas laissés en dépôt. Etant donné, toutefois, que l'intervention de la banque centrale a mis sur le marché financier un montant plus important de titres, l'équilibre s'y trouve réalisé entre l'offre et la demande des biens en capital. Les cas particuliers peuvent se présenter différemment: les disponibilités peuvent, par exemple, s'orienter vers la Bourse ou s'investir sous une autre forme, au lieu d'être portées vers les titres d'Etat; mais, dans l'ensemble, on peut admettre que l'arrivée des disponibilités et de l'or se trouvera plus ou moins compensée comme il est dit ci-dessus, à condition toutefois que les sommes reçues par la banque centrale en paiement des titres qu'elle a vendus ne soient pas réemployées par elle et que l'intérêt de ces titres soit, par conséquent, une charge nette, soit pour la banque centrale qui ne le perçoit plus,

soit pour le Gouvernement qui le paie. La substitution d'un Fonds d'égalisation à la banque centrale comme organisme effectuant les opérations de neutralisation ne change rien à la situation. Il suffit qu'un montant suffisant de titres d'État soit disponible pour permettre des interventions sur le marché, et la création d'un Fonds d'égalisation peut avoir été la méthode choisie (c'est le cas à Londres) pour procéder à ces opérations sur titres.

Le problème est plus difficile quand l'or provient de la production des mines. L'achat de cet or a bien entendu pour premier effet, comme dans le cas précédent, d'augmenter les dépôts dans les banques privées et les réserves de disponibilités de ces banques à la banque centrale. Il est vrai également qu'une vente de titres par la banque centrale, pour un montant correspondant à l'or acheté, réduit les soldes des banques privées à la banque centrale et qu'on évite ainsi une expansion multiple de crédit à l'intérieur du système monétaire. Mais que deviennent les dépôts ainsi constitués dans les banques privées? Ces dépôts pour les producteurs d'or qui en sont les possesseurs ne sont pas par nature des capitaux de placement, ils doivent pour la plus grande partie être dépensés par eux pour le paiement de salaires, de matériaux, d'impôts et de dividendes. Il en résulte une demande supplémentaire de marchandises reposant sur un accroissement du pouvoir d'achat monétaire. Cet accroissement peut être désirable pour contre-balancer une augmentation de la production des marchandises, mais s'il devenait trop fort, la question se poserait de savoir comment il est possible de compenser un tel accroissement du pouvoir d'achat. Il faudrait, par quelque moyen, réduire le volume du pouvoir d'achat préexistant d'une valeur équivalant au montant créé par les producteurs d'or, aussi longtemps que ceux-ci peuvent vendre leur or à l'intérieur du système monétaire. Une restriction du genre de celles qui seraient nécessaires peut se trouver réalisée, si les montants créés pour acheter l'or sont repris sous la forme d'impôts ou d'emprunts prélevés sur l'épargne réelle. Dans le cas où la banque centrale vend des titres pour neutraliser les achats d'or, ces titres doivent absorber une partie de l'épargne courante pour empêcher non seulement un élargissement de la base du crédit, mais aussi une augmentation du volume du pouvoir d'achat servant à l'acquisition de marchandises. Même alors, l'appel à l'épargne pour se procurer les fonds nécessaires à l'achat des nouveaux arrivages d'or pourrait, afin de rendre l'intervention efficace, devoir être poussé à un point où il risque d'agir à la hausse sur les taux d'intérêts. Pour autant que des mesures de crédit sont adoptées en vue de neutraliser les effets d'une production d'or trop abondante, on peut donc se demander s'il est possible de poursuivre longtemps une politique d'argent à bon marché.

Il peut être difficile, en pratique, de se rendre compte des effets de l'or nouvellement extrait des mines et envoyé par les producteurs aux divers centres

monétaires, mais on ne peut mettre en doute que cet or contribue à amplifier la demande de marchandises.

En 1936, le montant d'or qui s'est déplacé de pays à pays a été exceptionnellement élevé, car, outre l'accroissement de la production, l'Orient a poursuivi ses expéditions et l'Occident a remis en circulation de l'or thésaurisé. De plus, il est sorti de l'encaisse de la Banque de France un montant largement égal à celui de la production d'une année. Il est évident que certaines de ces sources d'approvisionnement n'auront pas à l'avenir le même débit: les exportations de l'Orient sont en diminution par rapport aux années précédentes et il est possible qu'elles fassent bientôt place à des importations; la remise en circulation de l'or thésaurisé en Occident, qui a commencé après la dévaluation des monnaies du bloc or, a déjà liquidé une bonne partie des stocks accumulés; enfin l'amélioration de la situation économique et financière de la France a eu un effet modérateur sur les sorties d'or de ce pays. Reste la production courante des mines: pendant l'année 1936, la production mondiale d'or a été, en onces, supérieure de près de 80 % à la production annuelle moyenne de la période 1924—1929. Pendant cette période, et au prix de l'or alors pratiqué à Londres, soit 84 s. 11 $\frac{1}{2}$ d. l'once, la production annuelle atteignait une valeur d'à peu près 80 millions de livres sterling dont environ 50 millions de livres étaient disponibles pour les besoins monétaires; en 1936, au prix d'environ 140 shillings l'once, la valeur de la production s'est élevée à 245 millions de livres sterling, dont la totalité a été disponible pour les besoins monétaires. Toutes les informations fournies par les pays producteurs indiquent un accroissement continu de la production: en Afrique du Sud, le travail de transformation commence tout juste à faire sentir ses effets; en U.R.S.S., la production d'or augmente encore et les exportations d'or ont été reprises en mars et avril 1937; au Canada, les rapports officiels prédisent une nouvelle augmentation considérable; ce n'est qu'aux Etats-Unis que la production semblerait avoir atteint, sinon son maximum, du moins un niveau qui, vraisemblablement, ne sera pas largement dépassé. On a calculé qu'avant longtemps la production mondiale d'or pourrait atteindre 40 millions d'onces par an, soit plus du double de celle de 1929.

La récente extension de la production ayant eu pour origines le prix de vente et le coût de revient actuels, on peut se demander si une augmentation des frais, conséquence elle-même d'un approvisionnement d'or plus abondant, n'aura pas pour effet de réduire la production future. Cette question admet implicitement, il convient de le faire observer, que les mesures de stérilisation de l'or appliquées à l'heure actuelle ne réussiront pas à empêcher que l'accroissement du stock d'or n'exerce son influence sur l'augmentation des prix et par conséquent du coût de production. Supposons toutefois que le coût des marchandises et des services atteigne approximativement le niveau des années

1926—1929; à 35 dollars ou 140 shillings l'once, le prix de l'or serait encore supérieur de près de 70 % à celui des années en question. L'«Union Corporation», dans son rapport pour 1936, déclare que «si l'on calcule un prix moyen de l'or, pondéré d'après l'importance de la population des divers pays, on constate que ce prix est maintenant dans le monde entier d'environ 85 % supérieur au prix moyen de 1929». Dans ces conditions, on ne peut guère prévoir que, pour un certain nombre d'années, l'augmentation des prix de revient exerce réellement une influence restrictive sur la production d'or.

Si l'on considère maintenant la demande d'or, il semble probable que les pays d'Orient recommenceront bientôt à thésauriser du métal. Pendant la période de 1926 à 1929, la demande de l'Orient s'est élevée à près de 15 millions de livres sterling par an et il se peut qu'une demande d'or encore un peu plus forte soit le résultat du retour à la prospérité. De plus, la décision prise par la Chine de constituer en or une partie de ses réserves monétaires peut offrir à l'or un nouveau débouché. Mais l'or thésaurisé en Orient ne peut, en règle générale, être acquis que sur des fonds d'épargne et grâce à un excédent de la balance des comptes: les montants ainsi absorbés ne pourront donc être très considérables.

Une demande exceptionnelle d'or peut provenir des pays dont les réserves monétaires sont actuellement très faibles. En l'absence de prêts extérieurs, il est fort probable cependant que ces réserves ne pourront être reconstituées que graduellement. Pour la France, le rapatriement des capitaux s'accompagnera sans aucun doute d'un large mouvement d'or, mais il ne peut s'agir que de la redistribution de disponibilités en or existantes, à la suite d'un renversement de la tendance des fonds. A une époque où la production des mines atteint 245 millions de livres sterling par an, des rapatriements de capitaux, même substantiels, ne produiront guère qu'une détente passagère.

Il conviendrait également de mentionner que la demande d'or pour les besoins artistiques et industriels, qui s'élevait autrefois à 20 % au moins de la production, ne représente plus aujourd'hui que 5 % de la production annuelle.

Dans ces conditions, les pays qui possèdent déjà d'importantes réserves monétaires devront probablement continuer à absorber encore des quantités toujours plus grandes d'or nouveau et la continuation de la politique de stérilisation leur imposera des charges de plus en plus lourdes. Il n'est pas surprenant que les problèmes ainsi posés soient sérieusement examinés et que diverses solutions aient été mises en avant. Il a été suggéré, par exemple, de contrôler et de réduire la production d'or: mais l'adoption d'une telle mesure, qui mérite d'être étudiée de plus près, est devenue ces dernières années plus difficile, en raison du nombre croissant des centres producteurs. On a également suggéré la remise en circulation des pièces d'or: cette solution pourrait s'appliquer dans quelques

pays, mais l'expérience enseigne qu'il est difficile de faire circuler à nouveau des monnaies d'or, lorsque le public a perdu l'habitude de s'en servir couramment comme moyen de paiement. Et même si cette solution était possible, elle ne résoudrait pas l'ensemble du problème : aussi longtemps que l'or resterait en circulation, les avoirs des banques commerciales à la banque centrale n'augmenteraient certainement pas, mais les nouvelles pièces, si elles n'étaient pas thésaurisées, pourraient accroître le volume existant du pouvoir d'achat alors que la production d'or ne serait pas réduite. Il est bon de rappeler que, pendant les années qui ont précédé la guerre, l'or était effectivement en circulation dans une proportion qu'il serait difficile d'atteindre à nouveau, et que l'augmentation de la production d'or en Afrique du Sud n'en provoqua pas moins une hausse appréciable des prix.

On a également suggéré l'idée de réduire les prix actuellement payés par once d'or, prix qui, en monnaies dépréciées, ont considérablement augmenté ; de cette manière, le pouvoir d'achat correspondant à un poids d'or donné se trouverait réduit, ce qui contribuerait à freiner la production de l'or puisque son extraction deviendrait moins rémunératrice. On ne peut guère douter qu'un abaissement du prix de l'or à l'heure actuelle aiderait à résoudre les graves problèmes que soulève une trop abondante production. Il en résulterait, toutefois, des difficultés pour la réévaluation de certaines réserves d'or existantes et pour la position relative des monnaies entre elles (cette dernière, dans la mesure où l'équilibre a été déjà réalisé, doit être aussi peu modifiée que possible). Une telle mesure impliquerait également pour l'avenir un risque de manipulations des monnaies, qui ajouterait à la structure monétaire un nouvel élément d'instabilité et de défiance.

Quand on parle de la reconstruction d'un système monétaire mondial, on ne peut éviter d'aborder ces questions, si difficiles qu'elles soient. Pour les producteurs d'or également, il est important de rechercher les conditions qui feront de l'or un métal continuant à servir de base monétaire, plutôt que de se limiter à des considérations immédiates de profit.

IV. MOUVEMENT DES CAPITAUX ET ENDETTEMENT INTERNATIONAL A COURT TERME.

De vastes mouvements de capitaux entre pays créanciers ont continué en 1936, comme pendant les deux années précédentes, à influencer les marchés des changes. L'afflux de fonds entraînant des transferts d'or vers l'Angleterre, les Pays-Bas, la Suisse et surtout vers les Etats-Unis, est devenu un sujet de préoccupations, et les répercussions possibles de ces vastes mouvements font l'objet d'un examen sérieux. Les placements extérieurs pour la création de nouvelles entreprises restent rares; en fait, les pays débiteurs, dont la position de change s'est améliorée, remboursent, en particulier à l'Angleterre et aux Etats-Unis, les emprunts et les crédits autrefois contractés. Il y a toutefois certaines indications que des placements privés s'effectuent directement dans des pays qui, comme l'Argentine et l'Australie, ont été en mesure de faire face à leurs obligations pendant la crise. Des avoirs à court terme appartenant à des étrangers ont continué à s'accumuler à Londres et à New-York, pendant que se poursuit lentement et péniblement la liquidation des crédits à court terme, antérieurement consentis à des pays où des restrictions de change sont aujourd'hui en vigueur, ainsi que celle des autres dettes bloquées et gelées. Les pays qui font face à ces liquidations disposent, en général, de ressources extérieures insuffisantes, alors que les pays qu'on rembourse sont au contraire préoccupés de l'importance de leurs réserves monétaires.

C'est vers les Etats-Unis que l'afflux des fonds a pris le plus d'ampleur, et on peut le suivre, comme nulle part ailleurs, avec une grande précision, grâce aux statistiques établies par le Ministère du Commerce des Etats-Unis et récemment aussi par le Département du Trésor.

Avant la guerre, on évaluait à environ 5 milliards de dollars le montant des valeurs mobilières américaines détenues par le portefeuille étranger, et comme il n'y avait pour ainsi dire aucune valeur étrangère dans le portefeuille américain, ce chiffre représentait à peu près la position nette débitrice. Pendant la guerre, la moitié environ de ces valeurs américaines fut revendue; le monde emprunta aux Etats-Unis qui devinrent un important pays créancier et qui jouèrent, de 1920 à 1930, le rôle du plus grand prêteur de fonds à l'étranger. Dans une certaine mesure, toutefois, les étrangers ont reconstitué depuis lors un portefeuille substantiel de titres américains. En 1931, les Américains interrompirent leurs prêts à long et à court terme, mais l'étranger tirant alors dans une très large mesure sur les avoirs dollars à court terme qu'il avait accumulés, les

sorties de capitaux des Etats-Unis se poursuivirent de 1931 à 1933, parfois accompagnées d'une sortie d'or et accrues encore, dans la dernière année, par une fuite des capitaux américains devant la dépréciation du dollar.

Lorsque la nouvelle valeur du dollar fut fixée, à la fin de janvier 1934, au prix de 35 dollars l'once d'or, contre 20,67 dollars antérieurement, un revirement violent se produisit dans la direction des mouvements de capitaux: du jour au lendemain, les Etats-Unis devinrent le plus grand pays importateur de capitaux du monde. Pendant les trois années de 1934 à 1936, les importations de capitaux ont atteint 4 milliards de dollars, chiffre qui correspond presque exactement aux importations d'or de la même période (le solde actif des postes courants de la balance des comptes étant largement couvert par des importations d'argent-métal). Ce chiffre global groupe les résultats d'un grand nombre de mouvements divers: retour de capitaux américains, retraits de crédits consentis par des banques américaines à des pays étrangers, rachats et remboursements d'emprunts émis par des étrangers à New-York, achats de titres américains par des étrangers qui augmentent également leurs avoirs à court terme aux Etats-Unis.

Les trois-quarts environ des 4 milliards de dollars de capitaux importés sont indiqués dans les statistiques annuelles de la balance des comptes publiées par le Département du Commerce des Etats-Unis, et le solde ne figure que dans un «poste résiduaire», qui comporte également un certain montant pour erreurs et omissions du solde de la balance des comptes. Le tableau suivant a été établi sur la base de ces données et d'après des renseignements récemment publiés par le Département du Trésor pour indiquer la composition des importations de capitaux pendant les trois années allant de 1934 à 1936.

Importations nettes de capitaux aux Etats-Unis	connues			Résidu*	Total global	Importations nettes d'or
	long terme	court terme	Total			
	en millions de dollars					
1934	194	192	386	482	868	1.132
1935	442	969	1.411	455	1.866	1.739
1936	792	403	1.195	146	1.341	1.117
Total	1.428	1.564	2.992	1.083	4.075	3.988

* Y compris, pour simplifier la présentation, quelques postes divers connus (ce qui explique la différence du total des mouvements connus par rapport à ceux qui sont indiqués page 57).

Le mouvement a atteint son maximum en 1935, moment où les importations de capitaux à court terme ont été les plus considérables; il s'est, toutefois, poursuivi sur une vaste échelle, l'année suivante, avec prépondérance des transactions à long terme.

Les importations connues de capitaux à court terme s'élèvent en chiffre net, pour les trois années en question, à environ 1.560 millions de dollars; sur ce

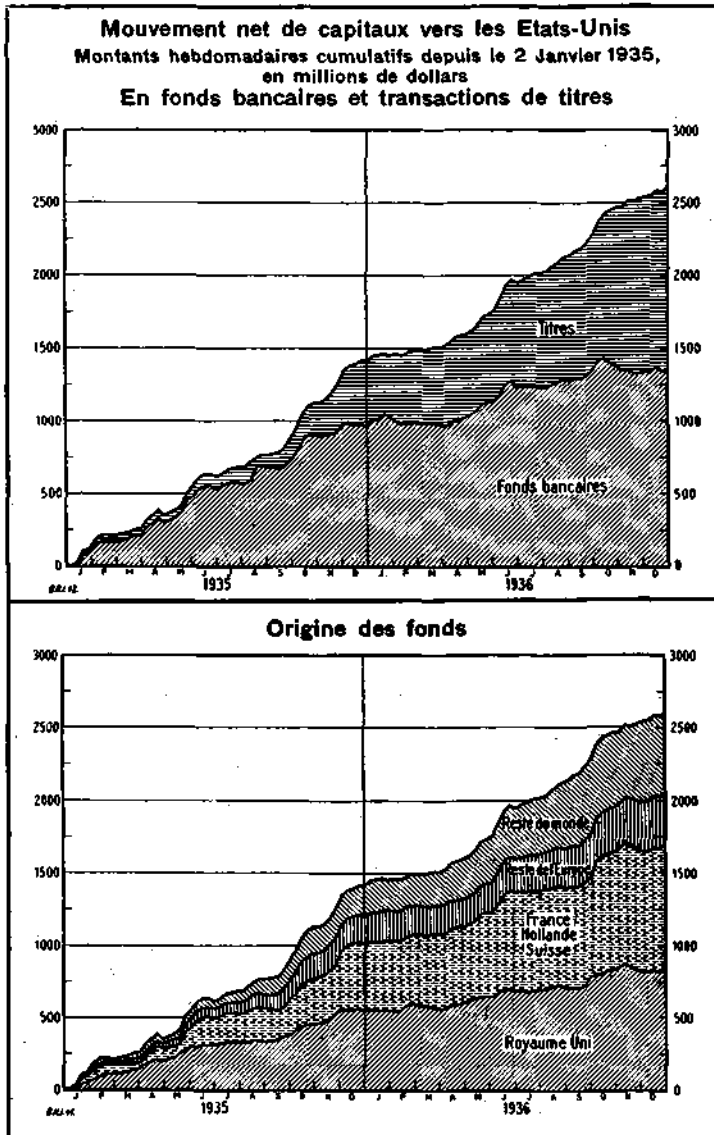
montant, les retraits effectués par des banques américaines à l'étranger atteignent 560 millions, dont près de la moitié représente la liquidation graduelle de créances gelées sur les pays de l'Europe et de l'Amérique Latine. Les étrangers (c'est-à-dire les personnes physiques et morales domiciliées à l'étranger) ont augmenté d'un milliard de dollars leurs avoirs en banque et autres créances à court terme aux Etats-Unis, dont le montant total, à la fin de 1936, atteignait 1.500 millions de dollars, soit trois fois plus qu'en 1933, mais la moitié seulement du volume des avoirs correspondants de 1929. Toutefois, quand on compare ces avoirs à la position d'il y a sept ou huit ans, il faut se souvenir que les banques centrales possédaient alors des portefeuilles dollars beaucoup plus considérables qu'aujourd'hui et que les dernières statistiques sont un peu plus complètes que les années précédentes. Les principaux pays détenteurs d'avoirs à court terme aux Etats-Unis, à la fin de septembre 1936, sont les suivants :

	Millions de dollars
Royaume-Uni	300
France	172
Pays-Bas	81
Suisse	154
Canada	174
Amérique Latine	203
Extrême-Orient	211
Tous les autres pays	201
Total	<u>1.496</u>

Après septembre 1936, il n'y eut qu'une faible réduction des avoirs de la France, des Pays-Bas et de la Suisse, mais un certain rapatriement des soldes britanniques se produisit, en même temps que diminuait le déport sur la livre sterling et que se raffermirent à Londres les taux d'intérêt. Les fonds des banques britanniques utilisés à New-York, aussi bien que les avoirs américains à Londres, réagissent aux moindres mouvements du loyer de l'argent à court

terme et du cours de change dollar-sterling à terme.

Il se peut que quelques-uns des actifs à court terme détenus par des étrangers aux Etats-Unis soient des capitaux « réfugiés », et le fait que l'accumulation de fonds, pour le compte de l'Angleterre et des pays de l'ancien bloc-or, s'est produite à intervalles irréguliers pendant les périodes d'incertitude politique et monétaire en Europe, peut laisser prévoir pour l'avenir des possibilités d'instabilité. Mais il ne faut pas oublier qu'une partie très substantielle des sommes en question, ainsi que les disponibilités d'autres pays qui ont régulièrement accumulé des avoirs aux Etats-Unis, représentent la constitution de fonds de roulement habituellement conservés à l'étranger. « Avec l'amélioration du commerce mondial, l'augmentation rapide des fonds de roulement laissés ici en dépôt ne paraît pas improbable », écrivait, en septembre 1936, le Secrétaire du Trésor des Etats-Unis, dans une lettre ouverte: ceci est particulièrement vrai, à l'heure actuelle, alors qu'un si grand nombre de pays doivent financer leur propre commerce extérieur au lieu de pouvoir obtenir des crédits en dollars.



Les achats connus de titres effectués pour compte étranger, pendant les trois années en question, s'élèvent en chiffre net à 1.430 millions de dollars, mais 535 millions de ce total, soit plus d'un tiers, représentent le montant net des achats et des remboursements de titres étrangers et peuvent donc être considérés comme correspondant à un mouvement de caractère permanent. Quant aux achats de titres américains pour compte étranger, qui se totalisent à 895 millions de dollars, ils n'ont commencé qu'en mai 1935 et, dans l'ensemble, ont tendu depuis lors à se développer toujours davantage. Le Bulletin de la "Federal

Reserve" de juillet 1936 observe que: «l'achat de titres américains par des étrangers semble s'expliquer, depuis mai 1935, par la situation aux Etats-Unis plutôt que par la situation en Europe»; il ajoute que «le caractère soutenu de ce mouvement, aux époques où les avoirs bancaires européens aux Etats-Unis ne s'accroissaient pas, ou même se contractaient, comme il est arrivé pendant les cinq mois se terminant en avril 1936, donne à supposer que les capitalistes étrangers pensent trouver sur le marché américain des placements avantageux pour leurs capitaux». De même, après les modifications de la valeur de certaines monnaies en septembre 1936, les achats de titres américains se sont poursuivis sans ralentissement.

Le total des placements étrangers aux Etats-Unis n'a été connu avec quelque

certitude que lors de la publication par le Ministère du Commerce des Etats-Unis des résultats d'une enquête approfondie qui donne les éléments suivants pour la fin de 1935:

Total des placements étrangers aux Etats-Unis	Grande- Bretagne	Bloc-or*	Canada	Autres Pays	Total
	en millions de dollars				
Actions ordinaires (cours du marché)	372	552	408	683	2.015
Actions privilégiées (au pair) . . .	146	64	66	53	329
Obligations (au pair)	91	338	49	129	607
Placements directs	362	276	322	85	1.045
Autres placements	403	235	161	240	1.039
Total	1.374	1.465	1.006	1.190	5.035

* France, Pays-Bas et Suisse.

« Bien que les titres aient pu changer de mains et les cours du marché osciller », fait remarquer le Bulletin de la "Federal Reserve", « les étrangers ont laissé dans ce pays, pendant toute la durée de la crise, un volume de titres aussi important en réalité que le montant détenu par eux à l'heure actuelle », et il ajoute: « sur les 5 milliards de dollars d'avoirs à long terme figurant dans ce tableau comme propriété d'étrangers à la fin de 1935, 10% seulement semblent avoir été acquis depuis 1933 ». L'achat par des étrangers, en 1936, de 600 millions de dollars de titres américains et la hausse des cours sur le marché ont porté, estime-t-on, à 6.250 millions de dollars le montant des valeurs américaines de placement détenues par des étrangers à la fin de 1936. Beaucoup de ces placements pourront ne pas être modifiés pendant des années, si l'on s'en rapporte à l'expérience passée. « Il ne semble pas », dit le Bulletin de la "Federal Reserve", « que les étrangers aient effectué des retraits soutenus sur le marché des valeurs américaines, même pendant les premières années de la crise, lorsque la confiance était à son minimum et que les prix baissaient rapidement ». Bien qu'une importation de capitaux, à raison de plus de 100 millions de dollars par mois en moyenne, telle qu'elle se produit depuis plus de trois ans, doive être naturellement un sujet de préoccupations, il semble improbable que le mouvement puisse se renverser subitement.

Dans l'ensemble, les placements des Américains à l'étranger ont beaucoup plus varié pendant les dix dernières années que les placements de l'étranger aux Etats-Unis. En 1926, 1927 et 1928, de nouveaux emprunts extérieurs ont été émis aux Etats-Unis, à raison de plus d'un milliard de dollars par an. Mais c'est à une cadence très rapide que, pendant les trois dernières années, la position créancière des Etats-Unis s'est réduite en ce qui concerne les émissions d'obligations et les crédits à court terme. Il conviendrait de mentionner que les

placements directs des Américains à l'étranger, sous forme d'affaires et de participations industrielles et commerciales, etc., ont témoigné d'une stabilité beaucoup plus grande que le volume des placements sous forme d'obligations et de crédits à court terme. En fait, les placements américains directs à l'étranger se sont accrus durant la crise et, à la fin de 1935, ils s'élevaient à 7.835 millions de dollars sur un montant de 12.630 millions de placements totaux à l'étranger.

D'où sont venus les fonds qui ont entretenu ces dernières années le vaste mouvement de capitaux vers les Etats-Unis? Pour répondre à cette question, il y a intérêt à résumer les chiffres publiés par le Trésor des Etats-Unis sur les importations de capitaux pendant les années 1935 et 1936 (ce sont ces chiffres qui ont servi de base aux graphiques donnés plus haut dans ce chapitre).

Capitaux à court terme	en millions de dollars	Origine des importations	en millions de dollars
Retraits nets opérés par l'Amérique à l'étranger	456	Royaume-Uni	830
Arrivées nettes de disponibilités étrangères	916	France	300
Transactions sur valeurs	1.372	Pays-Bas	230
Achats nets de titres américains	917	Suisse	335
Achats nets de titres étrangers	316	Autres pays d'Europe	356
	1.234	Total pour l'Europe	2.051
Total des importations de capitaux	2.607	Tous les autres pays	556
		Total	2.607

Les crédits bancaires américains retirés pendant ces deux années ont été remboursés, dans l'ensemble, grâce au solde actif des postes courants de la balance des comptes, soit sur un excédent général comme en Finlande, soit sur les recettes d'un poste particulier comme dans le cas de l'Allemagne (au moyen des «registermarks»). Les sommes utilisées pour les rapatriements de titres et pour les remboursements en espèces d'obligations libellées en dollars ont été aussi, dans une large mesure, fournies par le solde actif de la balance des paiements courants pour certains pays qui, comme la Finlande, la Belgique et l'Argentine, ont été ainsi à même de réduire leur dette extérieure. Par contre, en ce qui concerne l'achat de titres américains et la constitution d'avoirs en dollars, on ne peut pas dire que les fonds correspondants aient été fournis par un excédent des postes courants de la balance des comptes, sauf peut-être dans un petit nombre de cas, comme au Canada. Pour l'Angleterre, le transfert vers New-York de disponibilités purement anglaises a été probablement en grande partie compensé par des entrées provenant des remboursements d'anciens emprunts en livres sterling

(à long terme et à court terme); mais pour la France, en particulier, la sortie de capitaux n'a été couverte que par prélèvement sur les réserves monétaires-or.

Les capitaux sortis de France sont allés en partie aux Etats-Unis, plus largement encore en Angleterre, mais aussi en Belgique, en Suisse et aux Pays-Bas. Les chiffres publiés par le Trésor des Etats-Unis ne font pas apparaître de très fortes importations de capitaux de France. Pour les vingt et un mois compris entre le début de 1935 et la dévaluation en septembre 1936, 200 millions de dollars seulement sont indiqués comme provenant de France (130 millions de dollars à court terme et 70 millions de dollars d'achats de titres) — soit la contre-valeur de 3 milliards de francs de 1928. Or, les exportations de capitaux français ont atteint plusieurs fois ce chiffre. Pendant ces mêmes vingt et un mois, la Banque de France a perdu 32 milliards de francs d'or, auxquels il faut ajouter 5 milliards de crédits pris à l'étranger. Il faut toutefois tenir compte du passif résultant du solde des postes courants de la balance des comptes pendant la période examinée, des retraits de capitaux étrangers, de la thésaurisation d'or en France et de certains autres éléments, le tout pouvant représenter au total quelque 14 milliards de francs; ce montant, déduit du chiffre brut, soit 37 milliards de francs, laisserait 23 milliards de francs (c'est-à-dire 1.500 millions de dollars) comme ordre de grandeur des exportations de capitaux français pendant cette période. Bien que ce chiffre soit élevé, il ne représente guère plus de la moitié du chiffre auquel ont été estimées les exportations de capitaux français des années 1924 à 1926, mais, à cette époque, les postes courants de la balance des comptes laissaient se dégager un solde actif en faveur de la France, tandis que les sorties de capitaux de ces dernières années ont directement pesé sur la Banque de France et sur le marché de Paris.

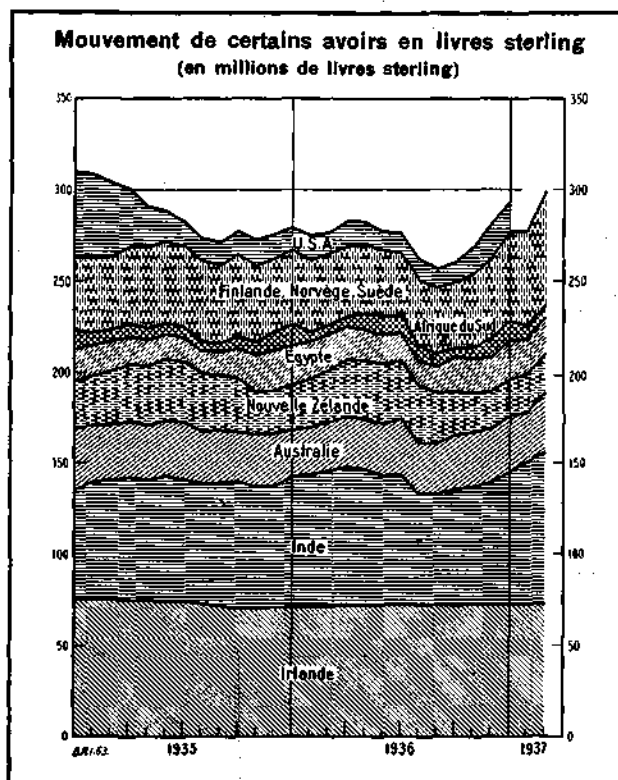
L'exode considérable de capitaux du marché français pendant les neuf premiers mois de 1936 a été le principal facteur de la hausse du cours de la livre par rapport au dollar, cours passé de 4,95 au début de mars, à plus de 5,05 en septembre 1936. Après la dévaluation, en fin septembre 1936, le cours sterling-dollar, subitement libéré de la pression exercée par les fonds venant du continent, tomba rapidement à 4,90 au début d'octobre. Les ventes de francs français à découvert avant la dévaluation avaient eu lieu le plus souvent contre livres sterling, et cette position fut dénouée pendant les trois premières semaines d'octobre 1936. Le rapatriement des capitaux en France après la dévaluation ne prit pas de grandes proportions, et, en fait, le mouvement fut renversé au cours de novembre et des mois suivants. En février 1937, les chemins de fer français se firent ouvrir un crédit de 40 millions de livres sterling, à Londres, et après le succès de l'Emprunt de Sécurité Nationale, au milieu de mars 1937, le public vendit une certaine quantité de livres sterling pour couvrir ses souscriptions en francs — des dollars furent également vendus alors contre des francs.

Le rapatriement des capitaux suisses, d'autre part, fut rapide après la dévaluation de la monnaie et paraît avoir été terminé en décembre 1936, époque à partir de laquelle on constata de petites sorties de fonds. Pendant le dernier trimestre de 1936, les disponibilités en espèces des deux plus grandes banques suisses traitant d'importantes affaires internationales se relevèrent de 250 millions de francs suisses à 660 millions, celles des quatre plus petites banques de 135 millions de francs suisses à 225 millions et l'encaisse des banques cantonales se releva de 150 millions de francs suisses à 300 millions; en même temps, les dépôts à vue auprès de la Banque Nationale Suisse, qui étaient de 460 millions de francs suisses à la fin de septembre, s'élevèrent à 1.360 millions à la fin de l'année. La rapidité du rapatriement ressort du fait que 85 % de cette augmentation se concentrent sur le seul mois d'octobre.

Indépendamment des capitaux proprement suisses, il existe sans aucun doute des capitaux étrangers qui sont venus se réfugier en Suisse, et l'emploi de ce large volume de fonds, sans qu'il en résulte une hausse excessive des cours des marchandises et autres valeurs, soulève un problème délicat. L'absence de nouvelles émissions étrangères sur le marché a fait suggérer l'introduction aux bourses suisses de titres étrangers choisis, déjà cotés aux bourses étrangères, mais s'il est vrai que cette mesure pourrait quelque peu réduire l'abondance des disponibilités en Suisse, elle provoquerait vraisemblablement, en cas de succès, des exportations d'or vers les pays qui disposent déjà d'abondantes réserves.

Le retour des capitaux hollandais fut un peu plus lent à se déclencher, et il fut plutôt précédé, en fait, par celui de capitaux étrangers. Vers la fin de l'année, toutefois, les rapatriements prirent de l'ampleur, puis, à la mi-février 1937, ils parurent cesser. Malgré les transferts d'or considérables provoqués par l'afflux de capitaux sur les marchés suisse et hollandais, les réserves monétaires de Londres et de New-York ne diminuèrent pas, mais elles augmentèrent au contraire considérablement pendant le dernier trimestre de 1936 et le début de 1937. Les approvisionnements d'or des marchés s'accrurent de la production nouvelle des mines, des amples montants d'or remis en circulation par les particuliers et, à partir de novembre, de l'or sortant de France.

La fermeté du cours au comptant de la livre sterling par rapport au dollar, qui se constata pendant l'été de 1936 et que l'on n'estimait pas devoir se maintenir, explique que certaines disponibilités bancaires de Londres furent investies à New-York; ces opérations purent être converties avantageusement en raison du déport élevé de la livre sterling. Le graphique ci-après du volume de certaines disponibilités à Londres indique les réductions des avoirs des banques américaines en 1935 par rapport à leur montant élevé de 1934; l'augmentation du déport sur la livre sterling était alors suffisante pour contre-balancer les taux d'intérêt plus élevés offerts à Londres, et l'emploi des avoirs américains cessait ainsi d'être



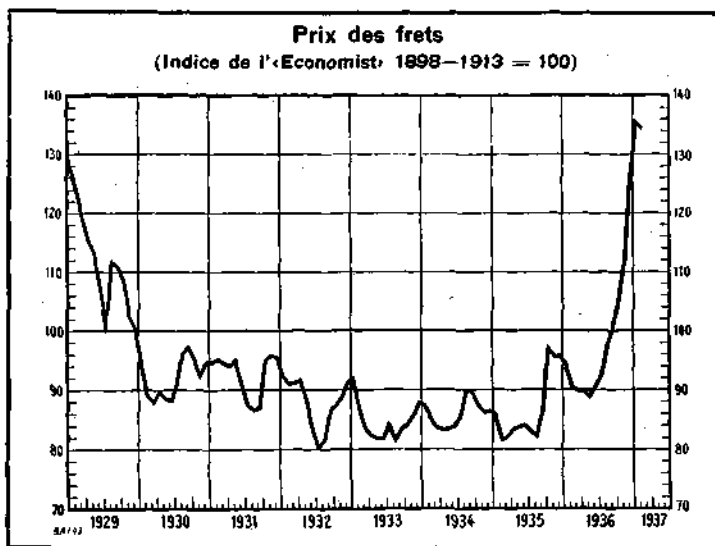
avantageux à Londres. Les avoirs peu importants, à l'automne de 1935, semblent correspondre aux besoins minima de ces banques.

Ce graphique indique, indépendamment des avoirs en livres sterling des banques des Etats-Unis, ceux de certaines parties de l'Empire britannique et d'autres pays du groupe sterling. Les avoirs en livres sterling de la Commission des devises irlandaise et l'excédent des avoirs en livres sterling sur les engagements correspondants pour les banques travaillant dans l'Etat Libre d'Irlande, sont restés très stables, car ils ont en

grande partie le caractère de placements permanents à l'étranger. L'Inde et l'Afrique du Sud, comme il est dit au chapitre précédent, ont toutes deux remboursé en 1936, à l'aide de leurs propres ressources, un montant total de près de 35 millions de livres sterling. L'année 1936 a été meilleure pour l'Australie, du fait, en grande partie, des prix plus élevés obtenus pour ses exportations pendant la dernière partie de l'année; il y eut également un certain afflux de capitaux étrangers. Le portefeuille sterling de la Banque du Commonwealth s'est accru d'environ 5 millions de livres sterling pendant l'année; en outre, les banques privées furent également en mesure, comme il était nécessaire, d'accroître leurs dépôts à Londres, largement mis à contribution pendant les années de crise. Le rapport du Conseil d'administration de la Banque du Commonwealth du 30 juin 1936 déclare: «Les dépôts à Londres sont maintenant suffisants pour faire face aux besoins normaux, mais ils ne sont pas suffisamment élevés pour constituer les réserves nécessaires en temps de crise.» D'autre part, les disponibilités à Londres de la Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande et des banques privées figurant sur le graphique ont diminué en fin de compte, pendant l'année, de 5 millions de livres sterling et elles se sont réduites ainsi à 20 millions de livres sterling, montant le plus bas depuis la création de la Banque de Réserve. Bien que le total des fonds maintenant détenus à Londres pour le compte de la Nouvelle-Zélande se compare très favorablement avec celui de la période anté

rieure aux achats de livres sterling effectués en 1933 par le Gouvernement, il serait utile d'y disposer de réserves suffisantes en raison des larges fluctuations saisonnières qui régissent les exportations de la Nouvelle-Zélande. Le portefeuille-sterling des banques centrales de Finlande, de Norvège et de Suède s'est accru de 10 millions de livres sterling en 1936; ces banques ont aussi augmenté leurs réserves-or de 20 millions de livres sterling pendant l'année, et ces mouvements se sont poursuivis pendant les premiers mois de 1937. Ces trois banques ne font apparaître qu'une partie de leur or comme encaisse métallique, le solde servant de couverture secondaire, et il est spécifiquement désigné en Norvège sous la rubrique: « disponibilités temporairement placées sous forme d'or ». La position suédoise est exceptionnelle. Les banques privées de Suède ont généralement des avoirs étrangers à court terme pour un montant net de 100 à 200 millions de couronnes suédoises, et ces avoirs se montaient à 130 millions de couronnes suédoises en septembre 1936. Les mois suivants, toutefois, la position se renversa subitement et, à la fin de mars 1937, les situations des banques faisaient apparaître vis-à-vis de l'étranger un déficit net de 155 millions de couronnes suédoises. L'apparition d'un tel solde passif n'était nullement due à un déficit de la balance des comptes qui présentait au contraire un excédent, mais à des conversions en couronnes suédoises (voir pages 89 et 90) provoquées par la supposition que la monnaie suédoise s'améliorerait d'environ 7 % par rapport à son ancienne parité avec la livre sterling. Les devises furent vendues à la Riksbank, ce qui explique le gonflement anormal de ces réserves d'or et de devises pendant le premier trimestre de 1937.

La Finlande, outre le remboursement en 1936 d'un emprunt à long terme libellé en dollars, a été en mesure d'augmenter ses avoirs étrangers à court terme. L'amélioration de la position à court terme de la Norvège et du Danemark est



par contre due en partie au fait que ces deux pays contractèrent une nouvelle dette à long terme envers l'étranger. L'avance de la Suède à l'Etat norvégien et à la Banque hypothécaire du Royaume de Norvège s'éleva à 40 millions de couronnes en 1936, et la Norvège bénéficia également

d'une amélioration des prix du fret qui présente une grande importance pour sa marine marchande actuellement en pleine activité. L'Etat danois emprunta à Stockholm, en mai 1936, 40 millions de couronnes suédoises (dont la contre-valeur s'élevait à 45 millions de couronnes danoises) et la Banque hypothécaire du Royaume de Danemark emprunta un million et demi de livres sterling à Londres en décembre 1936 (cette opération fut approuvée par le Trésor britannique, car le produit servait à renforcer les ressources en livres sterling d'un pays du groupe sterling). La dette extérieure à court terme de la Banque Nationale du Danemark diminua en 1936 et, pour la première fois depuis 1933, il apparut même au milieu de l'année un léger actif net en sa faveur. En janvier 1937, la dette nette en devises de la Banque Nationale, soit 14 millions de couronnes, se trouvait inférieure de près de 54 millions de couronnes à son montant de janvier 1936.

La balance commerciale de l'Italie marque une amélioration: son déficit est ramené de 3.200 millions de liras, en 1935, à 2.100 millions en 1936. La publication de la situation des divers comptes de clearing dans lesquels l'Italie est partie a été reprise en décembre 1936 et ces états font apparaître une situation relativement favorable.

La dette extérieure de l'Allemagne, par suite des remboursements, de la dévaluation des monnaies de pays créanciers et d'autres facteurs, a diminué comme suit au cours de ces dernières années:

Milliards de reichsmarks en fin de mois	Juillet 1931	Nov. 1931	Février 1932	Février 1933	Février 1934	Février 1935	Février 1936
Long terme	10,7	10,7	10,5	10,3	7,2	6,4	6,1
Court terme	13,1	10,6	10,1	8,7	6,7	6,7	6,3
Total	23,8	21,3	20,6	19,0	13,9	13,1	12,4

Les montants de 1931 devraient être quelque peu majorés, car les relevés de cette année n'ont tenu compte que des dettes supérieures à 50.000 reichsmarks, alors que, par la suite, cette limite fut abaissée à 5.000 reichsmarks. La dette extérieure de l'Allemagne en valeur or a donc été réduite de moitié depuis le début de la crise de liquidité. La dépréciation de certaines monnaies, en 1936, réduisit de nouveau le principal de la dette qui s'élève maintenant à environ 11.500 millions de reichsmarks. Aux termes de l'accord de prorogation, les marges de crédit ont encore été ramenées de 1.567 millions de reichsmarks, à la fin de février 1936, à 1.165 millions à la fin de février 1937 (dont 1.041 millions de reichsmarks effectivement utilisés). Les conversions en «registermarks», pendant les neuf premiers mois d'application de l'accord de 1936, portèrent sur 306 millions de reichsmarks (dont 255 millions de reichsmarks pour le tourisme). L'accord de prorogation a été renouvelé en février 1937,

pour une nouvelle période d'un an, après n'avoir subi que de légères modifications. Le ralentissement en 1934 de la réduction de la dette à court terme de l'Allemagne a été dû en partie à l'arrivée à échéance de dettes à long terme, qui ne furent pas transférées en raison des restrictions de change, et en partie à des emprunts nouveaux. Pendant le premier semestre de 1934, les contingents de devises attribués aux importateurs furent graduellement réduits et, au cours de l'année, les dettes commerciales envers l'étranger s'accrurent considérablement. Les dettes allemandes au titre des comptes de clearing et autres comptes similaires atteignirent leur maximum de 567 millions de reichsmarks en mars 1935; les effets du Nouveau Plan qui a pour objet de rétablir l'équilibre entre les importations et les exportations commencèrent ensuite à se faire sentir et ces dettes diminuèrent graduellement. De 500 millions de reichsmarks environ, montant que les dettes de clearing atteignaient au début de 1936, leur total était tombé à 415 millions de reichsmarks en novembre 1936. Ces comptes ne donnent, bien entendu, que les soldes des dettes échues et n'en indiquent donc pas le montant total. En particulier, l'Allemagne a davantage exporté à crédit ces dernières années, et les sommes dues à ses exportateurs, non exigibles encore, revêtent une certaine importance. En 1936, les anciennes dettes commerciales envers l'Angleterre et la Belgique ont été intégralement remboursées et, avec le système actuel des paiements appliqué à ces pays, des dettes semblables ne peuvent plus s'accumuler à l'avenir. Quelques autres pays, comme les Pays-Bas et la France, purent également obtenir des remboursements substantiels; d'autre part, les dettes allemandes de clearing envers certains pays ont augmenté, en particulier les dettes envers la Pologne au titre du transit par voie ferrée à travers le Corridor.

Les difficultés du paiement de ce dernier montant à la Pologne ainsi que d'autres montants dus à ce pays se sont produites à un mauvais moment pour la Pologne qui souffrait, au début de 1936, d'un exode de capitaux: les exportateurs polonais avaient tendance à laisser à l'étranger le produit en devises de leurs exportations, les importations étaient de plus en plus effectuées contre paiement comptant et les banques accéléraient le remboursement de leurs crédits extérieurs. Des restrictions au commerce des devises furent introduites en avril 1936, ainsi que le contrôle du commerce extérieur en mai, et des restrictions de transfert pour le service de la dette extérieure en juin. L'excédent de la balance commerciale, qui atteignait 177 millions de zlotys en 1934, tomba à 64 millions en 1935, et à 23 millions en 1936; en outre, des pièces d'or étaient importées pour être thésaurisées. Les réserves d'or de la Bank Polski tombèrent de 510 millions de zlotys, au milieu de 1935, à moins de 370 millions à l'été de 1936, mais une certaine détente se produisit pendant la dernière partie de l'année. Les crédits extérieurs consentis aux banques polonaises furent réduits d'une contre-

valeur de plus de 50 millions de zlotys, pendant l'année, à la suite de remboursements et comme conséquence de la dévaluation des monnaies en septembre, mais, dans l'intervalle, il se produisait une accumulation d'intérêts et d'autres montants bloqués en vertu des restrictions sur les devises. A la fin de l'année, un important crédit fut obtenu en France.

La dette extérieure de la Hongrie a récemment été évaluée à 2.400 millions de pengös au total, contre 4.300 millions en 1931, mais ces chiffres sont donnés en valeur-or, et c'est à la dévaluation des monnaies des pays créanciers qu'est due la plus grande partie de cette réduction apparente qui provient toutefois aussi, partiellement, de certains remboursements en capital et de certains rapatriements d'obligations.

On constate peu d'indices de reprise du financement du commerce international. Dans de nombreuses régions du monde, le fonctionnement d'accords de clearing exclut le financement du commerce extérieur par le mécanisme normal. Le gouverneur de la Banque d'Angleterre a fait récemment connaître que le montant des effets de commerce en circulation sur le marché de Londres s'élevait à 130 millions de livres sterling au printemps de 1936, par rapport à 220—230 millions de livres sterling cinq ans plus tôt (ces chiffres n'étant pas nécessairement complets, mais comparables). Le fléchissement du financement du commerce en dollars est même plus marqué encore, et le montant des acceptations bancaires libellées en dollars est tombé de plus de 1.500 millions de dollars, à la fin de 1930, à moins de 400 millions en 1935—36.

Les exportations de denrées alimentaires et de matières premières sont, en général, payables au comptant, ou même à l'avance (pour le financement des récoltes), tandis que des crédits à 3 mois ou plus sont consentis pour les marchandises industrielles. Il en résulte que les pays agricoles ayant reçu comptant le paiement de leurs exportations ont normalement contracté, au titre de leurs importations, des dettes commerciales à trois mois et plus. Dans la mesure où les pays industriels ont réduit, ces dernières années, la durée de leurs crédits, ou peut-être même exigé un paiement comptant de leurs exportations, ils ont souvent imposé de lourdes charges aux pays agricoles (généralement débiteurs), jusqu'au point parfois de les contraindre à l'adoption de restrictions de change.

Les renseignements disponibles sont malheureusement insuffisants en ce qui concerne les conditions de crédit accordées au commerce international, mais dans quelques pays, pour lesquels ces crédits sont d'une grande importance, des estimations ont été faites à l'occasion de l'établissement de la balance des comptes. On peut mentionner, à titre d'exemple, que les importations de la Pologne atteignirent, en 1928—1929, plus de 3 milliards de zlotys par an, tandis que les crédits commerciaux en cours étaient supérieurs à 1 milliard de zlotys,

de sorte que les importations de quatre mois en moyenne étaient régulièrement faites à crédit. Les crédits consentis par les exportateurs polonais atteignaient, d'autre part, environ 300 millions de zlotys, équivalant seulement au montant des exportations pour un mois et demi. Lors du fléchissement des transactions commerciales après 1929, la diminution des crédits commerciaux fut encore plus radicale; les importations polonaises furent réduites, nécessitant ainsi un financement correspondant moindre, mais les exportateurs étrangers réduisirent la durée et le montant de leurs crédits. De 1929 à 1930, les importations polonaises ont ainsi fléchi d'un tiers, mais les crédits furent diminués de plus de moitié; les importations furent de nouveau amputées d'un tiers, de 1930 à 1931, et les crédits à leur tour réduits à nouveau de plus de 50%. En 1932, la valeur des importations était à peine supérieure à un quart de ce qu'elle était en 1928—1929, et les crédits des exportateurs étrangers, à peine égaux au huitième de leur montant d'alors, ne représentaient plus qu'une valeur inférieure à deux mois des importations polonaises. Les exportateurs polonais ne purent pas aussi aisément réduire la durée de leurs crédits, et ceux-ci ont conservé approximativement une valeur d'un mois et demi d'exportations. Exprimé en monnaie, ceci signifiait, en fin de compte, que la Pologne a remboursé 800 millions de zlotys environ de crédits commerciaux en trois ans — preuve frappante de la liquidité de ces crédits; c'est en rapprochant ce chiffre du total des réserves d'or et de devises de la Bank Polski, qui atteignaient en 1928 leur montant maximum de 1.350 millions de zlotys, qu'on se rendra le mieux compte de l'ordre de grandeur qu'il représente pour la Pologne.

Plusieurs autres pays qui exportent surtout des produits agricoles ou de même nature sont maintenant dans la situation de la Pologne; ils ont presque intégralement remboursé les crédits commerciaux normaux d'importation et ils achètent presque exclusivement au comptant. La situation de ces pays devrait être très forte lors de la reprise commerciale: toute prolongation de leurs crédits d'importation aura directement pour effet de donner plus d'aisance à leur position devises et d'aider à la reconstitution des réserves de leurs banques centrales. La reprise marquée du commerce extérieur depuis l'été de 1936 a, sans doute, eu pour corollaire un certain accroissement des avances commerciales entre nations, mais c'est à peine si de nouvelles facilités ont été accordées aux pays dont la position de change est difficile. D'un point de vue purement technique, il est difficile de concilier l'octroi de crédits et le système actuel de clearings.

Dans le domaine des crédits à moyen terme, il convient de mentionner l'octroi par la Grande-Bretagne à la Russie d'un crédit commercial de 10 millions de livres sterling, à 5 $\frac{1}{2}$ % et à 5 années d'échéance; le service des intérêts et

le remboursement de ce crédit sont garantis par le Département pour la Garantie aux Exportations (Exports Guarantee Department). De plus, un représentant de ce département a été envoyé en Chine pour étudier la possibilité d'ouvrir à ce pays des crédits commerciaux analogues. De telles opérations visent à accroître, en premier lieu, les exportations britanniques, mais elles contribuent, en outre, sans aucun doute, au développement général du commerce en augmentant la durée des crédits. Maintenant que la Russie a moins besoin de crédits commerciaux qu'autrefois, en raison notamment de son importante production d'or, un certain nombre de pays, parmi lesquels la Tchécoslovaquie, l'Allemagne et l'Angleterre, lui ont consenti des crédits à moyen terme à des conditions favorables.

Le marasme persistant des prêts internationaux tient en partie à des difficultés techniques (telles que les systèmes de clearing) et en partie au sentiment d'incertitude quant à l'évolution générale dans le domaine monétaire et politique, car les influences de ces différents facteurs s'enchevêtrent étroitement. Il semble pourtant que, de plus en plus, le monde se rende compte des pertes qu'il subit, faute d'utiliser suffisamment dans les relations internationales l'appareil de crédit existant. On a fréquemment souligné, ces dernières années, jusqu'à quel point la reprise de l'activité à l'intérieur des diverses économies nationales peut dépendre de conditions de crédit appropriées. Il en est de même sur le plan international, et c'est un fait qui ne doit pas être sous-estimé à une époque où le retour à la prospérité générale exige impérieusement le développement du commerce international.

V. TENDANCE DES TAUX D'INTÉRÊT.

Dans l'ensemble du monde, l'évolution des taux d'intérêt, en 1936, reste encore caractérisée par leur tendance à la baisse, tant sur le marché à court terme que sur le marché à long terme. Parmi les vingt-six banques centrales européennes, neuf d'entre elles ont procédé à des modifications du taux d'escompte qui se traduisent en fin d'année par une diminution, deux banques seulement ont un taux plus élevé, et le taux des quinze autres n'a pas subi de modification. Hors d'Europe, on retrouve la même tendance: au Japon et aux Indes Néerlandaises (janvier 1937) les taux officiels de l'escompte ont été réduits sans avoir donné lieu à aucun relèvement en cours d'année. Les marchés monétaires ont été caractérisés par une liquidité constante et souvent même accrue; c'est seulement dans certains pays du groupe sterling, y compris l'Australie, le Danemark et la Norvège, que l'on a constaté, en 1936, quelques symptômes d'un raffermissement des taux; en outre, les taux exagérément bas du marché de New-York se sont légèrement relevés pendant le premier trimestre de 1937. Pendant l'année, un réajustement des taux a fait fléchir le loyer de l'argent à long terme; mais ici encore, une réaction s'est fait jour dans quelques pays, notamment pendant les premiers mois de 1937, lorsque les cours des meilleures valeurs britanniques ou «gilt-edged» ont fléchi brusquement en janvier et en février, ainsi que ceux des obligations du Gouvernement des Etats-Unis qui ont baissé en mars. Les crédits bancaires pour des fins industrielles se sont, en règle générale, très peu accrus, mais une augmentation assez sensible du volume des crédits commerciaux a reflété, dans un grand nombre de pays, la hausse des prix des marchandises.

1. MARCHÉS A COURT TERME.

Le tableau suivant indique l'ordre de grandeur des réductions des taux officiels de l'escompte par rapport aux taux pratiqués pendant la période de 1925 à 1929 ainsi que les changements intervenus en ces dernières années.

A la fin de 1936, les taux d'escompte étaient inférieurs, dans tous les pays d'Europe, à l'exception de l'Espagne, au taux le plus bas des années 1925 à 1929. La situation est particulièrement frappante à cet égard dans les pays de l'Europe centrale et méridionale: en Autriche, par exemple, où le taux actuel est de $3\frac{1}{2}$ % contre des taux de 6 à 13 % pendant la période 1925 à 1929. Les neuf pays d'Europe dans lesquels les taux officiels se sont trouvés en fin de compte abaissés en 1936, comprennent les six pays qui, à l'automne de cette année, ont dévalué leurs monnaies ou établi l'embargo sur l'or, soit la France,

Taux d'escompte des banques centrales d'Europe	1925-1929		Fin 1935	Fin 1936	Change- ments en 1936	Fin Mars 1937 (d)
	Le plus haut	Le plus bas				
1. Taux réduits en 1936						
Suisse	4	3½	2½	1½	-1	—
France	7½	3½	6	2	-4	4
Pays-Bas	5½	3½	3½	2	-1½	—
Tchécoslovaquie	7	5	3½	3	-½	—
Italie	7	5½	5	4½	-½	—
Portugal	9	6	5	4½	-½	—
Lettonie	6	6	5½(a)	5 (a)	-½	—
Lithuanie	6	7	6	5½	-½	—
Albanie	12	9	7½	7	-½	6½
2. Taux inchangés en 1936						
Belgique	7½	4	2	2	—	—
Angleterre	6½	4	2	2	—	—
Suède	5½	3½	2½(b)	2½(b)	—	—
Autriche	13	6	3½	3½	—	—
Hongrie	12½	6	4	4	—	—
Finlande	9	6	4	4	—	—
Allemagne	10	5	4	4	—	—
Estonie	10	7½	4½(c)	4½(c)	—	—
Roumanie	9½	6	4½	4½	—	—
Dantzig	10	5½	5	5	—	4
Pologne	12	8	5	5	—	—
Espagne	5½	5	5	5	—	—
Yougoslavie	7½	5½	5	5	—	—
Bulgarie	10	9	6	6	—	—
Grèce	11	7½	7	7	—	6
3. Taux relevés en 1936						
Danemark	7	5	3½	4	+ ½	—
Norvège	6½	4½	3½	4	+ ½	—

(a) ½ %, plus élevé pour les entreprises privées.

(c) ½ %, moins élevé pour les acceptations de banquiers.

(b) ½ %, moins élevé pour les réescomptes des banques.

(d) Taux modifiés depuis la fin de 1936.

l'Italie, la Lettonie, les Pays-Bas, la Suisse et la Tchécoslovaquie. Cinq ans plus tôt, lorsque les monnaies de la Grande-Bretagne et d'un grand nombre d'autres pays avaient été dépréciées en pleine crise de liquidité, les taux d'escompte de leurs banques centrales avaient été maintenus pendant plusieurs mois à 6 % ou même à un niveau plus élevé, pour réagir contre les pertes de capitaux. Aucune mesure analogue n'a dû être adoptée à l'automne de 1936, l'alignement des monnaies ayant alors provoqué, au contraire, un rapatriement immédiat de capitaux vers les marchés qui ajustaient leur monnaie.

Parmi les pays de l'ancien bloc or, le taux d'escompte a été maintenu pratiquement stable en Suisse ces dernières années; il n'a été procédé à un relèvement de 2 à 2½ % que lors de la forte pression qui s'exerça sur le franc suisse, pendant l'été 1935. En France et aux Pays-Bas, par contre, le taux d'escompte fut modifié à plusieurs reprises, soit pour l'adapter aux conditions du marché, soit pour influencer celles-ci: en France, on note dix modifications effectives du taux d'escompte en 1935 et jusqu'à douze modifications en 1936; aux Pays-Bas, quinze modifications en 1935 et neuf en 1936. La situation ne fut, toutefois, jamais aussi tendue sur le marché hollandais que sur le marché français; celui-ci, pendant toute l'année, sauf à l'automne où une certaine détente suivit la dévaluation, subit les conséquences des sorties persistantes de capitaux et des continuel emprunts de l'Etat. En France, une partie du financement des besoins de l'Etat

incomba à la Banque de France, qui, pendant cette période, escompta non seulement des effets du marché, mais fit également des avances à l'Etat. L'article 13 de la loi du 24 juillet 1936, qui révisé les statuts de la Banque de France, prévoit que tous les effets faisant partie de la dette flottante de l'Etat et venant à échéance dans un délai de trois mois au maximum sont admis sans limitation au réescompte de la banque, sauf au profit du Trésor public. En application des lois votées en août 1936, la Banque de France a également accepté des effets endossés par l'Office du blé et des effets réescomptés pour la Caisse Centrale des Banques Populaires, le total des crédits ainsi consentis se chiffrant à 1.400 millions de francs, à la fin de décembre 1936.

Le système des avances à trente jours au maximum sur titres d'Etat à échéance ne dépassant pas deux ans, a continué à être largement utilisé au cours de l'année; ces avances, qui furent consenties pour la première fois en février 1935, constituent maintenant un élément régulier du marché, spécialement employé pour remédier à la tension des fins de mois. Pendant l'année, le taux de ces avances a été identique au taux de la banque et il a varié avec lui; leur montant s'est élevé à 38 milliards de francs au total contre 16.500 millions en 1935 (10 mois).

Les exportations de capitaux et la thésaurisation de la monnaie, pendant les neuf premiers mois de l'année, ont exercé sur le marché monétaire une pression continue qui a, par moments, été particulièrement marquée. La contraction des disponibilités du marché s'observe dans la diminution des dépôts en caisses d'épargne, tombés de 63 milliards, en fin janvier, à 58.500 millions en fin septembre; pendant la même période, les dépôts des quatre grandes banques de Paris sont tombés de 27.500 millions à 21.500 millions, et la circulation des bons de la défense s'est réduite de plus d'un milliard (elle accusait une légère augmentation pendant la période correspondante des années précédentes). Cette évolution a exercé son influence sur les taux du marché qui, en particulier aux moments de forte tension, se sont peu écartés du taux officiel de l'escompte et l'ont même parfois dépassé, ce qui constitue une situation absolument anormale. Cette année, comme l'année précédente, il est caractéristique que les relèvements du taux d'escompte n'ont été effectués que lorsque le marché les a rendus inévitables, alors que les réductions, contrairement à la pratique usuelle de la Banque de France, ont eu pour objet de donner une impulsion au marché et de chercher à l'entraîner.

L'une des raisons qui ont rendu difficile un contrôle effectif des taux d'intérêt du marché a été le déport élevé qui a parfois permis la réalisation d'un bénéfice allant jusqu'à 35 % sur les opérations de report à trois mois. Bien que de tels taux ne soient pratiqués que pour certaines opérations particulières, les taux du marché ont tendance à se laisser influencer par eux, quelles que puissent

être les mesures prises, sous forme de restrictions officielles ou autres, pour prévenir d'importants engagements sur le marché des changes à terme.

Le 7 juillet 1936, la Nederlandsche Bank a abaissé son taux d'escompte de $3\frac{1}{2}$ à 3% , taux qui se trouvait en vigueur lors de la déclaration de l'embargo sur l'or. Par deux réductions successives, en octobre et en décembre respectivement, ce taux fut ramené à 2% , taux le plus bas coté aux Pays-Bas depuis 1850, si l'on excepte la brève période de mai à septembre 1931. Le marché monétaire d'Amsterdam n'a subi de pression que pendant une courte partie de l'été, moment où le taux d'escompte privé dépassa pendant quelque temps le taux officiel, ce qui contribua au relèvement du taux officiel à $4\frac{1}{2}\%$, taux le plus élevé de l'année et qui resta en vigueur, au mois de juin, pendant trois semaines; une détente se produisit par la suite et, en septembre 1936, le taux de l'escompte privé oscillait entre $1\frac{1}{8}$ et $1\frac{1}{2}\%$. Aux Pays-Bas, le marché monétaire n'a pas eu à supporter de charges nouvelles résultant d'emprunts d'Etat; en fait, la dette flottante (effets du Trésor et bons du Trésor) a été ramenée d'environ 590 millions de florins, en janvier, à 525 millions pendant la dernière semaine de septembre. Le taux caractéristique du marché d'Amsterdam, le « prolongatie » (avances d'un mois sur effets) toucha son maximum à $4\frac{3}{4}\%$ en juin, alors qu'il atteignit à plusieurs reprises $6\frac{1}{2}\%$ en 1935. En septembre 1936, le taux moyen était de $1,3\%$, presque le plus bas de l'année, mais quoique l'activité de la bourse, à en juger par le produit de l'impôt sur les transactions, ait été plus grande que les années précédentes, la demande pour cette catégorie d'avances fut en réalité relativement faible, les achats ayant été largement effectués en 1936, au moyen des avoirs liquides.

En Suisse, les symptômes de tension sur le marché ont même été moindres qu'aux Pays-Bas — en fait, la Banque Nationale Suisse a pu abaisser son taux officiel de $2\frac{1}{2}$ à 2% le 9 septembre, trois semaines avant la dévaluation de la monnaie. Une nouvelle réduction, le 26 novembre, ramena le taux de la Banque à $1\frac{1}{2}\%$, ce qui est le taux le plus bas coté depuis la fondation de la Banque Nationale en 1907, taux à la vérité très bas, même pour un pays qui a traditionnellement, comme la Suisse, un taux si bas qu'il n'a jamais dépassé $3\frac{1}{2}\%$ pendant les dix dernières années. L'encaisse-or, qui avait été inférieure à 1.200 millions de francs suisses en 1935, était supérieure à 1.500 millions, au moment de la suspension de l'étalon-or, et elle se releva régulièrement, même durant la dernière semaine de septembre.

La détente de 1936 a été due à un reflux des capitaux vers les grandes banques; le bilan trimestriel de l'ensemble de ces banques, qui avait continuellement fléchi de 1930 jusqu'à la fin de 1935, s'est relevé d'environ 9% pendant les trois premiers trimestres de 1936. Le taux d'escompte privé est resté inférieur d'environ $\frac{1}{4}\%$ au taux officiel jusqu'au début de septembre, et lors-

que ce taux fut réduit à 2 %, la marge s'éleva à $\frac{1}{2}$ %, ce qui rendit nécessaire une nouvelle réduction du taux officiel à $1\frac{1}{2}$ % pour permettre à la banque centrale de reprendre contact avec le marché. Les fonds ont continué à affluer dans les banques et, en février 1937, le taux d'escompte privé est tombé à 1 %.

En Italie, le taux officiel de l'escompte a été ramené de 5 % à $4\frac{1}{2}$ %, en mai 1936. Pendant l'année, les avances de la Banque d'Italie à l'Institut pour la Reconstruction Industrielle furent portées de 802 millions de liras à 4.708 millions et, à la fin de l'année, les avances ordinaires au Trésor furent fixées à 1 milliard de liras et les avances extraordinaires sur effets du Trésor, à 2 milliards de liras. Pour compenser ces diverses avances, la Banque d'Italie ramena le volume de ses escomptes et de ses avances privées de 8.988 millions de liras, à la fin de 1935, à 2.866 millions de liras à la fin de 1936. Cette réduction fut possible parce que les banques privées avaient une liquidité suffisante, en raison des dépenses du gouvernement et des opérations de l'Institut pour la Reconstruction Industrielle. Une expansion du volume global des crédits fut ainsi évitée; la circulation des billets ne passa que de 16.297 millions de liras, à la fin de 1935, à 16.525 millions à la fin de 1936, et il convient de mentionner qu'un montant de billets, évalué à 1.480 millions de liras, utilisé en Afrique orientale, est compris dans ce dernier chiffre.

Les relèvements du taux d'escompte au Danemark et en Norvège n'ont été que de $\frac{1}{2}$ % et cette faible augmentation a porté le taux dans chacun de ces pays à 4 %. Au Danemark, le taux officiel a été relevé, le 19 novembre 1936, en raison d'un resserrement dans la position-devises, à la suite d'une augmentation des importations et de la difficulté d'obtenir des pays à restrictions de change le paiement des exportations. Le raffermissement des taux d'intérêt doit néanmoins être considéré dans le cadre d'une plus grande politique, comme un désir de renverser la politique d'expansion décidée en 1933—34 pour favoriser la conversion des dettes à long terme. Le taux d'escompte avait été ramené à $2\frac{1}{2}$ % en novembre 1933, et la Banque Nationale, ainsi que le Fonds de crise (qui empruntait directement à la Banque) avaient procédé à des achats massifs d'obligations sur le marché libre, provoquant un relèvement appréciable des cours. En mars 1935, moment où l'expansion atteignit son plus grand développement, la banque détenait des obligations pour une valeur de 153 millions de couronnes, et le compte du Fonds de crise se montait à 142 millions de couronnes. A partir du printemps de 1935, la Banque Nationale se mit à vendre des obligations et, en août 1935, releva son taux à $3\frac{1}{2}$ %. Par des ventes régulières d'obligations pendant vingt mois, la Banque avait, à la fin de décembre 1936, réduit son portefeuille de titres à moins de 50 millions de couronnes, c'est-à-dire à peu près au niveau normal, tandis que le Fonds

de crise, qui n'avait pas vendu d'obligations, avait ramené son compte à 130 millions de couronnes, à la suite du remboursement de certains crédits. Le marché des obligations fit preuve d'une grande résistance, d'autant plus que, de leur côté, les banques privées vendirent des titres, à concurrence de quelque 50 millions de couronnes, au cours de 1936. Le relèvement du taux de la Banque de $\frac{1}{2}$ %, en novembre 1936, fut suivi d'un relèvement égal du taux des prêts des banques privées.

Le relèvement du taux d'escompte en Norvège s'est fait dans un cadre très différent. L'encaissement du produit des emprunts contractés en Suède, ainsi que les rentrées plus importantes provenant de certaines exportations, notamment de la navigation, ont donné de l'aisance à la position devises, et les réserves de la Norges Bank ont sensiblement augmenté. L'amélioration des relations économiques extérieures se serait normalement traduite par une plus grande liquidité du système bancaire, mais le mouvement des dépôts bancaires accrus en 1935 a toutefois brusquement changé de sens en 1936, à la suite de l'institution d'un impôt sur les dépôts en banque et du développement en fin d'année d'une intense activité boursière avec une forte hausse des actions. Le relèvement du taux d'escompte, le 7 décembre 1936, permit aux banques de relever leur taux d'intérêt sur les dépôts, ce qui, avec la modification de l'impôt sur les dépôts en banque, provoquera, espère-t-on, le retour dans les banques des capitaux disponibles.

Dans d'autres pays européens, le taux d'escompte n'a pas été modifié, mais l'année n'en aura pas moins été chargée d'événements divers. En Angleterre, le taux officiel de l'escompte de 2 % (qu'on ne retrouve qu'entre les années 1890 et 1900) est maintenant en vigueur depuis près de cinq années sans interruption, mais il reste encore très supérieur aux taux du marché, le taux moyen pour effets du Trésor étant, en 1936, de 0,58 %. Les neuf premiers mois de l'année furent marqués par d'importantes entrées de capitaux, venant en particulier de France. Pendant l'année, prise dans son ensemble, il y eut une expansion des avances intérieures des dix "clearing banks" primitives, qui augmentèrent de 80 millions de livres sterling, soit trois fois plus qu'en 1935, et un accroissement des placements de 25 millions de livres. Malgré quelques sorties de capitaux étrangers pendant les trois derniers mois de l'année, le total des dépôts de ces "clearing banks" atteignait, à la fin de 1936, le montant-record de 2.238 millions de livres sterling, supérieur de 500 millions à celui de la fin de 1931. En raison de l'influence stabilisatrice du Fonds d'égalisation ainsi que des achats d'or effectués par la Banque d'Angleterre, les importations de capitaux étrangers, les modifications monétaires de l'automne de 1936, l'ouverture et le remboursement du crédit de 40 millions de livres sterling contracté par le Gouvernement français, enfin le nouveau crédit accordé, en 1937, aux chemins de fer français agissent moins sur le taux du marché que les facteurs purement saisonniers et techniques.

Les fluctuations saisonnières des recettes et des dépenses de l'Etat, ainsi que les paiements effectués par les banques tendent à concentrer la pression sur le marché monétaire à la fin de juin et à la fin de décembre. Le large écart entre le taux officiel et les taux du marché, joint à la prédominance des effets du Trésor sur le marché (la moyenne des effets émis par soumission atteint près de quatre fois le montant des autres effets traités au marché de l'argent), a toutefois modifié dans une certaine mesure la tension saisonnière. Les effets du Trésor étant à échéance de trois mois, les banques souscrivent surtout aux effets payables à la fin de juin et à la fin de décembre, et l'action sur les taux d'intérêt se trouve ainsi retournée dans une certaine mesure pour être reportée à trois mois plus tard. En fin juin et en fin décembre, les banques laissent les bons du Trésor venir à échéance et c'est ainsi l'Etat qui se trouve obligé d'emprunter à la Banque d'Angleterre.

Parmi les influences qui ont agi sur le marché pendant l'automne, figure un accroissement inusité des dépôts publics (comptes de l'Etat et autres comptes officiels) qui fit tomber en octobre à 9,9%, proportion particulièrement faible, le rapport des couvertures liquides aux engagements (cash ratio) des "clearing banks". Ce chiffre représente, bien entendu, une moyenne pour toutes les banques, les pourcentages réels ayant varié en octobre de 8,7 à 10,4%. On admet, d'une façon générale, que les «clearing banks» anglaises maintiennent un cash ratio pratiquement fixe de 10%, mais en fait, d'une date à une autre et de banque à banque, les fluctuations sont très appréciables et pas plus tard qu'en avril 1934, le pourcentage moyen atteignait 12%, alors que celui des banques, considérées individuellement, variait de 7,9 à 14,6%.

En Allemagne, le taux d'escompte est resté fixé à 4% depuis quatre années et demie. A l'exception d'une courte période en 1930, ce taux est le plus bas depuis la guerre, alors qu'il fut en moyenne supérieur à 7% de 1925 à 1929, au moment où les importations de capitaux étrangers atteignaient leur maximum. En même temps, les taux du marché continuent à fléchir:

Taux moyen %	Argent au jour le jour	Taux d'escompte privé
1931	8,4	6,8
1932	6,4	4,9
1933	5,5	3,9
1934	4,4	3,8
1935	3,4	3,2

— en 1936, les deux taux furent légèrement inférieurs à 3%.

Les dépôts des grandes banques de Berlin se sont relevés de 6.120 millions de reichsmarks, en janvier 1936, à 6.530 millions en janvier 1937, et les découverts

sont tombés de 3.850 millions de reichsmarks à 3.600 millions; d'autre part, les portefeuilles d'effets ont augmenté de 1.660 millions de reichsmarks à 2.390 millions (les véritables traites commerciales ont, toutefois, tendance à diminuer et à être remplacées par les effets des organismes publics). De plus, les engagements des banques par endos ont diminué et la totalité des effets réescomptés pour pallier à la crise a été remboursée. Le portefeuille de traites de la Reichsbank s'est de même considérablement accru, surtout pendant l'année 1936, pendant laquelle le total des effets et des chèques s'est relevé de 4.498 millions de reichsmarks à 5.448 millions. Cette évolution, à un moment où la liquidité des banques est si grande qu'elle leur permet même le remboursement de leurs dettes, témoigne qu'un nombre croissant d'effets publics sont directement escomptés auprès de la banque centrale, sans l'intermédiaire des banques privées.

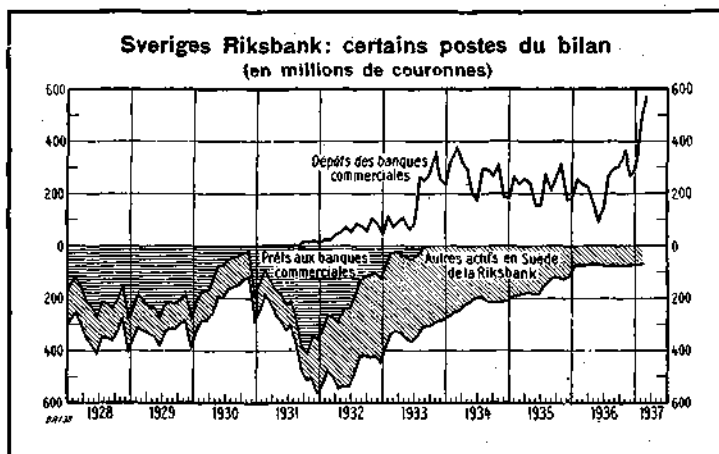
Pour absorber l'excédent des disponibilités sur le marché de Berlin et éviter le risque d'un excès de liquidité, la Golddiskontbank a émis, depuis le printemps de 1935, des billets à ordre réescomptables ou «Solawechsel». Le tableau suivant indique les fluctuations du montant total de ces billets encore en circulation.

Golddiskontbank Solawechsel	1935	1936	1937
	en millions de reichsmarks		
Janvier . . .	—	629	700
Février . . .	—	716	1.185
Mars	—	750	1.082
Avril	—	862	
Mai	202	655	
Juin	358	716	
Juillet	546	396	
Août	651	71	
Septembre . .	495	30	
Octobre . . .	492	406	
Novembre . .	701	463	
Décembre . .	701	400	

La grande importance des émissions effectuées au printemps de 1936, et de nouveau au début de 1937, reflète l'aisance du marché. Le fléchissement à la fin d'août et en septembre 1936 est lié à l'émission par le Reich de bons du Trésor; la tension temporaire du marché à cette époque avait disparu dès octobre.

En Belgique, l'Institut de Réescompte et de Garantie procéda, pendant l'année, à plusieurs émissions d'effets par soumission, les taux, variant de 0,425 à 1,25 %, sont sans précédent sur le marché de Bruxelles. Le taux officiel est resté fixé à 2 % depuis deux ans.

La liquidité du marché de Stockholm, qui fut, pendant quelques années, un trait caractéristique de la situation en Suède, s'est accentuée au début de 1937. Avant 1932, les banques suédoises ne détenaient à la Riksbank que des soldes d'une valeur nominale, et elles avaient normalement, ainsi que le montre le graphique ci-après, 200 millions de couronnes environ de dettes envers elle. Depuis l'automne de 1931, les banques se sont rapidement libérées et, entre le milieu de 1933 (époque à laquelle la couronne fut rattachée à la livre sterling, au cours de 19,40) et le début de 1936, leurs avoirs à vue ont évolué aux environs de 200 ou 300 millions de

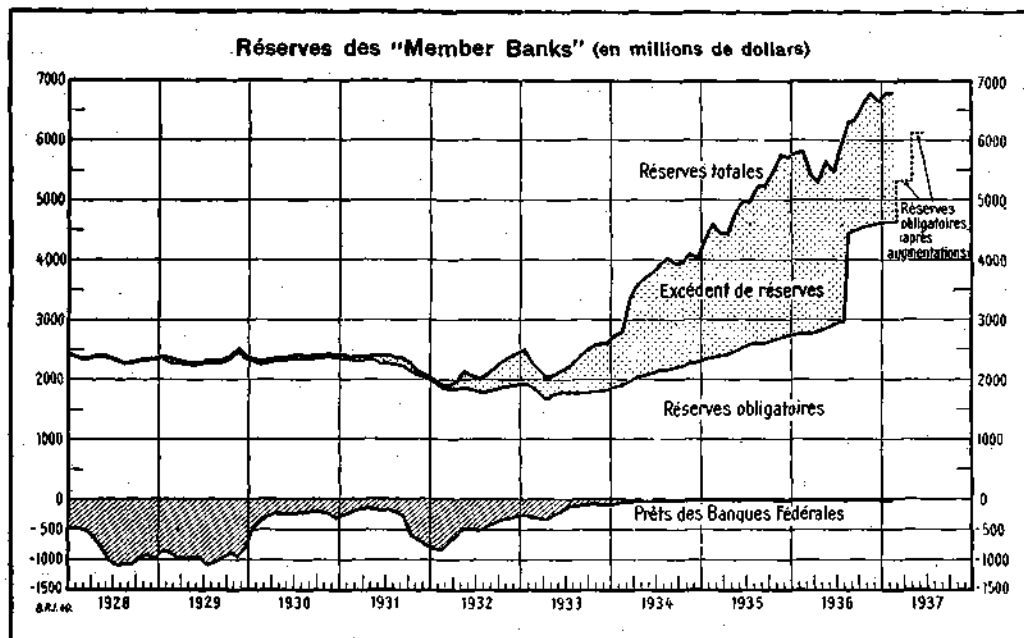


couronnes. Les autres actifs de la Riksbank en Suède ont diminué à une cadence plus lente, cette diminution correspondant à l'aide donnée par le Gouvernement à la Skandinaviska Kreditaktiebolaget, intégralement remboursée aujourd'hui. A l'heure actuelle,

le total des actifs intérieurs de la Riksbank est inférieur à 100 millions de couronnes, et les avoirs des banques privées se sont élevés, en mars 1937, à 590 millions de couronnes. Le montant global de l'encaisse de toutes les banques atteignait alors 755 millions de couronnes, dont 635 millions pour les trois plus grandes banques. Afin d'être en mesure de réduire le montant des liquidités disponibles, l'Office de la dette nationale a été autorisé à mettre à la disposition de la Riksbank des effets et des obligations qu'elle peut vendre sur le marché. Il a été proposé également d'introduire un système de couverture obligatoire par encaisses minima pour les dépôts en comptes courants dans les banques privées, et cette proposition est encore à l'étude (avril 1937).

Bien que le taux d'escompte n'ait été relevé nulle part hors d'Europe, des mesures importantes affectant les conditions du crédit ont néanmoins été prises, spécialement aux Etats-Unis. Les taux de réescompte des Banques de Réserve Fédérale n'ont pas été modifiés depuis mai 1935 : les banques de New-York et de Cleveland appliquent le taux de $1\frac{1}{2}\%$ et les dix autres banques celui de 2% ; le taux minimum d'achat de la Banque de Réserve de New-York pour les acceptations bancaires à échéance de 90 jours (taux qui correspond le mieux aux taux officiels des banques centrales d'Europe) reste invariable à $\frac{1}{2}\%$, niveau auquel il a été ramené en octobre 1933 (en mars 1937, les taux du marché ont eu cependant tendance à se relever au-dessus de ce niveau). Bien que ces taux de l'argent à court terme fussent très bas, des mesures furent prises pour éliminer l'excédent des réserves des banques membres de la Réserve Fédérale, afin de supprimer la base d'une dangereuse expansion possible du crédit.

Le problème que représente l'excédent des réserves est relativement nouveau. De 1925 à 1929, sur les 2.250 à 2.500 millions de dollars des réserves que les "member banks" étaient tenues par la loi de laisser en dépôt auprès des Banques de Réserve Fédérale, 500 millions à 1 milliard environ étaient empruntés aux Banques de Réserve. D'une manière générale, les "member banks" non seulement



n'avaient pas d'«excédent» de réserves, mais, en fait, pour compléter celles-ci, elles devaient emprunter directement un montant équivalant à quelque 40 % du minimum «obligatoire». Les excédents de réserves n'ont fait leur apparition qu'en 1932, à la suite d'achats massifs de titres d'Etat par les Banques de Réserve, et ils n'ont pas augmenté rapidement avant 1933. Le Conseil des Gouverneurs du Système de Réserve Fédérale notait, en janvier 1937: «... Dans l'intervalle qui s'est écoulé entre les vacances bancaires de 1933 et le 24 décembre 1936, ... les importations d'or ont atteint un montant global approximatif de 4 milliards de dollars. Cet afflux d'or a eu pour effet d'augmenter d'autant les réserves des "member banks", ainsi que leurs dépôts. Le montant total des dépôts dans les banques et dans les caisses d'épargne postales, ajouté à la monnaie circulant hors des banques, atteint maintenant un chiffre supérieur de 2 milliards de dollars à celui de l'été de 1929 ... ».

Les réserves totales des "member banks" se sont élevées à 6 milliards de dollars en 1936, c'est-à-dire au double du montant minimum obligatoire, et, en théorie tout au moins, les dépôts auraient également pu être portés au double de leur montant d'alors. Cette situation comportait des éléments de danger qui étaient déjà reconnus quand la loi de 1935 sur les banques (adoptant avec modifications les mesures de crise contenues dans la loi de 1933 sur l'aide à l'agriculture) autorisa le Conseil des Gouverneurs à porter la réserve obligatoire des "member banks" à un total ne pouvant être supérieur au double de leur montant d'alors, «afin d'empêcher une expansion nuisible du crédit». Le Conseil décida de relever de 50 %, à partir du 16 août 1936, le pourcentage des réserves obligatoires par

rapport aux dépôts. De l'or continuant à être importé pendant l'automne de 1936, le Conseil décida d'user pleinement de ses pouvoirs et il décréta un nouveau relèvement de 50 % (doublant ainsi les pourcentages primitifs), relèvement qui doit être opéré en deux étapes de même importance, le 1^{er} mars et le 1^{er} mai 1937. Cette absorption de l'excédent des réserves a été préférée à la vente de titres d'Etat recommandée par le Conseil consultatif du Système de Réserve Fédérale en novembre 1935, parce que les changements dans les pourcentages atteignent toutes les "member banks", quelle que soit la situation de leurs réserves, « et doivent par conséquent être effectués lorsque les réserves sont largement réparties ».

Depuis le 1^{er} mai 1937, les "member banks", à New-York et à Chicago, doivent laisser en dépôt dans les Banques de Réserve des avoirs équivalant à 26 % du montant net de leurs dépôts à vue; dans les autres « villes de Réserve », 20 % doivent être laissés en dépôt et, dans les districts ruraux, 14 %. Les dépôts à terme doivent être partout garantis par une réserve de 6 %. On escomptait que la nouvelle augmentation décrétée en 1937 ramènerait, une fois achevée, l'excédent des réserves à environ 500 millions de dollars alors qu'il atteignait plus de 3 milliards au début d'août 1936; mais de nouveaux achats de titres par les Banques de Réserve, en avril 1937, peuvent obliger à rectifier quelque peu cette estimation.

Dans son rapport du 31 janvier 1937, le Conseil a exprimé l'opinion que « le volume actuel des dépôts, s'il est utilisé dans la même proportion qu'avant la dépression, suffit pour entretenir une activité économique beaucoup plus grande que celle d'aujourd'hui. Pour soutenir et amplifier la reprise, ce qu'il faut au commerce, à l'industrie et à l'agriculture du pays, ce ne sont pas tant des adjonctions nouvelles aux montants actuellement disponibles qu'une utilisation plus complète et plus productive des dépôts existants. »

L'augmentation du pourcentage des réserves obligatoires ne s'applique qu'aux "member banks" du Système de Réserve Fédérale. Il est vrai que l'importance relative de celles-ci s'est accrue depuis la fermeture des banques en 1933, mais, à la fin de juin 1936, les dépôts des "member banks" (non compris les dépôts de banque à banque) ne s'élevaient qu'à 34 milliards de dollars sur un total de 51 milliards pour toutes les banques — 10 milliards de dollars étant détenus par les caisses d'épargne mutuelles et 7 milliards de dollars par les autres banques non membres de la Réserve Fédérale. Le rapport annuel de la "Federal Deposit Insurance Corporation", pour 1936, attire l'attention sur ce défaut d'unité. En fait, toutefois, les banques non membres de la Réserve Fédérale détiennent la majeure partie de leurs réserves en dépôt auprès des "member banks", de telle sorte que, tout compte fait, les réserves des "member banks" couvrent tous les dépôts en banque aux Etats-Unis.

Sur le marché des valeurs mobilières, des mesures ont également été prises en 1936, conformément à la loi de 1934 (Securities Exchange Act), pour restreindre le potentiel d'expansion du crédit, le Conseil de la Réserve Fédérale ayant porté les marges pour les avances sur titres à des niveaux relativement élevés: 55 % du cours du jour des valeurs reportées doivent être déposés par les clients chez leurs agents de change, et les banques doivent également exiger une marge similaire. Diverses autres réglementations ont également été édictées.

L'année a été caractérisée par l'augmentation des crédits commerciaux contractés auprès de toutes les "member banks", qui se traduit par une augmentation du poste «autres emprunts» de près de 1.035 millions de dollars (contre 300 millions de dollars seulement en 1935); mais la somme globale de 6.040 millions de dollars à la fin de 1936, bien qu'étant la plus élevée depuis les «vacances bancaires» de 1933, reste peu de chose en comparaison des années antérieures et du volume des fonds disponibles pour des prêts. On attribue généralement cette augmentation des emprunts commerciaux à des demandes supplémentaires de fonds de la part des producteurs et répartiteurs de marchandises; on l'explique encore par un gonflement du portefeuille des banques en effets de sociétés financières, mais ce gonflement n'a probablement pas constitué l'élément principal de l'augmentation des «autres emprunts». Les bilans publiés par 15 des principales sociétés financières indiquent qu'au 30 juin 1936 le montant global du crédit consenti par ces sociétés était d'environ 1.200 millions de dollars, montant supérieur de 45% à celui de 1929, et triple ou quadruple du volume de 1932. Les crédits consentis par ces sociétés sont surtout destinés

Crédits consentis par 15 sociétés financières	Douze industries automobiles	Trois industries diverses	Total
	Chiffres de fin d'année en millions de dollars		
1929	677	152	829
1932	275	63	338
1933	368	80	448
1934	500	101	601
1935	715	155	870
1936, 30 juin	971	225	1.196

à financer la vente des automobiles, mais aussi de divers autres articles, tels qu'appareils de chauffage et de ventilation, frigidaires et autres ustensiles ménagers, les sociétés financières obtenant environ les $\frac{2}{3}$ de leurs disponibilités par des avances bancaires et la vente de billets à ordre. On considère que ces chiffres donnent une indication assez juste du mouve-

ment des crédits à la consommation aux Etats-Unis d'Amérique. La consommation a reçu, en 1936, une impulsion exceptionnelle, du fait du paiement en juin du «Soldiers' Bonus» et de la loi fiscale dont l'application a imposé la répartition des bénéfices imposables non encore distribués, si bien que les dividendes déclarés en novembre se sont élevés à 880 millions de dollars, contre 400 millions en novembre 1935 (440 millions de dollars en décembre 1936, contre 300 millions en décembre 1935).

D'autre part, les crédits consentis par les organismes d'Etat tendent maintenant à diminuer, ainsi que l'indiquent les chiffres suivants des prêts non remboursés de trois importants organismes de crédit entièrement financés par le Gouvernement des Etats-Unis :

	Fin de 1935	Fin de 1936
	en millions de dollars	
Société pour le financement de la Reconstruction (Reconstruction Finance Corporation)	1.401	1.174
Société de crédit sur marchandises (Commodity Credit Corporation)	271	212
Administration des travaux publics (Public Works Administration)	195	126
	<u>1.837</u>	<u>1.515</u>

En juillet 1936, les taux d'intérêt sur les prêts consentis par la Reconstruction Finance Corporation ont été réduits de 4 à 3% pour les avances aux banques et dans la même proportion pour les autres avances; à partir d'octobre, le taux d'intérêt dû par les banques sur les actions privilégiées, les billets à ordre et les obligations détenus par la Reconstruction Finance Corporation fut également ramené à 3%.

Les taux à court terme, surtout pendant les premiers mois de 1937, se sont raffermis dans une certaine mesure à New-York, où certains taux avaient été excessivement bas ces quelques dernières années. Les exemples caractéristiques suivants permettent de se faire une idée de ce raffermissement: l'argent à vue en bourse (stock exchange call loans) est passé de $\frac{3}{4}\%$, au début de 1936, à 1% en juin, et les acceptations bancaires à 90 jours de $\frac{1}{8}$ à $\frac{3}{16}\%$ en juillet 1936, $\frac{1}{4}\%$ en janvier 1937, $\frac{5}{16}$ en février et $\frac{7}{16}\%$ en mars 1937; les effets du Trésor des Etats-Unis (273 jours) ont été placés à $\frac{1}{4}\%$ et moins en 1936 et un relèvement graduel depuis le début de 1937 a porté ce taux à 0,7% à la fin de mars.

Les nouvelles banques centrales, au Canada, en Nouvelle-Zélande, dans l'Inde et en Argentine, dont les taux d'escompte varient de 2 à $3\frac{1}{2}\%$, n'ont eu à faire face qu'à peu ou point de demandes de facilités de réescompte, et, en fait, les banques privées de chacun de ces pays ont une abondance exceptionnelle de disponibilités. Au Canada, l'encaisse et les soldes de réserves des banques atteignent le double du minimum légal, en Nouvelle-Zélande et dans l'Inde, le triple des réserves exigées. Les réserves de disponibilités des banques, en Argentine, ne dépassent pas sensiblement le minimum légal, bien que la banque centrale ait accru, pendant l'année, de 170 millions de pesos ses réserves d'or et de devises. Comme il a été exposé dans le dernier Rapport annuel, la banque centrale avait, lors de sa fondation en mai 1935, pour 400 millions de bons du Trésor 3% consolidés, dont 180 millions avaient été vendus sur le marché, en décembre 1935. Au cours de 1936, le solde de 220 millions a été également

vendu pour absorber le surplus des disponibilités des banques. Il a été dit, au début de 1937, que tout afflux nouveau serait neutralisé par des ventes d'effets du Trésor. Le taux d'escompte officiel a été maintenu à $3\frac{1}{2}\%$, tandis que le taux pour les effets du Trésor non réescomptables, dont l'émission mensuelle est devenue à Buenos-Aires un élément régulier sur la place, a fléchi pendant l'année jusqu'en décembre, époque à laquelle des effets à 30 jours furent placés à 2% et des effets à 90 jours à $2\frac{1}{2}\%$.

La Banque de Réserve de l'Inde maintient son taux officiel d'escompte à 3% , taux qui, néanmoins, n'est aucunement en corrélation avec les conditions du marché où le taux moyen pour effets du Trésor était, en 1936, inférieur à $\frac{3}{4}\%$. La situation est la même au Canada, où la Banque du Canada a laissé son taux invariable à $2\frac{1}{2}\%$ et où le taux pour effets du Trésor est tombé de $1\frac{1}{4}\%$, au début de 1936, à moins de $\frac{3}{4}\%$ en décembre. Pendant l'année, les avoirs liquides des banques ont augmenté à la suite d'achats de titres effectués par la banque centrale. Il y a recrudescence de liquidité, les banques ont cessé de servir des intérêts sur les comptes courants et le taux pour les dépôts d'épargne a été ramené à $1\frac{1}{2}\%$ par une nouvelle réduction de $\frac{1}{2}\%$. Les taux des avances ont également fléchi, mais les avances sur garantie collatérale, par exemple, coûtent encore de 5 à 6% à l'emprunteur. La loi d'avril 1936, relative à la modification de la Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande qui a nationalisé celle-ci, a également accordé à l'État et aux entreprises d'État la possibilité d'emprunter à la Banque. Le montant des avances à l'État et aux entreprises d'État est passé de zéro, pendant le premier semestre de l'année, à 8 millions de livres néo-zélandaises en décembre 1936, et la banque a également augmenté ses placements de 1 million de livres néo-zélandaises. Dans le courant de l'année, la circulation des billets s'est accrue de 3 millions de livres néo-zélandaises, les avoirs bancaires de un million et demi, et la réserve de sterling a diminué de 5 millions de livres néo-zélandaises. Les réserves effectives des banques privées se montaient, à la fin de 1936, à 11 millions de livres néo-zélandaises, le minimum légal obligatoire, aux termes de la loi, étant inférieur à 3 millions et demi de livres néo-zélandaises. En vertu de la loi ci-dessus mentionnée, le Gouverneur de la Banque de Réserve « agissant par autorité du Ministre des Finances » a le pouvoir de relever le montant minimum des réserves obligatoires des banques. Le taux d'escompte a été ramené de $2\frac{1}{2}\%$ à 2% , au milieu de l'année 1936.

Les banques privées de l'Afrique du Sud ont détenu longtemps un important excédent de réserves à la Banque de Réserve. En 1932, les banques avaient juste le montant suffisant pour constituer leurs réserves légales de 4 millions de livres sud-africaines. L'étalon-or fut suspendu à la fin de décembre 1932, et, pendant les quelques mois suivants, les soldes des banques se sont

élevés à plus de 20 millions de livres sud-africaines. En février 1936, ils atteignirent leur montant maximum, soit 33 millions de livres sud-africaines, représentant approximativement le quadruple du minimum légal, légèrement inférieur à 8 millions de livres sud-africaines, mais ils tombèrent assez rapidement à moins de 18 millions de livres sud-africaines en septembre. Pendant les six mois antérieurs au 30 septembre 1936, les banques achetèrent des titres pour 8 millions de livres sud-africaines. Comme il est indiqué dans la deuxième partie de ce chapitre, le Gouvernement a lancé un emprunt intérieur pour faire face à des échéances à Londres, et il a mis fin ainsi à la pléthore des disponibilités de provenance tant intérieure qu'extérieure. Les soldes des banques, toutefois, se sont relevés bientôt à nouveau à plus de 20 millions de livres sud-africaines et ils ont continué à augmenter pendant les premiers mois de 1937. Le taux d'escompte est resté invariable depuis 1933 à $3\frac{1}{2}\%$.

Bien que le taux des avances de la Banque du Commonwealth d'Australie, soit $4\frac{1}{4}\%$, n'ait pas été modifié depuis 1934, il y a eu un sensible raffermissement des taux à court terme dans le pays, comme cela ressort du relèvement de 1 à 2% en mars 1936, pour les dépôts à échéance fixe de 3 mois à la Banque du Commonwealth elle-même. Ce raffermissement des taux est dû à un développement continu des avances consenties par les banques privées que la Banque du Commonwealth n'a pas encouragé. La réduction de l'encaisse des banques et de leurs autres actifs liquides a rendu leurs trésoreries plus étroites, et elles ont porté leurs taux pour découverts à $5\frac{1}{2}\%$; récemment, toutefois, une certaine détente s'est fait jour en raison d'une meilleure évolution des affaires d'exportation.

Au Japon, le taux officiel de l'escompte a été ramené de 3,65 à 3,29% en avril 1936, et les taux du marché hors-banque à Tokio ainsi que les taux des dépôts en banque ont également fléchi pendant l'année. L'argent a été abondant pendant toute l'année, l'incident de février 1936 n'ayant eu qu'une influence passagère.

Bien que le loyer de l'argent à court terme ait récemment augmenté quelque peu sur certains marchés, l'année se caractérise d'une manière générale par une grande liquidité de tous les systèmes de crédit. Dans maints centres financiers, les banques privées ont accumulé de très grandes réserves, et on a eu recours, dans certains cas, à des mesures exceptionnelles pour réduire la base de crédit déjà existante comme pour en empêcher à l'avenir le dangereux accroissement. Il convient de noter que le système de la prescription d'un pourcentage minimum légal de réserves liquides, qui fut introduit à l'origine pour assurer une liquidité suffisante des banques, devient au contraire une arme pour la diminuer. A maints égards, toutefois, la situation actuelle n'offre aucun précédent; jamais encore on n'a tenté sur une aussi vaste échelle d'immobiliser

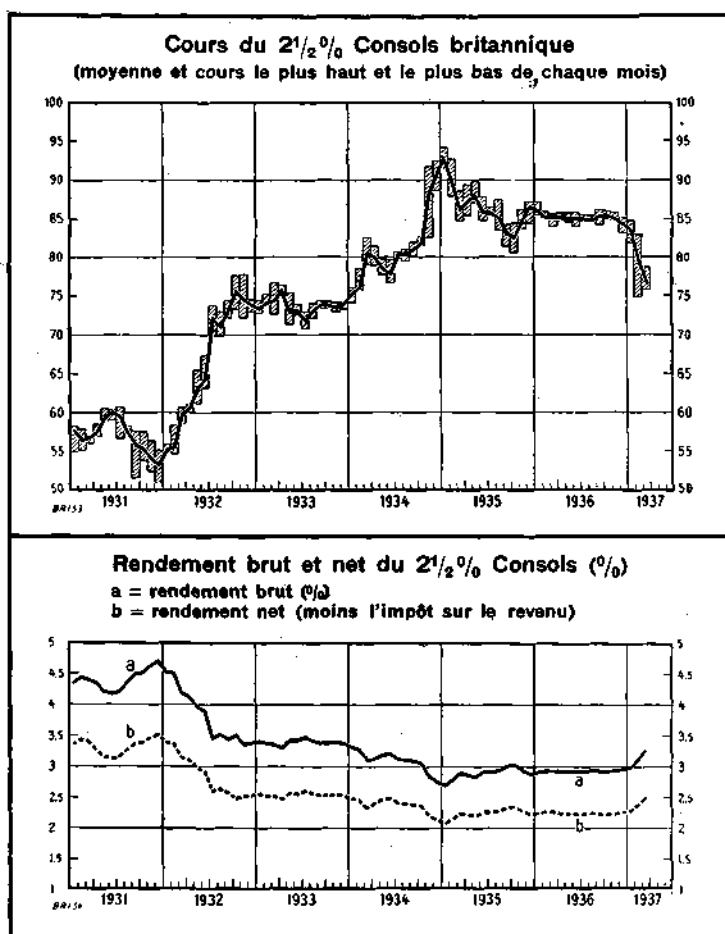
les soldes en caisse et, en particulier, de neutraliser l'effet des achats d'or. Des mesures sont prises pour tendre à une réduction du volume du crédit, et c'est à peine si l'on a pu jusqu'à présent agir sur son prix, c'est-à-dire obtenir un relèvement des taux d'intérêt.

2. MARCHÉS A LONG TERME.

L'évolution récente sur ces marchés tend à réduire les différences qui existent entre les taux d'intérêt à long terme dans les diverses parties du monde. On a pu noter ces derniers mois un raffermissement du rendement des obligations d'Etat à long terme sur les marchés britannique et américain ainsi que sur quelques autres marchés où les taux étaient déjà relativement très bas, alors que de nouvelles conversions d'emprunts s'effectuaient dans un grand nombre d'autres pays où le mouvement de baisse n'avait pas été aussi prononcé auparavant.

Les titres d'Etat britanniques ont atteint leurs cours les plus élevés en janvier 1935, lors d'une pointe en bourse non fondée qui était due à des achats trop exagérément poussés ; après une baisse d'environ neuf mois, ils se main-

tinrent relativement stables en 1936, puis un subit accès de faiblesse se produisit, au début de 1937, sur le marché des meilleures valeurs mobilières dites «gilt-edged» et, en peu de semaines, le rendement des titres d'Etat britanniques augmenta de près de 1/2 %. On peut attribuer cette faiblesse à plusieurs facteurs dont la répercussion s'est fait sentir sur les mouvements de capitaux du marché ; l'annonce d'un emprunt imminent pour l'exécution du programme d'armement eut, sans aucun doute, une influence

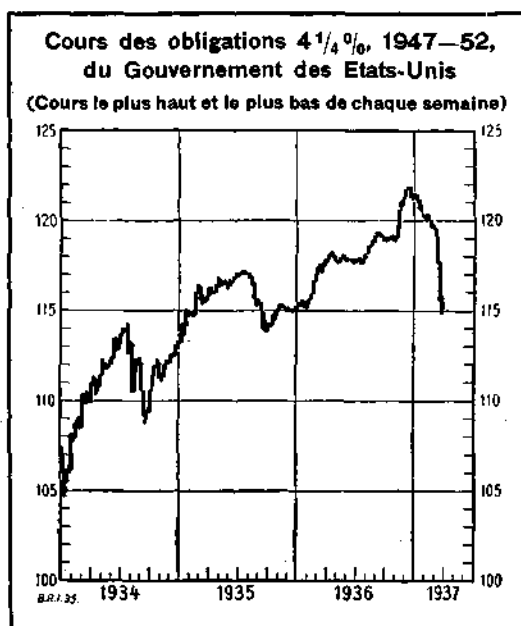


marquée, d'ordre psychologique, sur les porteurs. Le graphique précédent indique les cours du 2¹/₂ % consolidé (Consols) qui est un baromètre très sensible des conditions du marché à Londres en raison de son classement et de son caractère d'emprunt perpétuel. Ce titre a perdu 10 points pendant les deux premiers mois de 1937, alors que l'écart n'a été que de quatre points et demi pendant l'année 1936 tout entière. Au cours le plus bas de 74, en février 1937, ce titre cotait vingt points de moins qu'au cours le plus haut de janvier 1935 (date approximative à laquelle ont cessé les achats massifs de titres par les banques privées) et il avait retrouvé son niveau de 1934. Les autres valeurs à long terme à intérêt fixe n'ont pas été l'objet de variations aussi marquées, mais la tendance fondamentale a été la même. On entrevoyait dès novembre 1936, à Londres, la perspective de rendements plus élevés pour les emprunts à long terme, lorsque les 100 millions de livres sterling de bons consolidés 2³/₄ % à échéance de 16—21 ans furent émis à 98¹/₂. Ces conditions étaient nettement plus défavorables pour la Trésorerie que celles de l'emprunt de 200 millions de livres sterling de décembre 1935, à échéance de 20—25 ans, qui fut émis à 96¹/₂ au taux de 2¹/₂ %. Ce dernier emprunt, toutefois, a été souscrit en grande partie par des institutions officielles et semi-officielles et, malgré des relèvements du « tap price » (prix auquel un organisme officiel ou semi-officiel offre les titres sur le marché) destinés à préparer l'émission du nouvel emprunt, sa cotation, en novembre 1936, était inférieure de trois points au prix d'émission.

Aux Etats-Unis, le rendement des obligations du Trésor a continué à fléchir en 1936, et la tendance ne s'est renversée qu'au cours du premier trimestre de 1937. Le rendement moyen de toutes les obligations du Trésor en circulation, à échéance de plus de huit ans ou ne pouvant être appelées au remboursement qu'après ce délai, est tombé de 2,73 %, en décembre 1935, à 2,27 %, en décembre 1936. En comparant les taux de New-York à ceux de Londres, il est important de se souvenir que les titres d'Etat, aux Etats-Unis, sont exempts d'impôts, alors que l'impôt sur le revenu a une répercussion considérable sur le rendement des titres d'Etat britanniques, comme il ressort du graphique ci-dessus. Pendant l'année, le Trésor des Etats-Unis a poursuivi l'exécution de son programme de consolidation de la dette. La dette à court terme constituée par des billets, des certificats et des traites, a été réduite de 1.800 millions de dollars et ramenée ainsi à 13.100 millions, malgré une augmentation de 4.100 millions de dollars du total de la dette portant intérêt (33.700 millions de dollars). Dans le même temps, on prolongeait l'échéance des obligations:

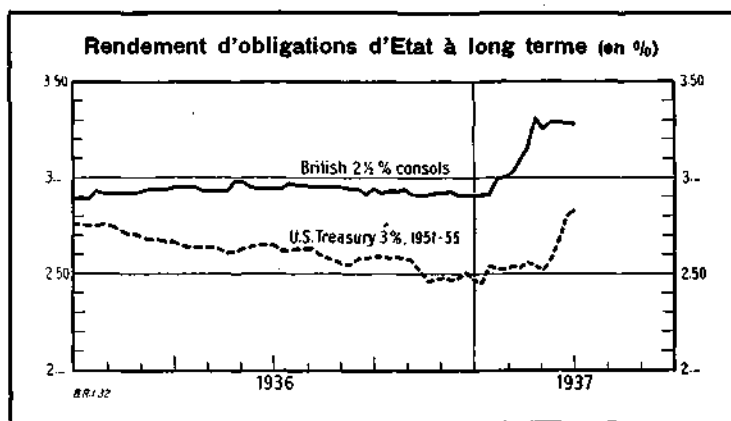
Date d'émission	Echéance
1935 septembre	10 à 12 ans
1936 mars	12 à 15 „
„ juin	15 à 18 „
„ septembre	20 à 23 „

Le taux d'intérêt a été de $2\frac{3}{4}\%$ pour chacune de ces émissions. En décembre 1936, toutefois, des obligations à $2\frac{1}{2}\%$ ont été émises à échéance de 13 à 17 ans seulement, et une autre émission à des fins de conversion a eu lieu aux mêmes conditions en mars 1937. A cette époque, le changement intervenu dans les conditions du marché s'était déjà fait sentir pour les meilleures obligations, et le marché des bons municipaux, en particulier, avait souffert d'un abus de nouvelles émissions. Au début, les titres d'Etat ne s'en trouvèrent pas affectés, mais l'écart s'élargissait entre les rendements. Plusieurs facteurs influençaient le marché: à New-York, les taux à court terme donnaient des signes de raffermissement; des préparatifs étaient faits pour la prochaine entrée en vigueur des dernières mesures destinées à réduire l'excédent de réserves des «member banks»; enfin, la baisse des cours sur le marché des «gilt-edged» de Londres produisait également un effet psychologique. Mais tandis que les onze «clearing banks» de Londres augmentaient leurs placements de 30 millions de livres sterling pendant les six mois d'août 1936 à janvier 1937, après ne les avoir augmentés que de 10 millions pendant les six mois précédents, l'ensemble des banques membres du Système de Réserve Fédérale qui avaient augmenté de 1.400 millions de dollars, pendant le premier semestre de 1936, leurs portefeuilles d'obligations d'Etat des Etats-Unis (obligations d'Etat ou garanties par l'Etat) les réduisirent au contraire de 125 millions de dollars au cours du second semestre. Les banques de New-York ont vendu pour 555 millions de dollars de tels titres et les autres banques en ont acheté pour 430 millions de dollars. Les banques ont continué en 1937 à diminuer leurs portefeuilles d'obligations d'Etat des Etats-Unis: les «member banks» qui publient des bilans hebdomadaires indiquent une diminution de 885 millions de dollars pendant les trois premiers mois de 1937, contre 320 millions dans les six derniers mois de 1936: ce recul s'est produit depuis le début de 1937, aussi bien dans les banques hors de New-York qu'à New-York et, en février et mars, les ordres de vente émanèrent des porteurs privés aussi bien que des banques. Sur le total de leur portefeuille de titres d'Etat des Etats-Unis, soit 2.430 millions de dollars, les Banques de Réserve Fédérale ont récemment augmenté la proportion des obligations (635 millions de dollars en fin mars 1937, contre 265 millions de dollars un an plus tôt) par rapport aux billets et traites à échéance plus rapprochée. Au début d'avril 1937, le Comité d'«open-market» du Conseil de Réserve Fédérale a annoncé qu'«en vue d'user de son influence pour assurer des conditions plus satisfaisantes au marché monétaire» et pour permettre aux «member banks» d'ajuster sans bouleversement leurs réserves aux nouvelles prescriptions, il serait procédé sur le marché libre à des achats d'obligations d'Etat «pour les montants et aux moments qui seront estimés opportuns». Pendant les deux premières semaines d'avril 1937, le Système de Réserve a accru de 56 millions de dollars son portefeuille d'obligations d'Etat et, pour



la première fois depuis plus de trois ans, il a augmenté ainsi le montant de ces titres en portefeuille. A titre d'exemple de la tendance générale du marché, on peut mentionner que les obligations 4 1/4 % 1947/52 ont fléchi de 121 7/8, niveau le plus élevé atteint le 12 décembre 1936, jusqu'à 120 environ en février, puis brusquement jusqu'à 115 à la fin mars 1937 et à 113 1/2 le 2 avril 1937 (chiffre le plus bas atteint depuis la fin de 1934); ce même jour, les obligations 2 1/2 % dont il a été précédemment question ont atteint le cours de 96 1/4 contre 101 3/4 pendant la seconde semaine du mois de février 1937.

Un montant d'environ 14 milliards de dollars de la dette d'Etat des Etats-Unis portant intérêt, sur un total de 33.700 millions de dollars à la fin de 1936, viendra à échéance au cours des cinq années prochaines. On a récemment fait observer que la presque totalité de la dette d'Etat des Etats-Unis venait à échéance dans un délai de vingt-cinq ans, alors qu'en Angleterre, 70 % environ de la dette



intérieure de l'Etat ne comportent pas d'échéance stipulée au profit des porteurs, ou sont à échéances lointaines — autre facteur qui rend extrêmement difficile toute comparaison internationale des taux d'intérêt à long terme. Toutes réserves faites sur les

comparaisons à établir, le graphique ci-dessus indique la tendance des rendements des titres «Consols» (rendement brut) à Londres et des obligations du Trésor des Etats-Unis 3 % 1951/55 à New-York, depuis le début de 1936.

En Allemagne, le marché des capitaux a encore été caractérisé par la consolidation continue de la dette flottante, toute l'épargne disponible étant soigneusement canalisée vers les titres d'Etat. En juillet et novembre 1936 et

en février 1937, il a été procédé à des émissions de bons du Trésor $4\frac{1}{2}\%$ d'une durée de neuf ans, au prix de $98\frac{3}{4}$, à concurrence de 700, 600 et 700 millions de reichsmarks respectivement. Au total, près de 5 milliards de reichsmarks de la dette à court terme du Reich ont été ainsi consolidés depuis 1933, mais le montant en circulation reste encore considérable. Au début de 1937, l'interdiction de procéder à de nouvelles émissions industrielles a été levée pour des montants relativement importants qui étaient nécessaires à des sociétés participant à l'exécution du Plan de Quatre Ans. En outre, un emprunt prussien $4\frac{1}{2}\%$ de 200 millions de reichsmarks, dont 40 millions en argent frais, a été émis en décembre 1936 à $97\frac{1}{4}$ — $97\frac{1}{2}$.

Le rapatriement des capitaux aux Pays-Bas et en Suisse, après la dévaluation, a largement contribué à rendre l'aisance aux marchés des capitaux de ces pays; dans l'un comme dans l'autre cas, le taux d'intérêt à long terme a été abaissé à 3 — $3\frac{1}{2}\%$, à la fin de 1936, et les conditions premières de futures conversions de titres d'Etat se trouvent ainsi réalisées. Avant la dévaluation, un emprunt de la défense nationale a même été émis au pair à 3% , sur le marché suisse, et la souscription s'en trouva dépassée, mais des motifs d'ordre patriotique et l'exemption de l'impôt exerçaient, dans ce cas, une attraction spéciale sur le public.

La persistance des sorties de capitaux français et leur maintien à l'étranger compliquent grandement en France le problème de l'abaissement du taux de l'intérêt à long terme. En décembre 1936, une convention a été signée aux termes de laquelle le Gouvernement a affecté, sur les bénéfices comptables de la réévaluation de l'encaisse-or de la Banque de France, 3 milliards de francs au Crédit Foncier pour lui permettre d'abaisser comme suit le taux de ses prêts:

prêts aux collectivités publiques: de 6,80 à 5% ;

prêts fonciers: de 8,05 à $6,30\%$;

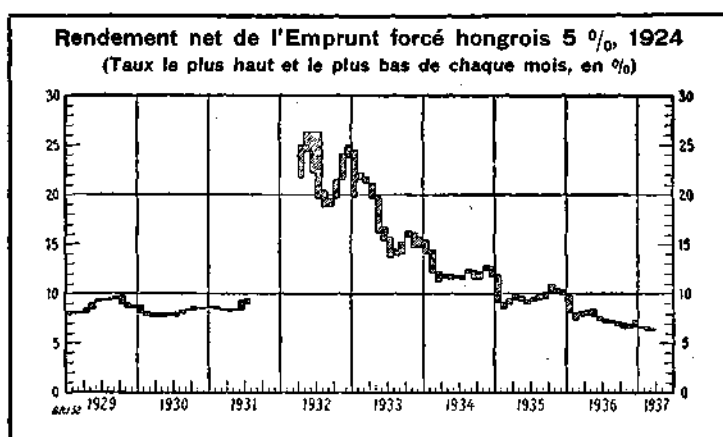
prêts maritimes: de 8,45 à $6,70\%$.

La réduction de 10% sur les coupons des rentes et autres titres d'Etat, instituée par décret en juillet 1935, a été abolie sous certaines conditions par la loi de Finances de décembre 1936.

En mars 1937, un Emprunt de Sécurité Nationale $4\frac{1}{2}\%$, remboursable en soixante ans, a été émis à 98 pour un montant de 5 milliards de francs, avec des conditions spéciales assurant au porteur le bénéfice d'une option pour le paiement de l'intérêt et du principal et garantissant des cours de change par rapport à la livre sterling ou au dollar, voisins de ceux en vigueur à la date d'émission (1 livre sterling = 106,95 francs et 1 dollar = 21,90 francs). La souscription de cet emprunt a été immédiatement dépassée et une seconde tranche de 3 milliards de francs émise une semaine plus tard. Le rendement des rentes

françaises, après une légère amélioration en octobre 1936, est revenu au début de 1937 à son niveau de l'année précédente. Leur marché a été alourdi, tant par les sorties de capitaux que par les appels continuels de l'Etat, obligé de faire face aux déficits budgétaires ainsi qu'aux dépenses hors-budget. La dette intérieure de l'Etat, y compris les dettes accumulées des chemins de fer, s'est accrue en France de quelque 40 % au cours des six dernières années.

En Tchécoslovaquie, un emprunt de la défense nationale a été également émis dans le courant de 1936. Il a été divisé en deux catégories: tranches à 4 $\frac{1}{2}$ % et à 3 %, émises à 97, remboursables par tirages de 1938 à 1987, avec certains privilèges fiscaux en faveur des titres portant l'intérêt le plus bas. Les souscriptions à ces emprunts ont dépassé 4 milliards de couronnes tchécoslovaques. En Belgique, un emprunt d'Etat 3 $\frac{1}{2}$ % de 1.500 millions de francs belges, à 60 ans, a été émis le 1^{er} mars 1937 à 97, après une émission à 4 % à l'automne de 1936. Un certain nombre d'emprunts suédois d'avant-guerre ont été convertis de 3 $\frac{1}{2}$ en 3 %, l'opération comportant en partie le remboursement de montants détenus à l'étranger. En Hongrie, le rendement



de l'emprunt forcé de 1924 (calculé sur le cours des transactions privées) est tombé, pour la première fois depuis la fermeture de la bourse, en juillet 1931, à moins de 8 % en 1936. Cette évolution favorable est due à l'amélioration de la situation économique

générale reflétée, entre autres, par la plus-value des recettes fiscales qui a permis l'arrêt des émissions du Trésor sur le marché.

Hors d'Europe, toute une série d'opérations de conversion ont été effectuées l'année dernière au Japon: plus de 2 milliards de yen de bons du Trésor 5 % ont été remplacés par des bons 3 $\frac{1}{2}$ % émis un peu au-dessous du pair. En janvier 1937, le rendement moyen des bons d'Etat s'était abaissé à 3,9 %, contre 4,3 % une année auparavant. Au Japon, comme aux Etats-Unis, la dette intérieure de l'Etat a doublé pendant ces six dernières années. Dans les deux pays, les banques privées et les caisses d'épargne, trouvant pendant la crise peu d'emplois pour leurs fonds, ont considérablement accru leurs portefeuilles de bons d'Etat, mais il faut prévoir une contraction rapide du pouvoir

d'absorption des banques, dès que la reprise de l'activité économique et la hausse des prix augmenteront la demande de capitaux.

Dans l'Inde, les taux du marché à long terme ont continué à baisser considérablement en 1936. Le rendement de l'emprunt d'Etat 4% 1960-70, par exemple, qui était de 3,4% en décembre 1935, est tombé à 3,1% en décembre 1936; mais, au début de 1937, les titres d'Etat ont fléchi par solidarité avec les conditions du marché de Londres. En mai 1936, le Gouvernement de l'Inde a pu procéder avec succès à l'émission en argent frais d'un emprunt intérieur de Rs 12 crores (équivalant à 9 millions de livres sterling), à échéance de 12-16 ans et au taux réduit de 2³/₄%. L'importante amélioration de la situation économique en Argentine et les tendances fermes du marché ont permis l'émission, en décembre 1936, d'un emprunt d'Etat de 100 millions de pesos à 4%, taux le plus bas qui ait jamais été en vigueur dans ce pays pour un emprunt de cette nature. En Australie, d'autre part, les taux d'intérêt à long terme ont eu tendance à se relever pendant 1936, ainsi qu'on peut s'en rendre compte par l'examen du tableau suivant:

Date d'émission	Montants en millions de £ A.	Conditions				Résultat
		intérêt (%)	prix	à échéance de	rendement (%)	
Novembre 1935	7 ¹ / ₂	3 ³ / ₄	99 ³ / ₄	14 ans	3.775	Excédent de souscription: 0,3 million de £ A.
Juin 1936 . .	9	3 ³ / ₄	98 ¹ / ₂	15 »	3.875	Déficit de souscription: 1,8 million de £ A.
Novembre 1936	7 ¹ / ₂	3 ³ / ₄	97 ¹ / ₂	15 »	3.967	Déficit de souscription: 2 millions de £ A.

En avril 1937, le «Loan Council» a approuvé une nouvelle émission de 7 millions et demi de livres australiennes en titres 3⁷/₈% émis à 99¹/₂.

D'après le rapport de la Banque du Commonwealth pour juin 1936, le renchérissement des taux peut être attribué en grande partie à l'augmentation des demandes de capitaux nouveaux par l'industrie australienne. Les taux se raffermissent également quelque peu en Nouvelle-Zélande, où un emprunt d'Etat (3¹/₂% pour 20 ans ou 3% pour 4 ans et demi) de 13,9 millions de livres néo-zélandaises, en janvier 1937 (destiné en partie à des conversions, et en partie à procurer de l'argent frais), n'a pas été couvert pour les 3 derniers millions environ.

Les taux d'intérêt des obligations internationales ont été également réajustés et abaissés, mais, dans ce cas, les opérations de conversion ont, en règle générale, été limitées aux émissions dont le service intégral a été maintenu pendant la crise. De première importance est le plan de conversion de l'Argentine,

car il s'étend à l'ensemble de la dette en dollars du pays. En 1933 et en 1934, des conversions de la dette fédérale intérieure ont été effectuées et, en 1934 et 1935, quelque 15 millions de livres sterling d'obligations à 5—5½ % ont été convertis sur le marché de Londres en 4½ %. En octobre 1936, la dette aux Etats-Unis s'élevait à 236 millions de dollars et se composait surtout d'obligations 6 % émises entre 1923 et 1928. Un premier emprunt de conversion de 23 millions et demi d'obligations 4½ % à 35 ans fut émis à 92,5 en novembre 1936. Le succès de cette opération rendit possible l'émission d'un second emprunt de 70 millions de dollars à 35 ans, en février 1937, au taux réduit de 4 % et au prix d'émission de 91, puis on annonça un nouvel emprunt de 35 millions de dollars d'obligations 4 % à 35 ans, en avril 1937, émis en grande partie à 89½. En outre, 118 millions de dollars en espèces ont été fournis par les ressources propres du pays. Le total de la dette en dollars, vingt ans ou plus de vingt ans avant les dates finales d'échéance, a donc été remboursé en espèces pour une moitié, et converti en titres rapportant un plus faible intérêt pour la seconde moitié. De plus, le Gouvernement argentin a appelé au remboursement certaines obligations provinciales libellées en dollars, portant intérêt à 7 %, et il a pris des dispositions pour rembourser de petits emprunts en francs français et en pesos-or. Le Gouvernement a également profité de l'amélioration de son crédit pour convertir sur le marché de Londres, en octobre 1936, en un emprunt d'Etat 3½ % remboursable en 35 ans, certaines obligations de chemins de fer 4 % d'un montant de 2,5 millions de livres sterling; les conditions de cette conversion correspondent à un prix d'émission de 84½ %. Après l'achèvement des plans actuels, la totalité de la dette extérieure de l'Argentine, équivalant à quelque 100 millions de livres sterling, se trouvera ramenée sur une base de 4 à 4½ %.

Pendant les années de violentes fluctuations monétaires, de 1924 à 1926, le Gouvernement belge émit à des taux d'intérêt élevés un certain nombre d'emprunts extérieurs d'un montant de 230 millions de dollars. Sur ce total, 180 millions de dollars furent obtenus sur le marché américain et l'équivalent de 50 millions de dollars (la moitié de l'emprunt 7 % de stabilisation 1926) sur des marchés européens. En mai 1935, sur les 180 millions de dollars placés à l'origine sur le marché américain, 99 millions furent estampillés et convertis en obligations intérieures 4 % libellées en francs (ce qui donne l'ordre de grandeur du rapatriement effectué à cette date); en outre, le jeu normal du fonds d'amortissement a encore diminué le montant des emprunts dollars restant en circulation. A la fin du mois d'août 1936, la position des emprunts américains était la suivante:

Montant converti en mai 1935	99 millions de dollars
Montant retiré	37 » » »
Montant en circulation	44 » » »
Total	180 millions de dollars.

Le 1^{er} novembre 1936, le Gouvernement belge a remboursé le reste des obligations en dollars de l'emprunt de stabilisation et, à la fin de l'année, il ne restait plus en circulation que 30 millions de dollars d'obligations. Les tranches anglaise, hollandaise et suédoise de l'emprunt 7 % de stabilisation furent aussi converties, pendant l'année, sur la base d'un intérêt de 4 % et la tranche suisse fut remboursée. En outre, certaines dettes extérieures à court terme de l'Etat et du Congo belge ont été remboursées, ce qui porte à 1.450 millions de francs belges (soit 50 millions de dollars) le total des remboursements effectués pendant l'année 1936 sur les divers marchés étrangers.

La situation s'est également améliorée en Finlande où il a été procédé au remboursement des dettes extérieures d'Etat contractées à des taux élevés d'intérêt. L'emprunt dollars 6 1/2 % 1926 a été appelé au remboursement pour le 1^{er} septembre 1936. Cet emprunt s'élevait à l'origine à 15 millions de dollars, mais il ne restait en circulation que 12,8 millions de dollars, dont plus d'un tiers détenu en Finlande; les fonds nécessaires pour le remboursement ont été obtenus à l'aide d'un emprunt intérieur 4 1/2 % remboursable en 30 ans, émis à 98 1/2 à concurrence de 400 millions de marks finlandais. Par des remboursements successifs, la dette extérieure consolidée de l'Etat finlandais, qui équivalait au total à 76 millions de dollars, à la fin de 1930, a été réduite à 39 millions à la fin de 1936. Pendant la même période, le total de la dette intérieure et extérieure de l'Etat a été ramené de 90 millions de dollars à 82 millions, mais les emprunts au dehors furent remplacés dans une si grande mesure par des emprunts internes que le pourcentage de la dette extérieure par rapport au total est tombé de 90 à moins de 50 %.

Le 1^{er} février 1937, a eu lieu le remboursement des obligations 5 1/2 % 1917 du Royaume-Uni encore existantes, soit 20 millions de dollars sur un montant primitif de 144 millions. Le 1^{er} mars 1937, près de 90 millions de dollars d'obligations 5 % du Gouvernement Canadien furent remboursés par 7 millions et demi de dollars en espèces et 82 millions et demi de dollars provenant de deux émissions nouvelles: 30 millions de dollars d'obligations 2 1/4 %, à échéance de 7 ans, émises à 99 1/2 et 55 millions de dollars d'obligations 3 %, à échéance de 30 ans, émises à 98. Le Ministre des Finances, dans son discours du budget pour 1937, a déclaré qu'en 1936 il avait été retiré de la circulation à l'étranger 255 millions de dollars de bons et d'obligations canadiens de toutes catégories et, comme 110 millions de dollars seulement ont été rachetés à l'aide de nouvelles émissions, la dette extérieure a donc été réduite de 145 millions de dollars. En janvier 1937, le Gouvernement norvégien a émis un emprunt 4 % à 26 ans d'un montant de 29 millions de dollars, au prix de 98 1/4, pour rembourser les 30 millions de dollars de l'emprunt 5 % 1928.

Il a été également procédé, pendant l'année, à des remboursements très importants d'anciens emprunts sur le marché de Londres, sur les ressources propres des pays débiteurs. Les Gouvernements de l'Inde et de l'Afrique du Sud ont remboursé ensemble près de 35 millions de livres sterling: en 1936, l'Inde a amorti l'emprunt 5 $\frac{1}{2}$ % 1936/38 de 16,8 millions de livres sterling et l'Afrique du Sud a remboursé les 18,5 millions de livres sterling, domiciliés à Londres, des emprunts 3 $\frac{1}{2}$ % 1929/49 et 4 % 1936, les fonds nécessaires ayant été obtenus, dans l'un et l'autre cas, au moyen d'émissions sur le marché intérieur. Le Gouvernement de la Suède a notifié son intention de rembourser, au début de 1937, près de 3 millions de livres sterling d'emprunts d'avant-guerre, dont moins de la moitié est encore en mains étrangères. Le montant des bons de l'Etat suédois détenus à l'étranger est désormais insignifiant.

Nulle part dans le monde, il n'y a de signes d'une reprise tant soit peu importante des émissions d'emprunts à long terme pour le compte de pays étrangers. Non seulement les prêts aux autorités publiques, mais encore les placements directs dans de nouvelles entreprises se sont maintenus à des montants infimes. Aux Etats-Unis, les nouvelles émissions étrangères se sont élevées à 20 millions de dollars en 1936, alors qu'elles avaient atteint 1.330 millions en 1927. En Angleterre, les émissions étrangères (pour le compte de pays en dehors de l'Empire britannique) n'ont été que de 3 millions de livres sterling en 1936, contre 56 millions en 1927 — pour les pays britanniques d'outre-mer eux-mêmes, le total des nouvelles émissions n'atteignit que 28 millions de livres sterling en 1936, contre 95 millions en 1927. Des emprunts ont été contractés à Stockholm, pendant l'année, par la Norvège et le Danemark à concurrence de 75 millions de couronnes suédoises, montant plus de deux fois supérieur à celui de l'année précédente. Un accord franco-polonais, signé en septembre 1936, se rapporte à un montant total de 2.600 millions de francs français, dont 2.060 millions représentent un prêt à l'Etat Polonais et 540 millions un emprunt obligataire à émettre sur le marché de Paris pour la Compagnie franco-polonaise des chemins de fer avec la garantie du Gouvernement polonais. Le prêt à l'Etat polonais comporte 810 millions en espèces et le solde en divers crédits de marchandises; son utilisation sera échelonnée sur une période de quatre années. Le remboursement de ce prêt s'effectuera partie en 15 ans et partie en 35 ans; l'intérêt moyen en est de 5 $\frac{1}{4}$ %.

Un grand nombre de pays, qui avaient besoin, il y a dix ans, de capitaux étrangers, possèdent maintenant des ressources suffisantes, non seulement pour financer leurs besoins intérieurs, mais encore pour rembourser une partie des dettes antérieurement contractées par eux envers l'étranger. Ailleurs, des difficultés relatives aux emprunts existants ont rendu de nouveaux emprunts impos-

sibles, et l'incertitude actuelle, monétaire ou politique, contribue, elle aussi, à empêcher les emprunts extérieurs. Les conditions juridiques et administratives, dans quelques-uns des pays prêteurs, affectent également la situation. Aux Etats-Unis, aucune modification n'a été apportée à la Loi Johnson qui restreint les possibilités du pays de consentir des prêts au dehors. En avril 1936, le Chancelier de l'Echiquier britannique a nommé un comité chargé de lui faire connaître son opinion sur les demandes particulières d'emprunts étrangers à Londres et sur les principes qui régissent depuis 1932 l'interdiction des prêts extérieurs. En mars 1937, le Chancelier a fait savoir qu'il partageait l'avis du Comité, récemment communiqué aux Investment trust companies; lorsqu'elles se proposent de faire appel, à Londres, à de nouveaux capitaux, ces sociétés doivent, selon cet avis, limiter la proportion de leurs placements extérieurs «au minimum nécessaire pour la conduite de l'affaire, d'après la pratique habituelle des Investment trusts», et réduire en outre, à l'occasion, leur proportion réelle, si celle-ci est en fait «exceptionnellement élevée». Depuis lors, de nouvelles dispositions circonstanciées ont été prises.

A l'heure actuelle, les amortissements, les remboursements et les rapatriements d'emprunts extérieurs anciennement émis dépassent grandement les montants de nouvelles émissions pour compte extérieur sur les marchés américain, anglais, et probablement sur les autres marchés créanciers. Il y a eu, sans doute, de vastes mouvements de capitaux, comme il est indiqué au chapitre précédent, pour l'achat d'actions et d'obligations sur les marchés étrangers, mais ceci comporte simplement l'acquisition de titres déjà existants. De telles opérations ne sont malheureusement pas génératrices d'un mouvement de marchandises aussi important, vers les pays où les capitaux vont se placer, que dans le cas où il s'agirait d'émissions nouvelles pour compte extérieur finançant des travaux publics ou des équipements industriels. Le faible volume des émissions étrangères est par conséquent l'une des raisons d'un commerce international réduit.

Les demandes de nouveaux capitaux pour les besoins intérieurs ont augmenté sur le marché britannique, pendant les trois dernières années, ainsi que sur le marché américain, en particulier en 1936; dans les autres centres indiqués dans le tableau suivant, le degré d'activité est encore faible.

Aux Etats-Unis, le montant émis en 1936 reste peu élevé par rapport aux chiffres atteints avant la crise. Le marché a eu surtout à faire face à des emprunts de consolidation qui atteignirent le chiffre record de 3.385 millions de dollars, contre une moyenne annuelle de 1.250 millions pendant les années 1925 à 1929. D'après le tableau suivant, les nouvelles émissions intérieures pour le compte de l'industrie en Angleterre furent aussi élevées en 1936 que pendant l'année exceptionnelle 1928. En fait, il y a des raisons de penser que l'augmentation a même été plus forte que ces chiffres ne le feraient supposer. Les statistiques

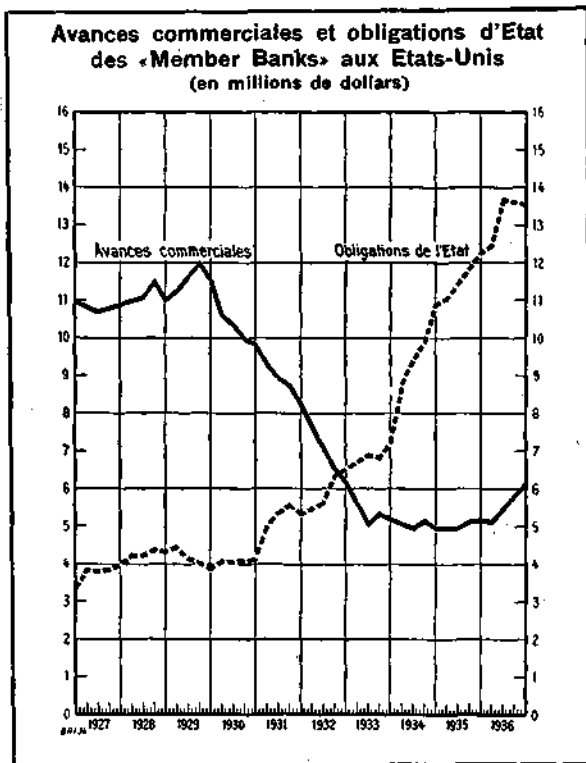
Nouvelles émissions des sociétés privées et industrielles sur le marché intérieur: (à l'exclusion de toutes émissions et conversions d'Etat ou de même nature)					
Année	Etats-Unis d'Amérique	Angleterre	France	Suisse	Pays-Bas
	en millions de monnaies nationales				
1927	4.660	121	7.000	287	81
1928	5.350	159	9.900	322	281
1929	8.000	135	14.700	529	259
1930	4.480	93	20.500	269	107
1931	1.550	33	14.200	302	26
1932	325	77	5.300	121	14
1933	160	70	3.200	114	8
1934	180	91	3.100	122	28
1935	400	141	2.100	117	5
1936	1.190	166	1.150	52	9

habituelles d'émissions sont établies d'après les prospectus et ne comprennent pas les placements en bourse (placing), effectués sans appel au public et sans prospectus. On a établi que plus de 200 millions de livres sterling ont été obtenus de cette manière en 1936 par des sociétés industrielles et autres sociétés, contre 100 millions en 1935. Malheureusement, on ne dispose pas d'estimations pour les années antérieures, mais il n'y a guère de raisons de douter que la pratique du « placing » ne se soit beaucoup développée. Alors qu'une émission directe doit être faite à date fixe, et risque d'être gênée par des circonstances passagères influençant défavorablement le marché, un « placing » en Bourse peut n'intervenir qu'au moment le plus propice. Une tactique assez semblable a été appliquée pour les récents emprunts d'Etat, l'émission directe ayant été en grande partie souscrite au moyen des disponibilités des départements publics et des institutions semi-officielles, puis repassée en Bourse dès que les circonstances ont paru favorables. La consolidation et la conversion d'emprunts industriels intérieurs, qui avaient dépassé 60 millions de livres en 1933 (favorisées par la conversion, l'année précédente, des emprunts de guerre), sont tombées en 1936 à moins de 30 millions de livres sterling.

L'émission à 99 de bons de participation 4½ % à 20 ans, pour un montant de 900 millions de liras (dont 400 millions placés à titre privé et le solde offert en souscription publique), représente le premier grand emprunt italien depuis l'été de 1935.

Dans le courant de l'année, il a été procédé à des achats plus considérables d'actions et les cours en bourse se sont relevés dans un très grand nombre de pays. La demande de titres d'Etat et d'autres obligations à revenu fixe a, dans une large mesure, émané d'institutions telles que les compagnies d'assurances et caisses d'épargne que la nature de leur activité écarte plus ou

moins du marché des actions (equities). Des dispositions législatives interdisent aux banques privées, dans de nombreux pays, de détenir des actions et des participations. Dans la mesure où ces institutions ont accru leurs placements, elles ont en conséquence acheté des obligations (surtout des titres d'Etat) et elles ont, de cette manière, contribué, dans maints pays, au financement de l'Etat et au réajustement des taux d'intérêts à des niveaux plus bas. Les banques ne peuvent néanmoins absorber des titres au delà d'une certaine limite, surtout



en période d'activité croissante et de hausse des prix, provoquant un appel aux banques de la part du commerce et de l'industrie, lorsqu'a été dépassée la première étape de reprise caractérisée par une liquidité plus grande et par le remboursement des anciennes avances bancaires. En outre, les fonds accumulés par les sociétés industrielles et commerciales en plus des montants utilisés par elles pendant la crise, et qui ont été souvent consacrés à l'achat de titres d'Etat, trouvent maintenant leur emploi dans les affaires. Le Bulletin de la "Federal Reserve" de février 1937 souligne que les faits les plus marquants de l'activité bancaire aux Etats-

Unis en 1936 ont été «pour la première fois depuis 1929, un accroissement considérable des crédits commerciaux pris auprès des banques, la fin du gonflement des portefeuilles de banques en obligations d'Etat et une nouvelle augmentation des dépôts.»

VI. FAITS DE L'ANNÉE AFFECTANT LES BANQUES CENTRALES ET LES BANQUES PRIVÉES.

Le redressement économique, qui s'est étendu à presque tous les pays du monde, se reflète dans une amélioration générale de la liquidité et de la solvabilité des institutions de crédit. Les autorités publiques n'ont plus à intervenir, comme elles le firent pendant la crise dans un grand nombre de pays, en accordant des secours, non seulement sous forme d'un appui financier direct, mais aussi en créant des institutions nouvelles destinées à substituer des fonds liquides aux avoirs gelés, en assurant la garantie de l'Etat aux dépôts et en décrétant divers moratoires partiels ou totaux. Au contraire, un grand nombre des mesures de crise, que leur suppression ait été décidée ou non par dispositions législatives, ont été abandonnées ou sont devenues superflues. Quant à la législation bancaire de caractère plus permanent, de nouvelles lois générales sur les banques privées ont été adoptées en Turquie, au Venezuela et à Costa-Rica; ailleurs, les mesures prises pendant l'année ont porté sur quelque partie déterminée du système du crédit: la situation de la banque centrale, par exemple, ou l'administration des institutions publiques ou semi-publiques. On constate à certains symptômes que la reprise de l'activité soulève de nouveaux problèmes, et des mesures ont été ainsi prises non plus pour augmenter, mais au contraire pour réduire la trop grande liquidité des banques privées (accroissement du pourcentage minimum des réserves obligatoires par rapport aux dépôts, opérations tendant à réduire l'abondance des fonds sur le marché libre).

Le remboursement des prêts accordés pendant la crise constitue un exemple typique de la cessation des mesures spéciales adoptées à l'époque de la dépression économique; les banques allemandes, entre autres, ont maintenant remboursé la totalité de leurs crédits de secours, et la Skandinaviska Kreditaktiebolaget a remboursé, en avril 1936, la dernière partie de la subvention gouvernementale qui lui avait été accordée en 1932. La libération graduelle des banques vis-à-vis de l'Etat, lorsqu'il en possédait directement ou indirectement le capital, est un autre fait non moins caractéristique de l'évolution actuelle; on en trouve un exemple, en Allemagne, dans la revente par l'Etat de ses actions de la Deutsche Bank und Disconto Gesellschaft, qui se trouvent maintenant en totalité aux mains du public, et aux Etats-Unis dans les importants remboursements par les banques des actions de préférence antérieurement souscrites par la « Reconstruction Finance Corporation ». La création, en Belgique, d'un organisme spécial, l'« Office de liquidation des interventions de crise » présente un intérêt particulier.

Cet office centralisera l'administration des crédits antérieurement consentis avec la garantie de l'Etat et facilitera leur liquidation progressive. De façon générale, le nombre des banqueroutes et des liquidations de banques est maintenant peu important, même si on le compare à celui de la période antérieure à la crise. En Suisse, la loi fédérale de 1934 sur les banques, prévoyant entre autres dispositions la prorogation des dates d'échéance pour certaines dettes, a été appliquée un peu plus fréquemment, mais le rapatriement des capitaux sur le marché suisse pendant le dernier trimestre de 1936, ainsi que la reprise des affaires, ont généralement raffermi la position des banques. Lorsque, dans le courant de l'année, les Etats ont accordé leur aide à l'occasion de la création de nouvelles institutions de crédit (comme en Norvège et en Egypte, par exemple), il ne s'est pas agi de mesures de secours, mais d'un concours à l'établissement d'institutions permanentes.

Dans la sphère des banques centrales, quelques changements importants ont été apportés pendant l'année aux relations entre certaines banques centrales et leurs gouvernements respectifs.

Par la loi du 7 avril 1936, la Banque Nationale de Copenhague a été transformée en Banque Nationale de Danemark, sur la base d'une proposition élaborée deux ans plus tôt. Il est intéressant de rappeler que la banque d'émission, devenue ensuite la Banque Nationale de Copenhague, fut fondée en 1813 comme banque d'Etat; après avoir subsisté en cette qualité pendant cinq ans, elle fut transformée en banque anonyme privée, c'est-à-dire qu'elle devint ainsi indépendante de l'Etat, caractère qu'elle conserva pendant plus de cent ans. En 1936, elle a été de nouveau nationalisée; les actionnaires ont été désintéressés par une attribution d'obligations (dont la valeur nominale correspond au double de celle des actions), et l'Etat a apporté un capital général de 50 millions de couronnes, sous forme d'un certificat qui sera graduellement amorti par certains prélèvements sur les bénéfices annuels. L'intérêt des obligations est porté au débit du fonds de roulement de la banque avant le calcul des bénéfices annuels.

L'administration de la Banque Nationale de Danemark est confiée à un conseil d'administration, un comité d'administrateurs et un conseil de gouverneurs. Le conseil d'administration se compose de vingt-cinq membres, dont huit sont membres du Riksdag et élus par lui (aucun des dix-sept autres membres ne peut faire partie du Riksdag); deux membres sont désignés par le Ministre du Commerce, de l'Industrie et de la Marine — l'un de ceux-ci doit être un économiste et l'autre un juriconsulte; les quinze autres membres, enfin, sont tenus d'avoir des connaissances commerciales approfondies et ils sont élus par l'assemblée plénière du conseil d'administration. Une représentation satisfaisante sera soigneusement assurée dans le conseil aux diverses branches du commerce (ainsi qu'aux ouvriers qui s'y trouvent employés) et celle-ci devra également correspondre aux

divisions géographiques du pays. Le comité des administrateurs se compose de sept membres, il est une délégation du conseil d'administration. Enfin, le conseil des gouverneurs se compose de trois membres, dont l'un nommé par le roi, les deux autres par le conseil d'administration. Lors de la transformation de la banque, on a maintenu dans une grande mesure la continuité entre l'ancienne formule et la nouvelle. Tous les membres du conseil de la Banque Nationale de Copenhague, à l'exception d'un seul qui désirait se retirer, ont été nommés membres du nouveau conseil d'administration de la Banque Nationale de Danemark. De plus, aucun changement n'a été apporté aux lignes directrices de la politique monétaire, et la nouvelle banque a poursuivi, en particulier, la vente d'obligations sur le marché libre, comme la Banque Nationale de Copenhague avait commencé à le faire au début de 1935.

Des changements encore plus radicaux ont été apportés à la constitution et aux opérations de la Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande. Cette banque fut fondée en 1934, sous forme de banque anonyme privée, constituée d'après les principes généralement en vigueur; elle était administrée par un conseil composé du gouverneur et du sous-gouverneur, l'un et l'autre nommés par le Gouvernement, de quatre «administrateurs des actionnaires» élus par l'assemblée des actionnaires, de trois «administrateurs d'Etat», nommés par le gouverneur général, et, en outre, du Secrétaire du Trésor, à titre de membre d'office n'exerçant pas le droit de vote. Une loi, entrée en vigueur en avril 1936, a nationalisé la Banque de Réserve; les actions ont alors été supprimées, et les actionnaires ont reçu, en échange, des titres d'Etat ou des espèces, pour un montant correspondant au cours des actions en bourse. Conformément à la loi, les membres du conseil en exercice sont restés en fonctions et des dispositions ont été prises pour pourvoir à leur remplacement au fur et à mesure des vacances; la distinction entre administrateurs représentant les actionnaires et administrateurs d'Etat a été abolie et toutes les nouvelles nominations devront être faites désormais au gré du Gouvernement. En outre, le droit de vote a été donné au Secrétaire du Trésor, membre du conseil.

La Banque de Réserve a pour fonction principale, dans la limite des pouvoirs que lui confère la nouvelle loi, «d'appliquer, autant que possible, la politique monétaire du Gouvernement, telle que le Ministre des Finances la lui fait connaître de temps à autre». La banque est autorisée, dans l'exécution de ses fonctions, à «réglementer et à contrôler le crédit et la monnaie en Nouvelle-Zélande, à transférer des fonds de l'étranger en Nouvelle-Zélande, ou inversement, et à disposer des fonds provenant de la vente de tous les produits de la Nouvelle-Zélande qui sont actuellement détenus dans les pays d'outre-mer». La banque a reçu plus particulièrement le pouvoir de souscrire tous emprunts que le Gouvernement se proposera de contracter, de faire des avances sur effets du Trésor, à

concurrence d'un maximum égal au montant intégral des recettes budgétaires prévues pour l'année, et de financer l'achat et la vente des produits de la Nouvelle-Zélande pour le compte de l'Etat ou de tout organisme particulier chargé de ces achats et de ces ventes. Il convient de mentionner qu'une autre loi a donné de nouveaux pouvoirs au Gouvernement pour conclure des accords particuliers visant la propriété et la vente de tous produits de base destinés à l'exportation et qu'il en a fait usage en ce qui concerne le beurre et le fromage. En outre, le Gouverneur de la Banque de Réserve a le droit, avec l'autorisation du Ministre des Finances, de modifier le pourcentage de réserve obligatoire des banques privées, étant stipulé, toutefois, que les dépôts minima à la Banque de Réserve couvriront au moins 7 % des engagements à vue et 3 % des engagements à terme en Nouvelle-Zélande (ces pourcentages sont identiques à ceux fixés par l'ancienne loi). Enfin, des mesures ont été prises pour que la Banque de Réserve dispose de plus de renseignements, notamment en ce qui concerne le montant global des découverts consentis par les banques privées à leurs clients.

Certains changements importants, bien qu'ils n'aient pas la portée de ceux intervenus en Nouvelle-Zélande, ont été apportés à la répartition du capital et à l'administration de la Banque du Canada par la loi du 23 juin 1936. Cette banque avait été créée en 1935, avec un capital entièrement aux mains d'actionnaires privés, mais le gouverneur et le sous-gouverneur étaient nommés par le Gouvernement. Aux termes de la nouvelle loi, la banque reste une société anonyme, mais le capital est augmenté par l'émission au pair de 102.000 actions classe B, attribuées au Ministre des Finances qui les détient pour le compte du «Dominion of Canada»; les anciens actionnaires conservent leurs titres, sous forme d'actions classe A. Les anciens administrateurs ont été maintenus en exercice jusqu'à l'expiration de leur mandat, mais, en tant que propriétaire des actions classe B, le Ministre des Finances a qualité, avec l'accord du Gouverneur Général siégeant en conseil, pour nommer six administrateurs au conseil de la banque dont chacun aura double droit de vote jusqu'à l'Assemblée Générale annuelle de 1940, date à laquelle il n'y aura plus que trois administrateurs élus par les actionnaires de la classe A.

Au cours de l'année, d'importants changements ont été apportés à l'administration de la Banque de France. Par la loi du 24 juillet 1936, le Conseil de Régence, dont les membres étaient élus par les deux cents plus forts actionnaires, a été remplacé par un Conseil Général composé du gouverneur, des deux sous-gouverneurs, de vingt membres et de trois censeurs, ces derniers ayant le droit de prendre part aux délibérations, mais sans droit de vote. Les nouvelles dispositions ont pour objet d'assurer une représentation des différents intérêts économiques au Conseil Général. C'est ainsi que deux des membres du conseil sont choisis par les actionnaires parmi des industriels, des

fabricants ou des commerçants (à l'exclusion, toutefois, de toutes personnes dont l'activité est liée à celle d'établissements bancaires); un autre membre est nommé par la Commission supérieure des caisses d'épargne; le personnel de la Banque de France élit un représentant au Conseil Général, le Conseil National Economique en désigne un parmi ses vice-présidents, et le Ministre des Finances en choisit six sur des listes de trois noms présentées par certaines fédérations ou assemblées économiques importantes (telles que la Fédération nationale des coopératives de consommation, la Confédération générale du travail, l'Assemblée permanente des présidents des chambres d'agriculture). De plus, les Ministres des Finances, de l'Economie Nationale et des Colonies ont chacun leur représentant au Conseil; enfin, six hauts fonctionnaires dépendant du Ministre des Finances, ou appartenant à certaines institutions publiques ou semi-publiques de crédit, telles que la Caisse des Dépôts et Consignations, le Crédit National et le Crédit Foncier en sont membres d'office. Aucun membre du Parlement ne peut appartenir au Conseil Général, et aucun des membres du Conseil nommés par les ministres sur la recommandation des parties intéressées ne peut rester en fonction pendant plus de trois années consécutives, une réélection n'étant possible qu'après une interruption de mandat de trois ans. En ce qui concerne l'administration effective de la banque, le Conseil Général peut déléguer tout ou partie de ses pouvoirs à un comité permanent comprenant le gouverneur, les deux sous-gouverneurs et quatre membres du Conseil, dont l'un est désigné par le Ministre des Finances parmi les membres d'office, et les trois autres nommés par le Conseil Général.

La loi du 23 juin 1936 a approuvé une convention conclue entre le Trésor français et la Banque de France, qui prévoit la régularisation, à concurrence d'un montant de 14 milliards de francs, d'avances antérieurement faites à l'Etat sous forme d'un réescompte d'effets par la banque, et l'octroi de 10 milliards de francs d'avances supplémentaires au Trésor. En même temps, il fut décidé que les situations de la banque indiqueraient, sous des rubriques séparées, le montant des effets d'Etat réescomptés par la banque et le montant des avances au Trésor consenties conformément à la convention en question.

Par la loi du 10 février 1937, certains changements ont été apportés aux statuts de la Reichsbank; les plus importants d'entre eux furent: a) la suppression de la disposition concernant l'indépendance de la Reichsbank vis-à-vis de l'Etat, b) la subordination directe du Directoire de la Reichsbank au Führer et Chancelier, et c) la suppression de certaines dispositions relatives à l'exécution des charges de réparations. Le président de la Reichsbank fit savoir, lors de ces modifications, que la subordination directe de la Reichsbank à l'autorité suprême de l'Etat aurait pour résultat d'empêcher l'Administration des Finances de faire appel aux pouvoirs d'émission de la banque, car, au cas hypothétique d'une telle initiative, la banque d'émission serait en mesure d'en appeler directement au chef de l'Etat.

Il indiqua de même, en ce qui concerne la suppression de certaines dispositions concernant les rapports de la Reichsbank avec la Banque des Règlements Internationaux, que la Reichsbank coopérerait avec la Banque non plus obligatoirement, mais volontairement désormais, au même titre que les autres banques d'émission.

Au Paraguay, une nouvelle banque centrale a été créée, en ce sens que la Banque de la République du Paraguay, constituée sous forme de banque d'Etat, par décret du 23 février 1936, a repris les avoirs et engagements de l'«*Officina de Cambios*». Les pouvoirs de la Banque du Mexique ont été étendus, en août 1936, à l'occasion de la réorganisation monétaire comportant à nouveau l'émission de pièces d'argent.

La dévaluation des monnaies, à l'automne de 1936, n'a provoqué aucune modification aux dispositions législatives relatives à la couverture des billets et autres engagements des banques centrales par de l'or ou par d'autres actifs. En Lettonie, toutefois, le pourcentage de couverture-or pour les billets en circulation avait été abaissé de 50 à 30% à une date antérieure (fin du mois de mai 1936). Au Danemark, la loi créant la Banque Nationale a fixé le pourcentage minimum de couverture obligatoire à 25% en or du total des billets en circulation, contre une couverture métallique de 33¹/₃% antérieurement. Les avoirs nets à vue non productifs d'intérêts, déposés dans des banques centrales étrangères, peuvent, à concurrence de 5% des billets en circulation, être considérés comme une couverture-or. En Norvège, par une loi du 30 juin 1936, le pouvoir de la Norges Bank d'émettre des billets en excédent du stock d'or a été relevé de 250 millions de couronnes à 325 millions. Les réserves-or de la banque sont encore évaluées à l'ancienne parité, et en raison de l'augmentation des billets en circulation, on a estimé qu'il convenait d'augmenter la souplesse des règles fixées à la banque en augmentant son pouvoir d'émission. La même loi a nettement spécifié le droit de la Norges Bank d'effectuer des opérations sur le marché libre, droit qui ne résultait pas clairement de l'ancienne loi.

La Nederlandsche Bank a également reçu le pouvoir de procéder à des opérations sur le marché libre; ce nouveau droit lui a été conféré à l'occasion de la prorogation de la charte constitutive de la banque pour une période de cinq ans, période qui se trouvera prolongée d'année en année sous réserve de dénonciation soit par le Gouvernement, soit par la banque — au cas de dénonciation, la charte constitutive expirera le 1^{er} avril qui suivra la période de trois ans écoulée depuis la dénonciation (loi du 22 février 1937). Dans de nombreux pays, on examine la possibilité de mettre la banque centrale en mesure de procéder à des opérations sur le marché libre, car on recherche les moyens de restreindre, de manière appropriée, la très grande liquidité des banques privées. Pour permettre à la Sveriges Riksbank de retirer des disponibilités du marché, on lui a reconnu, en juin 1936, le droit de verser un intérêt sur tous les dépôts, alors

que les dépôts à terme seuls étaient précédemment productifs d'intérêts (elle n'a toutefois pas encore appliqué cette disposition).

En vue de rationaliser les statuts des institutions publiques et semi-publiques de crédit, une nouvelle loi est à l'étude en Belgique, ayant pour objet de mieux répartir les fonctions des diverses institutions, et de réajuster leur fonctionnement soit les unes par rapport aux autres, soit par rapport au marché monétaire et au marché boursier ainsi qu'aux besoins du public en général.

Aucune modification législative importante n'a affecté, au cours de l'année, la situation des banques privées, dans la mesure où il s'agit de l'Europe et des Etats-Unis. La principale des nouvelles dispositions est l'adoption en France d'une loi sur les «banques populaires» (banques coopératives et autres banques similaires). Quelques décrets ont été, en outre, édictés en Allemagne, conformément à la loi du 5 décembre 1934, en application de la réforme bancaire; certains changements aux dispositions existantes ont été apportés aux lois sur les banques en Suisse et en Suède. En Roumanie, comme au Japon, des mesures ont été prises pour faciliter la fusion des petites banques. La nouvelle loi bancaire de Turquie, du 1^{er} juin 1936, suit dans l'ensemble les lignes des autres législations modernes correspondantes: les institutions de crédit doivent avoir un capital minimum et un pourcentage minimum de réserves pour pouvoir accepter des dépôts, et des dispositions sont prises pour assurer leur liquidité, la répartition de leurs risques et la constitution de leurs réserves.

A la fin de sa première année d'existence, la Commission bancaire belge a publié un rapport détaillé donnant pour la première fois le bilan combiné trimestriel des banques privées, tel qu'il est prescrit par la loi. On peut également mentionner que les «clearing banks» anglaises publient maintenant les montants de leurs avances, détaillés sous la forme suggérée par le Comité Macmillan, en 1931. Les nouvelles lois d'ordre général sur les banques qui ont été votées ces dernières années, dans un grand nombre de pays, prévoient généralement une publicité plus grande et, par application ou non de dispositions législatives, une quantité considérable de renseignements est régulièrement fournie sur les institutions de crédit des divers marchés. Grâce à ces renseignements, il est généralement possible d'étudier de plus près la situation particulière de chaque institution, ce qui, en un sens, permet d'exercer un certain contrôle. Ces renseignements présentent également un intérêt plus étendu, en permettant de suivre de plus près l'évolution générale des conditions économiques, telles qu'elles se reflètent dans l'activité des divers organismes de crédit. Le monde bancaire s'intéresse à la portée des données ainsi mises à sa disposition et, à maints égards, il contribue, par les commentaires qu'il en donne dans ses comptes rendus annuels et ses publications mensuelles, à les interpréter et à fournir des renseignements supplémentaires. On se rend de plus en plus compte qu'il est nécessaire de

mieux connaître la structure bancaire, son mode de fonctionnement et l'importance relative de ses parties composantes.

La liquidité accrue des institutions de crédit en général, et l'extension croissante du crédit bancaire pour avances commerciales sur certains marchés ont déjà été mentionnées dans des passages antérieurs de ce Rapport. Il reste à ajouter qu'à la seule exception d'un petit nombre de pays, la circulation des billets a augmenté en 1936, souvent à raison de 10 %, sinon davantage encore. Cette augmentation est due, d'une manière générale, à de plus grandes demandes de fonds de la part des entreprises et des particuliers par suite du volume plus élevé des ventes ainsi que du relèvement des salaires qui ont concordé avec un accroissement du revenu national. Même dans les pays où les paiements sont généralement effectués par chèques, une partie très considérable du revenu national — en particulier les salaires des employés et des ouvriers — est utilisée sous forme de billets.

Dans certains pays, des causes particulières ont contribué à accentuer ce mouvement. Une partie des nouveaux billets en circulation de la Banque d'Angleterre a passé, ainsi qu'il est indiqué plus haut dans ce Rapport, aux mains des thésauriseurs étrangers. Dans quelques pays, en Finlande, par exemple, on a davantage utilisé les paiements en espèces qui remplacent les paiements en nature ou les échanges par troc; mais, même en Finlande, la reprise des affaires, comme l'a récemment déclaré le Gouverneur de la banque centrale, a constitué le facteur principal d'une augmentation de la circulation des billets. Dans un petit nombre de pays, l'exécution de vastes travaux

Circulation des billets de banque	Monnaie	Fin	Fin	Fin	Changements de 1935 à 1936 (en %)
		1929	1935	1936	
en millions d'unités de monnaie nationale					
Argentine	Peso	1.247	1.178	1.302	+ 10,5
Autriche	Sch.	1.084	976	944	+ 3,2
Belgique	Fr.	13.933	20.864	22.702	+ 8,8
Bulgarie	Lev	3.609	2.497	2.571	+ 3,0
Canada	Dollar	*	170	191	+ 12,4
Tchécoslovaquie	Cour.	8.230	5.761	6.478	+ 12,4
Dantzig	Fl.	38	29	32	+ 9,7
Danemark	Cour.	367	384	399	+ 3,8
Estonie	Cour.	34	40	44	+ 11,3
Finlande	Mk. finl.	1.361	1.381	1.630	+ 18,1
France	Fr.	68.571	81.150	89.342	+ 10,1
Allemagne	RM.	5.624	4.833	5.348	+ 10,7
Grèce	Drachme	5.193	5.988	6.203	+ 3,6
Hongrie	Pengő	501	417	436	+ 4,6
Italie	Lire	16.774	16.297	16.525	+ 1,4
Japon	Yen	1.642	1.767	1.866	+ 5,6
Lettonie	Lats	48	38	44	+ 14,0
Lithuanie	Litas	95	104	110	+ 6,6
Pays-Bas	Fl.	851	809	792	— 2,0
Norvège	Cour.	318	348	429	+ 23,2
Pologne	Zloty	1.340	1.007	1.034	+ 2,7
Roumanie	Lei	21.144	23.127	25.663	+ 11,0
Suède	Cour.	569	786	893	+ 13,6
Suisse	Fr.	999	1.366	1.482	+ 8,5
Royaume-Uni	£ stg.	370	412	467	+ 13,5
Etats-Unis	Dollar	4.578	5.862	6.543	+ 11,2
Yougoslavie	Dinar	5.818	4.890	5.409	+ 10,6

* Aucun chiffre comparable.

d'utilité publique, destinés à accroître autant que possible l'emploi de main-d'œuvre, en a également provoqué, semble-t-il, une augmentation marquée. Il est plus difficile d'évaluer jusqu'à quel point l'importance des émissions a pu être influencée par les variations de la vitesse de circulation; on constate bien quelques indices du ralentissement de cette vitesse par rapport à la période antérieure à la crise, mais il ne doit pas y avoir eu de changement bien sensible à cet égard au cours de ces dernières années.

Il n'est pas douteux que des circonstances spéciales aient influencé, dans certains pays, les mouvements du volume des billets en circulation, mais on peut considérer que l'augmentation plus ou moins générale, constatée pendant ces quelques dernières années, reflète, dans l'ensemble, la reprise de l'activité économique. Les émissions de billets n'ont d'ailleurs pas diminué en général pendant la crise, et les récentes augmentations ont ainsi, dans un grand nombre de pays, porté le total de la circulation à des chiffres parfois de 40⁰/₀ supérieurs à ceux de 1929. On commence à se préoccuper de cette augmentation du montant des billets entre les mains du public, surtout lorsqu'elle est accompagnée d'un relèvement prononcé du coût de la vie. La possibilité de mettre un terme à ce que l'on peut considérer comme un accroissement dangereux du volume de la circulation des moyens de paiement est une question qui dépend de la politique monétaire générale; dans une période où les approvisionnements d'or sont plus abondants et où les réserves monétaires s'accroissent, les dispositions régissant la couverture légale n'auront, en règle générale, qu'un faible pouvoir de limitation.

VII. OPÉRATIONS COURANTES DE LA BANQUE.

1. ACTIVITÉ DU DÉPARTEMENT BANCAIRE.

Le bilan de la Banque au 31 mars 1937, certifié par les vérificateurs aux comptes, figure en annexe II au présent Rapport. Son total ressort à 619 millions de francs suisses or, alors que le chiffre au 31 mars 1936 était de 661 millions de ces mêmes unités. Ces unités sont celles dans lesquelles est exprimé le capital de la Banque et correspondent à 0,29032258... gramme d'or fin. Toutefois, l'évaluation de ce poids d'or aux deux dates ci-dessus a été effectuée sur une base différente. Au 31 mars 1936, en effet, elle était faite sur la base du prix officiel de vente du métal jaune par la Banque de France à Paris, la conversion préalable des avoirs et des engagements de la Banque dans les diverses devises étant opérée en francs français sur la base des cours du change du franc français sur chaque marché au dernier jour du mois. Au 31 mars 1937, au contraire, la situation est établie en les mêmes unités de 0,29... gramme d'or fin, mais la valeur de cet or est calculée sur la base du prix officiel de vente de l'or à New-York, les cours de change appliqués à nos avoirs et engagements en devises étant les cours de ces dernières contre dollars.

Il est donc difficile d'établir une comparaison entre les deux bilans ci-dessus, d'autant plus qu'un certain nombre de grandes devises représentent, depuis la fin de septembre 1936, un nombre réduit de francs suisses or.

D'une façon générale, on peut dire que l'activité de la Banque a enregistré, par rapport à l'exercice précédent, un développement très net, surtout à partir de décembre 1936. Cette augmentation est d'autant plus intéressante qu'elle s'ajoute à celle déjà signalée dans notre dernier Rapport. Il est, à cet égard, particulièrement satisfaisant de constater qu'un nombre accru de banques centrales ou d'institutions internationales ont paru s'intéresser, cette année, aux services que la Banque est à même de leur rendre. Dans nombre de domaines, nous disposons maintenant de mécanismes nouveaux dont l'expérience a prouvé la souplesse et les possibilités de développement: la Banque a pu, cette année, les mettre couramment à la disposition des banques centrales qui se sont adressées à elle et faire jouer des méthodes nouvelles élaborées progressivement, dans les limites que nous imposent à la fois nos statuts et le caractère spécial de certains de nos engagements.

Quoique les chiffres au 31 mars 1936 et au 31 mars 1937 ne soient pas exactement comparables pour les raisons exposées plus haut, il est toutefois

possible de procéder à un certain nombre de confrontations entre les postes des bilans à ces deux dates.

1. Passif. Le total des dépôts à long terme s'est abaissé, au cours de l'exercice, de 295 à 274 millions de francs suisses or. Il n'y a là qu'une conséquence des modifications intervenues quant à la valeur des devises dans lesquelles ces dépôts sont libellés. Le chiffre de 274 millions apparaît dès la situation mensuelle arrêtée à fin octobre 1936, alors que — si l'on néglige les modifications résultant des oscillations en quelque sorte normales des changes — la situation au 30 septembre 1936 indique encore le premier chiffre de 295 millions.

Les dépôts propres des banques centrales s'inscrivent à 130 millions au 31 mars 1937, contre 139 millions au début de l'exercice, et les dépôts des banques centrales pour le compte de tiers à 4 contre 14 millions. Les premiers avaient atteint jusqu'à 155 millions avant septembre 1936; après être retombés à 108 millions à fin octobre, ils se sont relevés jusqu'à 150 millions au 31 janvier 1937.

De leur côté, les dépôts-or à vue sont de 23 millions au 31 mars 1937 contre 19 millions il y a un an. Le chiffre de 28 millions a été plusieurs fois enregistré et même dépassé au cours de l'exercice. Là également, il a été possible de constater un sensible accroissement du volume des transactions passant par ces comptes, dont le nombre, au reste, a lui aussi augmenté. En dehors de la possibilité de procurer rapidement aux déposants la devise désirée par utilisation d'or prélevé au débit de ces comptes, ceux-ci se sont révélés particulièrement utiles pour faciliter certains processus pratiques d'ajustement provenant de transactions sur métal jaune et, en particulier, d'opérations d'échange d'or entre divers marchés. Par virements entre dépôts d'or sous dossier et dépôts bancaires en poids d'or, il est possible de maintenir ces derniers à un minimum ou, au contraire, de les alimenter en vue d'opérations à effectuer à leur débit.

2. Actif. La comparaison des actifs au 31 mars 1936 et au 31 mars 1937 fait ressortir divers mouvements assez nets.

Les postes des disponibilités immédiates augmentent considérablement: L'or en lingots s'inscrit à 45 millions, chiffre le plus élevé atteint jusqu'ici, contre 24 millions il y a un an; l'encaisse devises, à 26 millions contre 10, après avoir même atteint 39 millions; enfin, les fonds à vue, après avoir enregistré des fluctuations considérables, à 26 millions contre 13. L'augmentation globale de ces trois postes ressort donc à 50 millions.

Par contre, le portefeuille d'Effets et Acceptations et de Bons du Trésor se réduit dans une proportion relativement moins importante, mais pour un montant plus considérable dans l'ensemble, puisque sa diminution totale atteint 106 millions.

Les fonds à terme reculent de 36 à 29 millions; quant aux effets et placements divers, ils passent de 227 à 259 millions.

Dans l'ensemble, les postes composant les disponibilités reculent donc de 56 millions, alors que les fonds à terme augmentent de 25 millions seulement. La réduction de 11 millions des « Divers » complète à 42 millions la réduction totale des chiffres du bilan.

La liquidité de la Banque n'en demeure pas moins considérable. L'ensemble des dépôts à court terme et à vue en devises et des dépôts-or à vue représentait, au 31 mars 1937, 25,4 % du total du bilan, alors que les seuls actifs à vue, y compris l'encaisse-or, atteignaient 53,2 % du total, soit plus du double.

La note complétant, à l'annexe II, la présentation du bilan montre comment ont été observés, dans la gestion des avoirs, les principes d'équilibre et de liquidité déjà décrits dans nos précédents Rapports. Leur stricte application a permis de supporter, dans les meilleures conditions possibles, la transition entre les régimes monétaires d'avant et d'après septembre 1936. Les différences de changes enregistrées à ce moment ont été d'importance relativement minime, les rares positions de changes qui n'étaient pas complètement équilibrées à l'époque ne faisant que refléter des opérations normales de trésorerie.

D'autre part, deux grandes lignes, qu'il peut être utile de résumer brièvement, semblent se dégager de l'évolution pratique de la situation de la Banque au cours de l'exercice.

On peut, en premier lieu, constater une tendance de plus en plus marquée des banques centrales à rembourser les crédits mis à la disposition de leurs marchés sous forme de placements effectués pour des termes non fixés, c'est-à-dire de placements ayant pris à la longue un caractère permanent. Par ailleurs, nombreux sont les pays ayant souscrit au capital de la Banque, où le produit de ces souscriptions avait tout d'abord été investi et où il n'est plus aujourd'hui maintenu de fonds, soit que nous ne puissions plus investir en leurs monnaies par suite des dispositions de l'Article 21 des statuts, soit que nous n'y trouvions pas la possibilité d'obtenir une garantie-or. La Banque a été ainsi amenée à prendre des positions « longues » dans un certain nombre de devises ou à rester en or. Dans le premier cas, elle est soumise au risque monétaire; dans le second, — et quelle que soit, par ailleurs, l'utilité de l'existence de son stock d'or propre — elle ne tire pas d'intérêts de ses avoirs.

D'autre part, tous les marchés bénéficiant de conditions monétaires considérées comme favorables ont enregistré une telle abondance de liquidités au cours de l'année que les placements de la nature de ceux qui sont autorisés, et dont le choix est extrêmement limité, se sont révélés, en général, peu rémunérateurs.

Assurément, les difficultés auxquelles la Banque se heurte de la sorte ne lui sont pas spéciales; mais, en ce qui concerne la Banque des Règlements Internationaux, ces difficultés se trouvent accrues du fait des règles strictes qui

président au choix et à la nature de ses placements. Il convient, toutefois, d'ajouter que la Banque a toujours rencontré auprès des banques centrales intéressées le concours le plus entier pour la recherche de ses placements.

Les raisons exposées ci-dessus sont, pour une grande partie, à la base de l'accroissement considérable des postes de liquidités immédiates, encaisse-or et encaisses-devises, ces dernières prenant même des proportions relativement considérables sur un ou deux marchés. Elles ont amené à effectuer, par ailleurs, dans les meilleures conditions de garantie et avec l'assentiment des banques centrales intéressées, certains placements à moyen terme qui expliquent l'augmentation des «Effets et Placements divers».

Ainsi qu'il a été indiqué plus haut, certaines banques centrales semblent préférer faire appel à la Banque des Règlements Internationaux, le cas échéant, pour des opérations saisonnières plutôt que de conserver des crédits de volume fixe et d'échéance indéterminée. Dans ce domaine, comme dans celui de la couverture des risques de change à l'occasion du financement du commerce international, de même, enfin, que dans celui de l'assouplissement des mécanismes de clearing, la Banque a été, à diverses reprises, sollicitée de fournir une aide qu'elle a toujours accordée, dans la limite des possibilités et des garanties offertes. Là également, ont été mis au point des mécanismes simples de crédits ou d'avances, gagés ou non, qui permettent d'espérer un développement des opérations de cette nature.

Le précédent Rapport annuel avait déjà attiré l'attention sur le développement continu des opérations sur or, en montrant le caractère en quelque sorte logique. Ces opérations se sont encore développées au cours de l'exercice écoulé. Les renversements rapides dans la direction des mouvements de capitaux et, par voie de conséquence, dans les cours des changes, l'évolution des méthodes appliquées par les banques centrales pour leurs interventions sur les marchés des devises, leurs transferts d'or en vue d'assurer le règlement du service d'emprunts internationaux ou de parer aux nécessités commerciales de leurs économies et, enfin, leurs rapatriements d'or précédemment «*earmarked*» ont sensiblement augmenté la part de ces institutions dans les mouvements de métal jaune.

La Banque n'a pas manqué de profiter de l'accroissement de cette forme d'activité internationale des membres de l'Association. Quelques chiffres le montreront mieux que tout commentaire.

L'or conservé sous dossier («*earmarked*») pour le compte de banques centrales ou d'institutions internationales ne figure pas à la situation. Son montant total passait de l'équivalent de 268 millions de francs suisses or au 31 mars 1936 à 358 millions au 30 juin, pour revenir à 313 millions au 31 octobre et

atteindre 433 millions en fin d'exercice. A la date du 31 mars 1937, compte tenu des 45 millions qui constituaient son encaisse-lingots propre, il existait sur huit places différentes un stock total d'or réparti sous dossiers au nom de la Banque des Règlements Internationaux, de près de 480 millions d'unités de 0,29032258... gr. d'or fin, ce qui correspond à l'équivalent d'environ 670 millions de francs suisses ou de 3.350 millions de francs français.

Les opérations sur or avec les banques centrales, au cours de l'année, ont affecté les formes les plus diverses. Pour ne parler que des principales, et d'ailleurs des plus caractéristiques, on peut mentionner: échanges, transports, avances en devises sur la base d'or déposé sur n'importe quel grand marché, avances sur or en transit ou en cours d'expédition, négociations de métal contre une devise différente de celle de la place de la livraison ou de la remise, cession d'or conservé «*earmarked*» sur une place donnée, le rapatriement en étant ordonné au gré de la partie prenante etc. . . A cette occasion, l'existence d'un stock d'or propre a permis à la Banque, dans maintes occasions, d'anticiper certains mouvements, de parer à des nécessités d'ajustement, ou encore de permettre une exécution plus rapide des transactions dont elle était chargée. D'autre part, les facilités accordées par quelques banques centrales quant au choix des places de remise pour l'or acheté par elles ont aussi contribué à rendre plus souple et plus efficace le mécanisme de certains arbitrages.

La tâche de la Banque s'est souvent trouvée facilitée grâce au fait que nous avons pu disposer d'instructions permanentes de diverses banques centrales permettant, en certaines circonstances, d'organiser une sorte de marché de compensation des offres et des demandes. De grandes banques centrales ont même souligné de quelle importance la collaboration de la Banque des Règlements Internationaux dans ce domaine avec les principaux instituts d'émission leur semblait devoir être pour le rétablissement de relations normales entre grandes monnaies. Nous y ajouterons que, plus les banques centrales collaborant effectivement avec nous à cet égard seront nombreuses, plus les chances d'un travail utile et efficace de la Banque des Règlements Internationaux seront grandes.

En dehors des opérations relatives à la gestion de ses ressources propres et des ressources qui lui sont confiées, la Banque des Règlements Internationaux a effectué un certain nombre de transactions où son rôle a été celui d'un agent ou d'un trustee. Ces opérations se trouvent décrites plus avant dans le présent chapitre. Avant d'y arriver, il peut être toutefois utile de signaler une tâche précise pour l'accomplissement de laquelle la Banque des Règlements Internationaux a établi un mécanisme qui est actuellement à l'étude auprès des banques centrales du monde entier: il s'agit du règlement par son intermédiaire des paiements postaux internationaux.

Le système en question prend le franc-or, unité de compte des règlements postaux internationaux, pour base non seulement du calcul des sommes dues, mais également de l'exécution pratique de ces règlements. L'opération comporte deux phases. Pour rendre possible la première, les banques centrales des pays des administrations postales intéressées devront entretenir dans les livres de la Banque des Règlements Internationaux un compte de dépôt-or à vue, par le débit et le crédit duquel se feront versements et paiements en francs-or, c'est-à-dire en poids d'or métal, grammes ou onces. Le règlement ultérieur de ces montants, cette fois entre banque centrale et administration postale, s'effectuera sur chacun des marchés intéressés en monnaie nationale, suivant des conventions à intervenir entre chaque administration postale et chaque banque centrale.

Un des avantages du système est que, depuis le moment du paiement en monnaie nationale à sa banque centrale par l'administration postale débitrice jusqu'au versement de ce montant en monnaie nationale de l'autre pays à l'administration postale créancière par sa banque centrale, le montant dû reste ainsi une valeur non sujette à des variations au regard de l'unité internationale choisie pour ces règlements.

Ce système a déjà recueilli diverses adhésions. Il comporte également, entre autres avantages, l'absence de frais et de délais. Dans la mesure où son application soulignera les avantages qu'en peuvent tirer les administrations postales de tous les pays, on peut espérer que ce système pourra servir de précédent à d'autres paiements internationaux présentant les mêmes difficultés.

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

Pendant l'exercice, c'est-à-dire du 1^{er} avril 1936 au 31 mars 1937, les fonctions de mandataire (trustee) et d'agent fiscal exercées par la Banque à l'occasion des paiements d'annuité prévus à la Conférence de La Haye de janvier 1930 et des emprunts allemands «Dawes» et «Young», ont continué à n'avoir qu'un caractère de procédure administrative. D'autre part, la Banque a continué à exercer normalement les fonctions de mandataire (trustee) pour l'Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930 et à agir en qualité d'agent fiscal à l'occasion du règlement des questions financières résultant du rattachement à l'Allemagne du Territoire de la Sarre. En outre, vers la fin de l'année, la Banque a accepté les fonctions d'intermédiaire pour le service en Suisse de l'Emprunt français de Sécurité Nationale 4½ % 1937.

a) Paiements d'annuités de l'Allemagne, de la Hongrie,
de la Bulgarie et de la Tchécoslovaquie.

Aux termes de l'Accord de Lausanne de juillet 1932, l'exécution des obligations d'annuités de l'Allemagne, conformément au Nouveau Plan adopté à la Conférence de La Haye de janvier 1930, a été réservée en attendant la ratification dudit Accord. L'exécution des obligations d'annuités de la Hongrie, de la Bulgarie et de la Tchécoslovaquie a également été réservée jusqu'au 15 décembre 1932. Les gouvernements intéressés ont ultérieurement convenu de prolonger cette suspension jusqu'au 15 décembre 1934, et des négociations sont actuellement en cours pour déterminer une prolongation analogue au delà de cette date.

Pendant l'exercice, la Banque n'a donc reçu aucun paiement au titre des annuités des Puissances ci-dessus mentionnées.

b) Emprunt Extérieur Allemand de 1924
et Emprunt International 5½ % 1930 du Gouvernement Allemand.

Depuis le 1^{er} juillet 1934, le Gouvernement allemand n'a fourni aux mandataires (trustees) aucune des sommes nécessaires, sous forme de devises, pour assurer le service des tranches respectives de ces emprunts, et la position des mandataires (trustees) reste celle décrite aux pages 90 à 93 du sixième Rapport annuel de la Banque.

Bien que le service des emprunts n'ait pas été effectué par l'intermédiaire de leurs mandataires (trustees) respectifs, certains groupes de porteurs ont toutefois continué, au cours de l'année, à bénéficier du régime introduit par des accords spéciaux conclus entre le Gouvernement allemand et divers autres Gouvernements. Les porteurs spécifiés dans ces accords ont été en mesure de se faire payer, dans la monnaie du pays de leur domicile, la totalité ou une fraction de la valeur nominale de leurs coupons. Quant aux porteurs qui ne touchent pas de cette manière le montant nominal intégral de leurs coupons, et qui n'ont pas renoncé à leur droit au paiement du montant nominal intégral, le Gouvernement allemand leur a offert de liquider les montants dus par un paiement en reichsmarks calculé au taux de change officiel de la Reichsbank, l'utilisation de ces reichsmarks étant régie par des principes semblables à ceux appliqués pour l'utilisation des «registermarks». Les mandataires (trustees) des emprunts respectifs ne sont parties à aucun de ces accords spéciaux, ils n'ont eu aucune part dans leur exécution et ils les ont jugés incompatibles avec les Obligations générales et les accords internationaux y relatifs.

De précédents Rapports annuels ont mentionné qu'un procès avait été intenté à la Banque, en sa qualité de mandataire (trustee) de l'Emprunt Inter-

national 5 $\frac{1}{2}$ % 1930 du Gouvernement Allemand, devant un tribunal suisse par un porteur de l'une des tranches de cet 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. Le tribunal civil de première instance de Bâle avait rendu un jugement en faveur du mandataire (trustee) et débouté le demandeur en le condamnant aux dépens. Le porteur ayant interjeté appel, la Cour d'Appel de Bâle confirma le jugement rendu en première instance; le porteur soumit alors le litige devant la Cour d'Appel Fédérale qui confirma le jugement et condamna le porteur aux dépens.

Dans les circonstances actuelles, il n'a pas été préparé d'états des recettes et des paiements pour l'année de l'Emprunt 1924 qui s'est terminée le 15 octobre 1936, ni pour l'année de l'Emprunt 1930 qui a pris fin le 1^{er} juin 1936, mais la contre-valeur en francs suisses or des diverses monnaies affectées respectivement auxdits emprunts et déposées au nom des mandataires (trustees), à la date du 31 mars 1937, est indiquée à l'annexe VI.

c) Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930.

Pendant l'année, la Banque, en sa qualité de mandataire (trustee) de l'Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930, a régulièrement et ponctuellement reçu et distribué les versements mensuels requis pour le service de l'emprunt conformément aux termes de l'Obligation générale. Les opérations du fonds d'amortissement, pendant l'année, ont permis l'amortissement d'obligations pour une valeur nominale totale équivalant à 5.219.000 francs suisses or.

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, sous réserve seulement d'une priorité en faveur de l'Emprunt tchécoslovaque de conversion. Pendant l'année examinée, les revenus gagés ont produit au total 438.753.000 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 32.386.000 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 1936, est joint au présent Rapport (annexes IVa et IVb). En vue de montrer la situation lors de la dernière date d'échéance des coupons d'intérêt, il a été également joint (annexe V) un relevé en cours d'exercice des recettes et des paiements, pour le semestre ayant pris fin le 31 décembre 1936. De plus, la contre-valeur en francs suisses or des fonds affectés audit emprunt et déposés au nom du mandataire (trustee), à la date du 31 mars 1937, est indiquée à l'annexe VI.

d) 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 de la Sarre, chemins de fer, etc., 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 paiement 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.

Le tableau ci-après permet de suivre le paiement progressif des mines de la Sarre, chemins de fer, etc.

	Période finissant le 31 mars 1936	Année finissant le 31 mars 1937	Total (à valoir sur les 900 millions)
en millions de francs français			
95 % des francs français et autres moyens de paiement étrangers échangés contre des reichsmarks	274,4	—	274,4
Livraisons gratuites de charbon . .	89,9	147,3	237,2
Versements effectués par le Gouver- nement allemand en compensation des dégâts de surface, indemnités et droits, etc.	3,1	11,7	14,8
	367,4	159,0	526,4

Les autres 5% des monnaies françaises et autres moyens de paiement étrangers recueillis dans la Sarre en échange de reichsmarks, soit 14,4 millions de francs français, avaient été affectés au service de certains emprunts extérieurs autorisés par l'ancienne Commission de Gouvernement du Territoire de la Sarre; ils ont maintenant été presque entièrement utilisés à cette fin. A la date du 31 mars 1936, 4,1 millions de francs français restaient disponibles et, à la date du 31 mars 1937, ce montant avait été ramené à la contre-valeur de 0,8 million de francs français.

Le montant de 14,5 millions de francs français, qui était déposé à la Banque pour la capitalisation des pensions des fonctionnaires de nationalité française de la Sarre, a été payé pendant l'année.

La Banque a également accepté les fonctions d'intermédiaire pour le service, en Suisse, de l'Emprunt français de Sécurité Nationale 4 1/2 % 1937 et de désigner les banques suisses et les succursales des banques françaises en Suisse, qui seront les établissements payeurs de l'emprunt. La Banque recevra du Gouvernement français, quinze jours avant l'échéance de chaque coupon, le montant en francs suisses approximativement nécessaire pour le paiement des coupons de l'emprunt présentés en Suisse, et des accords ont été conclus avec le Gouvernement français pour le versement ultérieur de tous autres montants éventuellement nécessaires. La Banque répartira entre les divers établissements payeurs les sommes ainsi reçues, au fur et à mesure des exigences du service de l'emprunt, pour leur permettre de payer tous coupons sur présentation.

3. BÉNÉFICES NETS ET RÉPARTITION.

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 9.071.570,02 francs suisses or contre 9.193.671 francs suisses or pour le sixième exercice social, le franc suisse or étant défini par l'article 5 des statuts de la Banque comme équivalant à 0,29032258... gramme d'or fin. Au bilan du 31 mars 1937, 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. Le montant des bénéfices indiqués ci-dessus a été établi sans tenir compte des bénéfices de change résultant d'une position courte de la Banque en monnaies dépréciées; les pertes de change, au contraire, ont été amorties.

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 453.578,50 francs suisses or (459.683,55 francs suisses or en 1936), il est proposé à l'Assemblée Générale de fixer le dividende à 6% l'an pour le septième exercice social. Le paiement de ce dividende nécessite un prélèvement de 7.500.000 francs suisses or (7.500.000 francs suisses or en 1936). Les bénéfices nets encore disponibles après la distribution de ce dividende, si elle est votée, s'élèvent à 1.117.991,52 francs suisses or, 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 223.598,30 francs suisses or, montant maximum qu'il est permis, aux termes des statuts, de prélever à cette fin sur les bénéfices nets de l'exercice actuel (246.797,49 francs suisses or en 1936).

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 447.196,61 francs suisses or (493.594,98 francs suisses or en 1936). Le total de la Réserve légale, de la Réserve de dividendes et de la Réserve générale, s'élèverait dès lors, à la fin du septième exercice, à 23.183.521,77 francs suisses or.

Le même article des statuts règle la répartition du solde final, soit 447.196,61 francs suisses or, entre les gouvernements ou les banques centrales d'Allemagne et des pays ayant droit à une part dans les annuités 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 bénéficiaires, soit 447.196,61 francs suisses or (493.594,98 francs suisses or en 1936), pour les montants ci-après:

	1936/37	1935/36
Dépôts du Compte de Trust des Annuités prévus à l'Article IV (e) du Contrat de Mandat (Trust):		
	Francs suisses or	
France	131.366,53	140.409,56
Grande-Bretagne	51.335,04	54.868,85
Italie	26.813,93	28.659,75
Belgique	14.505,10	15.503,61
Roumanie	2.534,17	2.708,62
Yougoslavie	10.546,97	11.273,01
Grèce	868,86	928,67
Portugal	1.665,31	1.779,95
Japon	1.665,31	1.779,95
Pologne	48,27	51,59
	<u>241.349,49</u>	<u>257.963,56</u>
Dépôt sans intérêt du Gouvernement allemand prévu à l'Article IX du Contrat de Mandat (Trust)	120.674,74	128.981,78
Dépôt du Gouvernement français (Sarre)	2.703,89	3.385,71
Fonds de Garantie du Gouvernement français prévu à l'Article XIII du Contrat de Mandat (Trust)	82.468,49	103.263,93
	<u>447.196,61</u>	<u>493.594,98</u>

Les comptes de la Banque et son septième bilan annuel ont été dûment vérifiés par MM. Price, Waterhouse & Cie, comptables assermentés. Copie du bilan est donnée à l'annexe II, ainsi que le rapport des commissaires-vérifi-

cateurs 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.

4. MODIFICATIONS DANS LA COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET DANS LA DIRECTION DE LA BANQUE.

Aux termes des statuts, les membres du Conseil nommés par les administrateurs d'office exercent leur mandat pendant trois ans et sont rééligibles. La Banque ayant été créée en mai 1930, certaines nominations devaient être renouvelées en mai 1936 pour la troisième période de trois ans. En même temps, le Professeur Beneduce et M. de Vogüé ont été réélus Vice-présidents. Le Gouverneur Jean Tannery, administrateur d'office, dont la collaboration cordiale a été de la plus grande valeur pour la Banque, a été remplacé, lors de la cessation de ses fonctions de Gouverneur de la Banque de France, par M. Emile Labeyrie, le nouveau Gouverneur, qui a occupé en France d'importantes fonctions financières officielles. M. Munakata, qui a siégé avec distinction au Conseil depuis 1934 comme substitut du Gouverneur de la Banque du Japon, est rentré dans son pays et a été remplacé dans les mêmes fonctions par M. Yanagita, représentant de la Banque du Japon en Europe.

Au mois de décembre dernier, le signataire du présent Rapport a fait part de son intention de se démettre, à la fin de l'année financière, de ses fonctions de Président du Conseil et de Président de la Banque. Le Conseil a décidé de proposer à une Assemblée Générale extraordinaire certaines modifications aux statuts, afin de rendre possible notamment la séparation des fonctions de Président du Conseil et de Président de la Banque. Sous réserve de l'approbation de ces amendements par l'Assemblée Générale extraordinaire, le Conseil a élu Sir Otto Niemeyer Président du Conseil, pour une période de trois ans, et il a nommé Président de la Banque, pour la même période, le Dr. J. W. Beyen, à présent Suppléant du Président, les deux désignations devenant effectives le jour de l'approbation de la modification des statuts. Le Président de la Banque exécute la politique de la Banque, telle qu'elle est déterminée par le Conseil, et en contrôle l'administration. Quoique n'étant pas membre du Conseil, il peut assister à toutes les séances, y prendre la parole et faire prendre acte de ses opinions dans les procès-verbaux.

M. Ivar Rooth, Gouverneur de la Sveriges Riksbank, dont on connaît la collaboration agissante et dont le mandat avait pris fin le 31 mars 1933, a été réélu au Conseil au mois d'avril 1937. En même temps, le signataire de ces

lignes, dont le mandat d'administrateur arrivait à expiration à la fin de l'exercice social, a été réélu pour une nouvelle période de trois ans.

Parmi les suppléants des Membres du Conseil, l'un des suppléants du Gouverneur de la Banque de France, M. R. Lacour-Gayet, s'est retiré au moment où ses fonctions à la Banque de France ont pris fin. M. Lacour-Gayet avait non seulement assisté pendant un certain nombre d'années aux séances du Conseil, mais il avait également fourni un concours apprécié à l'occasion de diverses conférences internationales tenues au siège de la Banque. Le Gouverneur de la Banque d'Italie a désigné comme l'un de ses suppléants le Dr. M. Pennachio qui a pris part aux travaux du Comité d'Organisation de la Banque à Baden-Baden et a assisté aux séances du Conseil depuis la création de la Banque.

VIII. CONCLUSION.

Il y a un an, la reprise était en train de s'affirmer, elle allait prendre son essor; aujourd'hui, elle est arrivée à un point où les forces de redressement soulèvent l'économie mondiale et menacent même de provoquer dans certaines directions une avance trop rapide des coûts de revient et des prix, rappelant les conditions d'un boom. Peut-être ne se rend-on pas suffisamment compte de la rapidité du changement et y a-t-il encore trop tendance à répéter certains jugements empreints de pessimisme qui pouvaient être justes pendant la crise, mais qui ne correspondent plus aujourd'hui à la réalité. Il faut tenir compte du fait qu'un grand nombre de problèmes se présentant sous un aspect presque radicalement contraire à celui qu'ils avaient auparavant, la politique à suivre doit être en conséquence modifiée. Pour ne citer qu'un exemple: en matière de finances publiques, est-il encore nécessaire d'engager des dépenses extraordinaires pour stimuler l'activité générale des affaires? Ou de telles dépenses, au contraire, ne risquent-elles pas d'être directement nuisibles à un développement économique ordonné?

Dans l'ensemble, on peut probablement admettre que non seulement les autorités responsables, mais aussi le public, conservent le souvenir des violentes perturbations économiques de la période d'après-guerre et que les dangers que comporte le développement d'un déséquilibre sont ainsi plus clairement entrevus. L'important, toutefois, n'est pas de s'attacher aux symptômes extérieurs, mais de s'occuper des causes plus profondes susceptibles de provoquer cette dangereuse rupture d'équilibre. Peut-être certaines mesures hâtives étaient-elles inévitables aux sombres jours de la crise, mais leur adoption, qu'explique la gravité des problèmes auxquels il a fallu faire face, a contribué à accroître plus qu'à diminuer l'état d'incertitude. Il faut espérer qu'au cours d'une période de prospérité relative, on pourra faire preuve de plus de calme et de plus de prudence et s'efforcer de créer une stabilité plus durable, à la fois dans le domaine économique et dans le domaine monétaire.

Une nécessité impérieuse demeure, celle d'abaisser les barrières commerciales et, en particulier, ces invraisemblables obstacles qui s'opposent au commerce sous forme de contingents et d'interdictions, tels qu'ils ont été amoncelés au cours des sept dernières années; le second problème urgent consiste à établir un système monétaire qui puisse à la fois tenir compte de la nécessité d'assurer une stabilité internationale des changes et permettre sur le plan national, comme

sur le plan international, une politique visant autant que possible à maintenir des conditions saines pour le développement du crédit et de la monnaie. Il faut, en outre, que la charge des obligations financières internationales, dans la mesure où elle n'a pas encore été allégée, puisse être réduite par des conversions à un niveau de taux d'intérêt correspondant mieux aux conditions présentes. Si l'on n'attaque pas ces problèmes fondamentaux de l'économie et de la finance mondiales, il n'y a guère de chances d'améliorer de façon durable la situation des diverses économies nationales. On ne peut nier toutefois, surtout à la suite de l'augmentation récente des dépenses d'armements, le lien qui existe entre les dépenses d'Etat et la possibilité de venir à bout des problèmes que soulèvent les fluctuations économiques — et ce lien n'est qu'un exemple de l'aspect politique des questions qui se posent. Il serait vain de penser que des arrangements d'ordre purement technique sont susceptibles d'assurer un développement économique sain et de permettre un relèvement du niveau d'existence, si les conditions indispensables à l'échange pacifique des marchandises et à l'équilibre des différents pays ne sont pas établies. Toute activité économique doit tenir compte de l'avenir et, si l'instabilité persiste, les meilleures entreprises se trouveront contraintes de réduire leurs opérations ou d'assumer des risques spéculatifs. Au lieu de recourir à des expédients qui ne présenteraient que peu ou pas d'avantages, et qui pourraient facilement enrayer un développement économique normal, il conviendrait de s'attaquer aux faits eux-mêmes qui sont à l'origine des difficultés actuelles. L'opinion mondiale commence à demander qu'un effort sérieux soit tenté pour trouver la solution des grands problèmes encore en suspens; il convient d'aborder cette tâche dans un esprit de compréhension, avec le courage et la bonne volonté nécessaires pour la mener à bien.

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	
Bank of England, 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
Banca d'Italia, 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
The Industrial Bank of Japan, 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
Bank von Dantzig, Dantzig	4.000	25 Juin	1930
Finlands Bank, Helsingfors	4.000	25 Juin	1930
Banque de Grèce, Athènes	4.000	25 Juin	1930
Österreichische Nationalbank, Vienne	4.000	25 Juin	1930
Banque Nationale de Bulgarie, Sofia	4.000	25 Juin	1930
Danmarks Nationalbank, 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
Národní Banka Československá, 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
Banca Nazionale d'Albania, 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 (b)		

(a) Représentant les actions réservées jusqu'au 31 mai 1937, 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 nominale.» (Statuts de la Banque, Article 5).

BILAN AU

EN FRANCS SUISSES OR (UNITÉS DE 0,290 322 58...)

ACTIF			
			%
I. OR EN LINGOTS		45.087.291,06	7,3
II. ENCAISSE			
A la Banque et en compte courant dans d'autres Banques		25.636.097,02	4,1
III. FONDS A VUE placés à intérêts		26.538.408,01	4,3
IV. PORTEFEUILLE RÉESCOMPTABLE			
1. Effets de commerce et acceptations de Banque	101.346.933,92		16,4
2. Bons du Trésor	130.696.121,68		21,1
		232.043.055,60	
V. FONDS A TERME placés à intérêts			
1. A 3 mois au maximum	27.011.756,14		4,4
2. De 3 à 6 mois d'échéance	1.668.688,73		0,3
		28.680.444,87	
VI. EFFETS ET PLACEMENTS DIVERS			
1. Bons du Trésor	111.390.144,87		18,0
2. Effets de Chemins de fer et de l'Adminis- tration des Postes, et placements divers	148.041.735,68		23,9
		259.431.880,55	
VII. AUTRES ACTIFS			
1. Garantie reçue de Banques Centrales sur effets cédés	1.328.725,18		0,2
2. Autres postes	96.299,95		0,0
		1.425.025,13	
NOTE -- La totalité des dépôts à court terme et à vue en monnaies diverses (Article IV du Passif) est largement couverte par des avoirs 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) et le Fonds de garantie du Gouvernement français (Article III, 3 et 4) sont couverts de façon semblable. Les autres engagements à long terme (Article III, 1 et 2), qui figurent dans nos livres en monnaie soumise à des restrictions (bien que l'engagement de la Banque relatif à l'Article III, 1 ne soit pas clairement établi), sont couverts par des avoirs dans la même monnaie, la valeur-or d'une très grande partie de ces avoirs étant expressément garantie.			
Le Capital, les Réserves et le Surplus sont représentés, en grande partie, 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 de l'Accord de La Haye de janvier 1930, les signataires de cet Accord 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.			
		618.842.202,24	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 or définis ci-dessus l'examen des livres mis à notre disposition et des ex-

BÂLE, le 22 Avril 1937.

31 MARS 1937

GRAMMES D'OR FIN — ART. 6 DES STATUTS)

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,—	20,2
II. RÉSERVES			
1. Fonds de Réserve Légale	3.784.029,10		
2. Fonds de Réserve de Dividendes	6.091.706,43		
3. Fonds de Réserve Générale	12.183.412,83	22.059.148,36	3,6
III. ENGAGEMENTS A LONG TERME			
1. Dépôts au Compte de Trust des Annuités	153.157.500,—		24,8
2. Dépôt du Gouvernement allemand	76.578.750,—		12,4
3. Dépôt du Gouvernement français (Sarre)	1.403.900,—		0,2
4. Fonds de garantie du Gouvernement français	42.818.835,73		6,9
		273.958.985,73	
IV. DÉPÔTS A COURT TERME ET A VUE (en monnaies diverses)			
1. Banques Centrales pour leur compte:			
a) A 3 mois au maximum	105.482.000,41		17,0
b) A vue	24.148.370,78		3,9
2. Banques Centrales pour le compte d'autres déposants:		129.630.371,19	
A vue		4.248.186,75	0,7
3. Autres déposants:			
a) A 3 mois au maximum	8.320,88		0,0
b) A vue	229.032,91		0,0
		237.353,79	
V. DÉPÔTS A VUE (Or)		23.309.485,38	3,8
VI. DIVERS			
1. Garantie donnée sur effets de commerce cédés	1.353.739,49		0,2
2. Autres postes	29.973.361,53		4,8
		31.327.101,02	
VII. SURPLUS			
Bénéfice pour l'exercice social ayant pris fin le 31 mars 1937		9.071.570,02	1,5
		618.842.202,24	100,0

la Banque, pour l'exercice social ayant pris fin le 31 mars 1937. 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 plications ou renseignements qui nous ont été donnés.

PRICE, WATERHOUSE & Co.
Chartered Accountants.

COMPTE DE PROFITS ET PERTES

pour l'exercice social ayant pris fin le 31 Mars 1937

	<u>Francs suisses or</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	11.203.938,69
Commissions de la Banque:	
En qualité de Mandataire (Trustee) (ou Agent Fiscal des Trustees) d'Emprunts Internationaux	199.143,76
En raison de crédits spéciaux	81.670,45
Droits de transfert	<u>451,99</u>
	11.485.204,89
Frais d'administration:	
Conseil d'Administration — indemnités et frais de voyage	216.475,82
Direction et personnel — traitements et frais de voyage	1.761.939,19
Loyer, assurance, chauffage, éclairage et eau	135.041,94
Fournitures de bureau, livres, périodiques	72.780,88
Téléphone, télégraphe et frais postaux	58.866,40
Rémunérations d'experts (Commissaires-Vérificateurs, interprètes, etc.)	18.021,78
Imposition cantonale	41.881,06
Droits d'abonnement sur l'émission française des actions de la Banque	40.822,85
Divers	<u>67.804,95</u>
	<u>2.413.634,87</u>
BÉNÉFICE NET	<u>9.071.570,02</u>

COMPTÉ D'AFFECTATION DU BÉNÉFICE NET

	<u>Francs suisses or</u>
BÉNÉFICE NET pour l'exercice social ayant pris fin le 31 mars 1937	9.071.570,02
Réparti conformément à l'Article 53 a), b), c) et d) des Statuts, de la façon suivante:	
Au Fonds de Réserve Légale — 5 % de 9.071.570,02	453.578,50
	<u>8.617.991,52</u>
Dividende au taux de 6 % par an sur le capital versé	7.500.000,—
	<u>1.117.991,52</u>
Au Fonds de Réserve de Dividendes — 20 % de 1.117.991,52	223.598,30
	<u>894.393,22</u>
Au Fonds de Réserve Générale — 50 % de 894.393,22	447.196,61
Solde	<u>447.196,61</u>

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

	<u>Francs suisses or</u>	
Dépôts au Compte de Trust des Annuités prévus à l'Article IV e) du Contrat de Mandat (Trust)		
France	131.366,53	
Grande-Bretagne	51.335,04	
Italie	26.813,93	
Belgique	14.505,10	
Roumanie	2.534,17	
Yougoslavie	10.546,97	
Grèce	868,86	
Portugal	1.665,31	
Japon	1.665,31	
Pologne	48,27	<u>241.349,49</u>
Dépôt sans intérêt du Gouvernement allemand prévu à l'Article IX du Contrat de Mandat (Trust)		
		120.674,74
Dépôt du Gouvernement français (Sarre)		
		2.703,89
Fonds de Garantie du Gouvernement français prévu à l'Article XIII du Contrat de Mandat (Trust)		
	<u>82.468,49</u>	<u>447.196,61</u>

TRUSTEE DE L'EMPRUNT INTERNATIONAL DE

État des Recettes et des Paiements pour la sixième

Recettes

	Tranche américaine Dollars	Tranches anglaise et hollandaise Sterling
1. SOLDES EN BANQUE au 1 ^{er} juillet 1935	810.098,61	111.805.11. 3
2. REÇU DU GOUVERNEMENT AUTRICHIEN pour :		
le service des intérêts :		
espèces	1.505.911,23	212.283. 1. 6
intérêts courus sur les obligations remises par le Gouvernement autrichien pour annulation (voir ci-dessous)	8.741,32	1.178. 2. 1
l'amortissement des obligations :		
espèces	743,73	332.13.11
obligations remises par le Gouvernement autrichien pour annulation (voir ci-dessous)	588.683,27	81.014. 6. 1
les frais	3.423,60	985. 5.—
3. INTÉRÊTS PERÇUS sur les fonds employés en attendant leur utilisation pour le service de l'emprunt	1.104,93	299. 3. 6
	2.918.706,69	407.898. 3. 4

Paiements

1. INTÉRÊTS		
Coupons échus et intérêts courus sur les obligations rachetées pour le fonds d'amortissement	1.535.313,97	215.220.12.—
Intérêts courus sur les obligations remises par le Gouvernement autrichien (voir ci-dessus)	8.741,32	1.178. 2. 1
2. AMORTISSEMENT		
Obligations sorties aux tirages et remboursées	—	—
Obligations amorties par rachat	838,—	369. 3. 5
Obligations remises par le Gouvernement autrichien contre reversement en espèces	—	—
Obligations remises par le Gouvernement autrichien en paiement partiel des versements pour le service de l'emprunt (voir ci-dessus)	588.683,27	81.014. 6. 1
3. FRAIS		
Commission et frais des Agents Financiers et indemnités et frais du Mandataire (Trustee)	4.120,56	1.175.15. 8
4. SOLDES EN BANQUE au 30 juin 1936, détenus aux fins indiquées à l'Annexe IV b	781.009,57	108.940. 4. 1
	2.918.706,69	407.898. 3. 4

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 1936, 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 1936,

BÂLE, le 8 Octobre 1936.

LA RÉPUBLIQUE FÉDÉRALE D'AUTRICHE 1930
année de l'Emprunt (du 1^{er} Juillet 1935 au 30 Juin 1936)

Tranche italienne Lires	Tranche suédoise Cour. suédoises	Tranche suisse Francs suisses	Tranche autrichienne Schillings	Frais généraux	
				Sterling	Francs suisses
3.250.101,55	521.955,20	824.125,16	2.096.232,29	—	—
6.095.689,49	645.716,14	1.520.800,65	3.954.187,07	—	—
41.348,15	—	8.804,84	—	—	—
10.883,20	202.965,—	6.644,84	1.447.816,95	—	—
2.262.966,80	—	566.435,16	—	—	—
30.622,50	2.909,50	7.645,80	18.180,32	300.—,—	27.634,80
9.165,30	3.907,50	2.279,49	—	—	—
11.700.776,99	1.377.453,34	2.936.735,94	7.516.416,63	300.—,—	27.634,80

6.198.800,42	655.480,—	1.544.901,15	3.988.079,83	—	—
41.348,15	—	8.804,84	—	—	—
—	190.550,—	—	—	—	—
—	—	6.820,—	1.411.229,99	—	—
11.559,58	—	—	—	—	—
2.262.966,80	—	566.435,16	—	—	—
33.409,52	3.508,65	7.893,67	23.350,06	300.—,—	27.634,80
3.152.692,52	527.914,69	801.881,12	2.093.756,75	—	—
11.700.776,99	1.377.453,34	2.936.735,94	7.516.416,63	300.—,—	27.634,80

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 sixième 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 1936 étaient détenus pour:

1. a) les coupons échus non encore présentés
- b) les coupons à échéance du 1^{er} juillet 1936
2. les frais encourus au 30 juin 1936, 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 5.609,80 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 IVa

État indiquant les obligations

- Valeur nominale des obligations émises
- Moins la valeur nominale des obligations amorties pendant:
1. les cinq premières années de l'emprunt
 2. la sixième année de l'emprunt
- Valeur nominale des obligations non amorties au 30 juin 1936 (voir note ci-dessous)

NOTE: Quand elles sont amorties par tirages,

LA RÉPUBLIQUE FÉDÉRALE D'AUTRICHE 1930

des Dépositaires au 30 Juin 1936

Tranche américaine Dollars	Tranches anglaise et hollandaise Sterling	Tranche italienne Lires	Tranche suédoise Cour. suédoises	Tranche suisse Francs suisses	Tranche autrichienne Schillings
12.894,—	990.10.—	29.195,25	—	15.890,—	55.477,94
748.986,—	105.542.10.—	3.026.240,—	321.265,—	757.050,—	1.954.323,84
1.959,45	—.— 6	15.406,37	1.852,78	3.866,25	9.793,87
763.839,45	106.533.— 6	3.070.841,62	323.117,78	776.806,25	2.019.595,65
26,79	19. 6. 5	160,88	203.075,—	638,26	36.667,64
17.143,33	2.387.17. 2	81.690,02	1.721,91	24.436,61	37.493,46
781.009,57	108.940. 4. 1	3.152.692,52	527.914,69	801.881,12	2.093.756,75

non amorties au 30 Juin 1936

25.000.000,—	3.500.000,—	100.000.000,—	10.000.000,—	25.000.000,—	50.000.000,—
3.006.100,—	404.100,—	10.778.000,—	636.000,—	2.760.000,—	5.305.100,—
594.300,—	80.400.—	2.758.000,—	185.000,—	610.000,—	1.071.600,—
21.399.600,—	3.015.500,—	86.464.000,—	9.179.000,—	21.630.000,—	43.623.300,—

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 1936	21.089.200,—

Recettes

1. SOLDES EN BANQUE au 1 ^{er} juillet 1936	781.009,57
2. REÇU DU GOUVERNEMENT AUTRICHIEN pour:	
le service des intérêts:	
espèces	727.687,82
intérêts courus sur les obligations remises par le Gouvernement autrichien pour annulation (voir ci-dessous)	4.530,75
l'amortissement des obligations:	
espèces	530,53
obligations remises par le Gouvernement autrichien pour annulation (voir ci-dessous)	314.983,47
les frais	1.879,50
3. INTÉRÊTS PERÇUS sur les fonds employés en attendant leur utilisation pour le service de l'emprunt	540,91
	1.831.162,55

Paie-

1. INTÉRÊTS	
Coupons échus et intérêts courus sur les obligations rachetées pour le fonds d'amortissement	749.064,73
Intérêts courus sur les obligations remises par le Gouvernement autrichien (voir ci-dessus)	4.530,75
2. AMORTISSEMENT	
Obligations amorties par rachat	487,50
Obligations remises par le Gouvernement autrichien contre reversement en espèces	—
Obligations remises par le Gouvernement autrichien en paiement partiel des versements pour le service de l'emprunt (voir ci-dessus)	314.983,47
3. FRAIS	
Commission et frais des Agents Financiers et indemnités et frais du Mandataire (Trustee)	2.405,04
4. SOLDES EN BANQUE au 31 décembre 1936 pour:	
le service des coupons à échéance du 1 ^{er} janvier 1937	738.122,—
les obligations sorties aux tirages remboursables le 1 ^{er} janvier 1937	—
les coupons échus non encore présentés	12.824,—
l'amortissement des obligations	69,82
des postes divers (dont 5.609,80 francs suisses déposés dans une banque, anciennement Agent Financier, qui a suspendu ses paiements)	8.675,24
	1.831.162,55

LA RÉPUBLIQUE FÉDÉRALE D'AUTRICHE 1930

ments pour le semestre ayant pris fin le 31 Décembre 1936

Sterling	Lires	Couronnes suédoises	Francs suisses	Schillings
3,500,000.—.—	100.000.000.—	10.000.000.—	25.000.000.—	50.000.000.—
2,972,700.—.—	84.895.000.—	9.179.000.—	21.313.000.—	43.488.500.—

108,940. 4. 1	3.152.692,52	527.914,69	801.881,12	2.093.756,75
102,624.—. 9	2.924.050,80	319.831,99	735.136,22	1.918.163,73
627. 7. 1	23.520,03	—	3.842,41	—
325. 8.10	3.375,03	104.720,—	27.929,70	771.916,15
43,162. 1. 2	1.230.079,97	—	279.960,30	—
633.15.—	15.104,25	1.444,50	17.808,70	8.906,79
147. 9. 1	4.453,66	2.249,68	1.117,41	—
256,460. 6.—	7.353.306,26	956.160,86	1.867.675,86	4.792.743,42

105,382. 4. 5	2.922.015,85	321.265,—	755.179,05	1.964.755,84
627. 7. 1	23.520,03	—	3.842,41	—
283.—. 7	—	—	10.007,50	19.650,—
—	1.559,15	—	18.540,—	157.944,32
43,162. 1. 2	1.230.079,97	—	279.960,30	—
736.19.—	16.576,12	1.606,33	17.884,09	10.205,74
104,044.10.—	2.971.325,—	321.265,—	745.955,—	1.948.284,80
—	—	202.910,—	—	—
1,155.—.—	133.460,25	—	18.585,—	49.738,06
61.14. 8	1.976,76	104.885,—	20,46	630.989,47
1,007. 9. 1	52.793,13	4.229,53	17.702,05	11.175,19
256,460. 6.—	7.353.306,26	956.160,86	1.867.675,86	4.792.743,42

EMPRUNTS INTERNATIONAUX

pour lesquels la Banque est Trustee ou Agent Fiscal des Trustees

Fonds disponibles au 31 Mars 1937

	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 or			
FONDS DÉTENUS POUR:				
l'amortissement d'obligations	639.467,49	732,79	127.370,—	767.570,28
le service des intérêts — Pro- vision pour l'échéance du pro- chain coupon	—	—	3.084.267,39	3.084.267,39
les obligations sorties aux tirages, mais non encore présentées au remboursement	3.632,10	—	—	3.632,10
les coupons échus, mais non encore présentés	106.420,95	94.631,74	243.422,58	444.475,27
des postes divers	394.632,44	56.147,66	19.008,03	469.788,13
TOTAL .	1.144.152,98	151.512,19	3.474.068,—	4.769.733,17

L'ACCORD MONÉTAIRE TRIPARTITE

du 25 Septembre 1936.

**DÉCLARATION DU GOUVERNEMENT FRANÇAIS,
RELATIVE A L'ACCORD MONÉTAIRE**

conclu entre

LA FRANCE, LES ÉTATS-UNIS ET LA GRANDE-BRETAGNE.

25 Septembre 1936.

1. Le Gouvernement français, après s'être concerté avec le Gouvernement des Etats-Unis d'Amérique et le Gouvernement de la Grande-Bretagne, se joint à eux pour affirmer une volonté commune de sauvegarder la paix, de favoriser l'établissement des conditions qui pourront le mieux contribuer à restaurer l'ordre dans les relations économiques internationales, et de poursuivre une politique tendant à développer la prospérité dans le monde et à améliorer le niveau de vie des peuples.

2. Le Gouvernement des Etats-Unis d'Amérique et le Gouvernement de la Grande-Bretagne doivent naturellement, dans la politique monétaire internationale, tenir pleinement compte des exigences de la prospérité intérieure de la République américaine et de l'Empire britannique, de même que le Gouvernement français tiendra naturellement compte de considérations analogues en ce qui concerne l'économie de la métropole et des possessions d'outre-mer. Ils saisissent avec plaisir l'occasion qui leur est offerte de réaffirmer qu'ils entendent poursuivre la politique pratiquée par eux au cours des dernières années et dont un des objectifs constants est de maintenir le plus grand équilibre possible sur le marché international des changes et de ne rien négliger pour éviter qu'aucun trouble ne soit apporté dans cet équilibre du fait d'une action monétaire américaine ou britannique. Le Gouvernement français partage avec le Gouvernement des Etats-Unis d'Amérique et le Gouvernement de la Grande-Bretagne la conviction que la continuation de cette politique coordonnée servira les buts généraux que tous les gouvernements devraient poursuivre.

3. Le Gouvernement français, considérant que la stabilité désirable des principales monnaies ne peut être assurée sur des bases solides sans que soit préalablement rétabli un équilibre durable entre les diverses économies, a décidé dans ce but de proposer à son Parlement l'ajustement de sa devise. Le Gouvernement des Etats-Unis d'Amérique et le Gouvernement de la Grande-Bretagne, dans l'espoir que seront ainsi établies des fondations plus solides pour la stabilité des relations économiques internationales, ont accueilli favorablement cette décision. Le Gouvernement des Etats-Unis d'Amérique, le Gouvernement de la Grande-Bretagne et le Gouvernement français déclarent qu'il est de leur intention d'user des moyens appropriés dont ils disposent pour éviter, dans toute la mesure du possible, que des troubles puissent affecter les bases nouvelles des changes résultant de l'ajustement envisagé. Il est entendu que

les consultations nécessaires seront assurées à cette fin avec les deux autres gouvernements et entre les instituts qualifiés.

4. Le Gouvernement français est au surplus convaincu, comme le Gouvernement des Etats-Unis d'Amérique et le Gouvernement de la Grande-Bretagne, que le succès de la politique définie ci-dessus est lié au développement du commerce international. En particulier, il attache la plus grande importance à ce qu'une action soit entreprise sans délai pour atténuer progressivement, en vue de leur abolition, les régimes actuels de contingents et de contrôle des changes.

5. Le Gouvernement français, comme le Gouvernement des Etats-Unis d'Amérique et le Gouvernement de la Grande-Bretagne, souhaite et sollicite la coopération des autres nations pour la réalisation de la politique formulée dans la présente déclaration. Il compte qu'aucun pays n'essayera d'obtenir un avantage de change déraisonnable et par là de contrecarrer l'effort qu'entendent poursuivre, pour restaurer des relations économiques plus stables, le Gouvernement des Etats-Unis d'Amérique, le Gouvernement de la Grande-Bretagne et le Gouvernement français.

DÉCLARATION DU GOUVERNEMENT DE LA GRANDE-BRETAGNE, RELATIVE A L'ACCORD MONÉTAIRE

conclu entre

LA GRANDE-BRETAGNE, LES ÉTATS-UNIS ET LA FRANCE. *

25 Septembre 1936.

Le Trésor britannique a fait la déclaration suivante:

1. Le Gouvernement de la Grande-Bretagne, après s'être concerté avec le Gouvernement des Etats-Unis d'Amérique et le Gouvernement français, se joint à eux pour affirmer une volonté commune de sauvegarder la paix, de favoriser l'établissement des conditions qui pourront le mieux contribuer à restaurer l'ordre dans les relations économiques internationales, et de poursuivre une politique tendant à développer la prospérité dans le monde et à améliorer le niveau de vie des peuples.

2. Le Gouvernement de la Grande-Bretagne doit naturellement, dans la politique monétaire internationale, tenir pleinement compte des exigences de la prospérité intérieure des pays de l'Empire britannique, de même que le Gouvernement français et le Gouvernement des Etats-Unis d'Amérique tiendront naturellement compte de considérations analogues. Ils saisissent avec plaisir l'occasion qui leur est offerte de réaffirmer qu'ils entendent poursuivre la politique pratiquée au cours des dernières années et dont un des objectifs constants est de maintenir le plus grand équilibre possible sur le marché international des changes et de ne rien négliger pour éviter qu'aucun trouble ne soit apporté dans cet équilibre du fait d'une action monétaire britannique. Le Gouvernement de la Grande-Bretagne partage avec le Gouvernement français et le Gouvernement des Etats-Unis d'Amérique la conviction que la conti-

* Traduction.

uation de cette politique coordonnée servira les buts généraux que tous les gouvernements devraient poursuivre.

3. Le Gouvernement français, considérant que la stabilité désirable des principales monnaies ne peut être assurée sur des bases solides sans que soit préalablement rétabli un équilibre durable entre les diverses économies, informe le Gouvernement de la Grande-Bretagne qu'il a décidé, dans ce but, de proposer à son Parlement l'ajustement de sa devise. Le Gouvernement de la Grande-Bretagne et le Gouvernement des Etats-Unis d'Amérique, dans l'espoir que seront ainsi établies des fondations plus solides pour la stabilité des relations économiques internationales, ont accueilli favorablement cette décision. Le Gouvernement de la Grande-Bretagne, le Gouvernement des Etats-Unis d'Amérique et le Gouvernement français déclarent qu'il est de leur intention d'user des moyens appropriés dont ils disposent pour éviter, dans toute la mesure du possible, que des troubles puissent affecter les bases nouvelles des changes résultant de l'ajustement envisagé. Il est entendu que les consultations nécessaires seront assurées à cette fin avec les deux autres gouvernements et entre les instituts qualifiés.

4. Le Gouvernement britannique est au surplus convaincu, comme le Gouvernement français et le Gouvernement des Etats-Unis d'Amérique, que le succès de la politique définie ci-dessus est lié au développement du commerce international. En particulier, il attache la plus grande importance à ce qu'une action soit entreprise sans délai pour atténuer progressivement, en vue de leur abolition, les régimes actuels de contingents et de contrôle des changes.

5. Le Gouvernement britannique, comme le Gouvernement français et le Gouvernement des Etats-Unis d'Amérique, souhaite et sollicite la coopération des autres nations pour la réalisation de la politique formulée dans la présente déclaration. Il compte qu'aucun pays n'essayera d'obtenir un avantage de change déraisonnable et par là de contrecarrer l'effort qu'entendent poursuivre, pour restaurer des relations économiques plus stables, les trois gouvernements.

DÉCLARATION DU SECRÉTAIRE DU TRÉSOR DES ÉTATS-UNIS, FAISANT CONNAÎTRE L'ACCORD MONÉTAIRE

conclu entre

LES ÉTATS-UNIS, LA FRANCE ET LA GRANDE-BRETAGNE.*

25 Septembre 1936.

Par ordre du Président, le Secrétaire du Trésor fait la déclaration suivante:

1. Le Gouvernement des Etats-Unis, après s'être concerté avec le Gouvernement français et le Gouvernement de la Grande-Bretagne, se joint à eux pour affirmer une volonté commune de sauvegarder la paix, de favoriser l'établissement des con-

* Traduction.

ditions qui pourront le mieux contribuer à restaurer l'ordre dans les relations économiques internationales, et de poursuivre une politique tendant à développer la prospérité dans le monde et à améliorer le niveau de vie des peuples.

2. Le Gouvernement des Etats-Unis d'Amérique doit naturellement, dans la politique monétaire internationale, tenir pleinement compte des exigences de la prospérité intérieure de la République américaine, de même que le Gouvernement français et le Gouvernement de la Grande-Bretagne tiendront naturellement compte de considérations analogues.

Il saisit avec plaisir l'occasion qui lui est offerte de réaffirmer qu'il entend poursuivre la politique pratiquée au cours des dernières années et dont un des objectifs constants est de maintenir le plus grand équilibre possible sur le marché international des changes et de ne rien négliger pour éviter qu'aucun trouble ne soit apporté dans cet équilibre du fait d'une action monétaire américaine. Le Gouvernement des Etats-Unis d'Amérique partage avec le Gouvernement français et le Gouvernement de la Grande-Bretagne la conviction que la continuation de cette politique coordonnée servira les buts généraux que tous les gouvernements devraient poursuivre.

3. Le Gouvernement français, considérant que la stabilité désirable des principales monnaies ne peut être assurée sur des bases solides sans que soit préalablement rétabli un équilibre durable entre les diverses économies, a décidé dans ce but de proposer à son Parlement l'ajustement de sa devise. Le Gouvernement des Etats-Unis d'Amérique et le Gouvernement de la Grande-Bretagne, dans l'espoir que seront ainsi établies des fondations plus solides pour la stabilité des relations économiques internationales, ont accueilli favorablement cette décision. Le Gouvernement des Etats-Unis d'Amérique, le Gouvernement de la Grande-Bretagne et le Gouvernement français déclarent qu'il est de leur intention d'user des moyens appropriés dont ils disposent pour éviter, dans toute la mesure du possible, que des troubles puissent affecter les bases nouvelles des changes résultant de l'ajustement envisagé. Il est entendu que les consultations nécessaires seront assurées à cette fin avec les deux autres gouvernements et entre les instituts qualifiés.

4. Le Gouvernement des Etats-Unis d'Amérique est au surplus convaincu, comme le Gouvernement français et le Gouvernement de la Grande-Bretagne, que le succès de la politique définie ci-dessus est lié au développement du commerce international. En particulier, il attache la plus grande importance à ce qu'une action soit entreprise sans délai pour atténuer progressivement, en vue de leur abolition, les régimes actuels de contingents et de contrôle des changes.

5. Le Gouvernement des Etats-Unis d'Amérique, comme le Gouvernement français et le Gouvernement de la Grande-Bretagne, souhaite et sollicite la coopération des autres nations pour la réalisation de la politique formulée dans la présente déclaration. Il compte qu'aucun pays n'essayera d'obtenir un avantage de change déraisonnable et par là de contrecarrer l'effort qu'entendent poursuivre, pour restaurer des relations économiques plus stables, les trois gouvernements.

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.
Hisakira Kano, Londres.
Emile Labeyrie, Paris.
Sir Otto Niemeyer, Londres.
Montagu Collet Norman, Londres.
Dr. Paul Reusch, Oberhausen (Rheinland).
Ivar Rooth, Stockholm.
Dr. Hjalmar Schacht, Berlin.
Kurt Freiherr von Schroeder, Cologne.
Seijiro Yanagita, Londres.

Suppléants

Cameron Cobbold, Londres.
Pierre Fournier, Paris.
Albert Goffin, Bruxelles.
Dott. Pasquale Troise ou } Rome.
Dott. Mario Pennachio, }
Dr. Wilhelm Voëke 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.
Dott. R. Pilotti	Secrétaire Général.
Marcel van Zeeland	Directeur.

3 Mai 1937.