

**BANQUE DES  
RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX**

**CINQUIÈME RAPPORT ANNUEL**

**1<sup>ER</sup> AVRIL 1934 — 31 MARS 1935**

**BÂLE**

**13 Mai 1935**

## TABLE DES MATIÈRES

	Pages
I. Introduction . . . . .	5
II. Cours des changes, mouvements des prix et commerce extérieur . .	8
III. a) Production et mouvements d'or . . . . .	17
b) Aspects de la nouvelle politique de l'argent-métal . . . . .	33
IV. a) Endettement international à court terme . . . . .	39
b) Tendance des taux d'intérêt; conversion et remboursement des emprunts intérieurs et extérieurs . . . . .	46
V. a) Coopération des Banques Centrales . . . . .	53
b) Faits récents affectant les Banques Centrales et les banques privées	63
VI. Fonctions de Mandataire (Trustee) et d'Agent Fiscal exercées par la Banque:	
a) Emprunts internationaux de Gouvernements . . . . .	73
b) Paiements d'annuités à effectuer par les Gouvernements . . . . .	81
c) Règlement financier du rattachement de la Sarre à l'Allemagne . .	82
VII. Dépôts et Placements; bénéfices nets; réserves, dividendes et autres répartitions de bénéfices; changements dans le Conseil d'Administration et dans la Direction de la Banque . . . . .	85
VIII. Conclusion . . . . .	92

## 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 1935.
- III. Compte de Profits et Pertes et Compte d'Affectation du Bénéfice Net pour l'exercice social prenant fin le 31 mars 1935.
- IV. Agent Fiscal des Trustees de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924:
  - a) Etat des Recettes et des Paiements pour la dixième année de l'Emprunt.
  - b) Etat indiquant les Fonds entre les mains des Dépositaires au 15 octobre 1934.

- V. Trustee de l'Emprunt International 5 1/2 % 1930 du Gouvernement Allemand:  
a) Etat des Recettes et des Paiements pour la quatrième année de l'Emprunt.  
b) Etat indiquant les Fonds entre les mains des Dépositaires au 1<sup>er</sup> juin 1934.
- VI. Trustee de l'Emprunt International 5 1/2 % 1930 du Gouvernement Allemand —  
Relevé en cours d'exercice des Recettes et des Paiements pour le semestre  
ayant pris fin le 1<sup>er</sup> décembre 1934.
- VII. Trustee de l'Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930:  
a) Etat des Recettes et des Paiements pour la quatrième année de l'Emprunt.  
b) Etat indiquant les Fonds entre les mains des Dépositaires au 30 juin 1934.
- VIII. 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 1934.
- IX. Emprunts Internationaux pour lesquels la Banque est Trustee ou Agent Fiscal  
des Trustees — Fonds en caisse au 31 mars 1935.
- X. Trustee des Gouvernements Créanciers pour les annuités payables par l'Alle-  
magne — Etat des Recettes et des Paiements pour la période du 1<sup>er</sup> avril 1934  
au 31 mars 1935.

# CINQUIÈME RAPPORT ANNUEL

A L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DE LA  
BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

Bâle, le 13 Mai 1935.

Messieurs,

J'ai l'honneur de soumettre à votre approbation le Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif aux opérations du cinquième exercice social, couvrant la période du 1er avril 1934 au 31 mars 1935.

Les résultats des opérations effectuées par la Banque au cours de cet exercice — à peu de chose près identiques à ceux de l'année financière précédente — sont présentés au chapitre VII de ce Rapport qui propose, en même temps, à la présente Assemblée générale de voter, comme les années précédentes, le dividende annuel de 6 % après avoir substantiellement accru les réserves statutaires.

Il y aura bientôt quatre ans que la crise financière a éclaté, et l'univers ne cesse de souffrir de l'inquiétude et de l'incertitude provoquées par l'instabilité des régimes monétaires. Il en résulte pour le commerce mondial des difficultés dont l'importance se mesure, dans tous les pays, au pourcentage élevé du chômage dans ces branches de l'industrie nationale dont l'activité est en grande partie entretenue par les commandes étrangères. Nombreux sont les pays qui, par des mesures proprement nationales, on su donner à leur vie économique intérieure un nouvel et incontestable essor; mais toute cette activité, artificiellement créée, risque de ne pouvoir s'équilibrer tant que des restrictions d'ordre international s'opposeront aux politiques nationales d'expansion.

Les variations dans les cours de change d'un très grand nombre de monnaies, et particulièrement de certaines des monnaies les plus importantes, rendent difficile, sinon impossible, la conclusion journalière de toutes transactions commerciales ou financières qui s'expriment en plus d'une seule monnaie.

Le chapitre II indique l'ampleur surprenante de ces variations prohibitives. Modifications de tarifs, contingentements, clearings, restrictions au commerce des devises, accords de compensations et autres accords de même nature, telles sont les mesures tendant toutes à paralyser les échanges internationaux de marchandises, de services ou de capitaux, qui accompagnent inévitablement les conditions monétaires chaotiques

de l'époque actuelle. Pendant les douze derniers mois, le désordre s'est accentué, à la suite, notamment, de la nouvelle baisse, par rapport à l'or, de la livre sterling et des monnaies qui suivent son sillage, de la dévaluation du belga, de la politique de l'argent aux Etats-Unis et de l'énorme attraction que le marché américain continue d'exercer sur l'or.

A mesure que le temps passe, il est de plus en plus évident qu'il serait vain d'espérer un rétablissement fondamental durable sans qu'une stabilisation générale préalable, tout au moins des principales monnaies, soit un fait accompli. Quand on aura fait le total des progrès intérieurs qu'ont pu réaliser quelques pays à monnaie dépréciée, on constatera que les chômeurs y sont quand même encore deux fois plus nombreux que pendant les années 1927 et 1928, époque où ces pays, vivant sous le régime de l'étalon-or, bénéficiaient de cours de change stables. Lentement, des milieux de plus en plus nombreux commencent à comprendre qu'un progrès économique ne peut se maintenir que s'il est créé des possibilités de reprise pour le commerce international et pour de saines relations financières internationales, conditions préalables qui exigent à leur tour la stabilité des changes. Or, dans le domaine de la politique pratique, stabilité des changes signifie stabilisation des monnaies sur la base de l'or. On a parfois exprimé la crainte que le rattachement d'une monnaie à l'or n'amenât une baisse des prix et ne nécessitât l'adoption de mesures de déflation. Dans les circonstances actuelles, tout, au contraire, donne à croire que les résultats seraient inverses. Le rendement considérable des mines d'or, dont la production établit chaque année un nouveau record; la masse d'or thésaurisé qui sera remise en circulation, une fois la confiance rétablie; l'énorme accroissement en valeur nominale, consécutif à la réévaluation des stocks monétaires qui servent de base au crédit; et, dans tous les pays, le niveau actuellement très bas des prix-or: tout justifie l'espoir qu'une stabilisation des principales monnaies encore fluctuantes aurait pour conséquence probable une hausse des prix-or bien plutôt qu'une baisse. Lorsque, dans l'intérêt du relèvement général, le monde décidera — ce qu'il ne devrait pas tarder à faire — de revenir à la stabilité des changes et de renoncer à la guerre monétaire internationale, le champ sera libre pour une «collaboration constructive» des banques centrales, au sens véritable de ce terme, en vue de maintenir cette stabilité et de coopérer librement, en suivant, entre autres, les principes indiqués au chapitre V du présent Rapport. Se tenant prête, de son côté, si le désir en est exprimé, à joindre ses efforts à ceux des banques centrales pour les aider à élaborer un programme de stabilisation et à améliorer le fonctionnement d'un système monétaire international rétabli sur la base de l'or, la Banque des Règlements Internationaux pourra atteindre les objectifs qui lui ont été assignés et réaliser les aspirations qui ont présidé à sa création.

Les pages qui suivent passent en revue, en les considérant du point de vue monétaire et financier international, quelques-uns des événements principaux qui ont

caractérisé l'année; elles insistent plus particulièrement sur les faits qui intéressent la reprise d'un étalon-or international, la stabilisation des devises, les changements qui présentent de l'importance pour les banques centrales, la situation des crédits internationaux à court terme, la réduction ou la conversion des dettes à long terme et l'évolution des taux d'intérêts, et, pour finir, sur certains autres événements importants de caractère financier intervenus pendant l'année. Le chapitre VI contient un résumé des stipulations financières du règlement de la Sarre à l'exécution desquelles la Banque est intimement liée; il passe également en revue les faits nouveaux qui concernent les emprunts internationaux dont la Banque est Trustee (Mandataire) ou Agent Fiscal.

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

Lorsqu'en septembre 1931 la Grande-Bretagne suspendit les paiements en or et qu'un certain nombre d'autres pays adoptèrent une attitude semblable, les autorités monétaires de ces marchés s'abstinrent d'intervenir et aucune mesure n'empêcha, en général, le cours des monnaies atteintes par la dépréciation de subir des fluctuations sur les divers marchés des changes. On ne tarda pas cependant à constater les nombreux inconvénients de cette inaction; les fluctuations dans les cours du change avaient, en effet, tendance à prendre des proportions relativement considérables, et les milieux commerciaux et industriels en éprouvaient une grande inquiétude. Les forces qui, dans un pays à étalon-or, apportent aux cours des changes, dans les limites des points d'or, les correctifs nécessaires, cessèrent d'agir. Dans les pays où le mécanisme des points d'entrée et de sortie de l'or fixe le point au delà duquel la monnaie ne peut s'écarter de la parité, les capitaux des pays étrangers seront attirés lorsque la devise touchera le point d'entrée de l'or ou s'en approchera. Encore faut-il, pour que cette attraction s'exerce, qu'une stabilité foncière de la monnaie permette au capitaliste d'espérer retirer ses fonds du marché à un cours favorable dans les limites des points d'or. Sans cette garantie du maintien de la valeur de la monnaie, le mécanisme ne fonctionne pas; il pourrait tout au plus arriver qu'un spéculateur, tablant sur un revirement des cours, se hasardât à transférer provisoirement ses fonds en une devise faible, à condition toutefois qu'il soit tenté par une marge de bénéfices considérable, c'est-à-dire qu'on doit enregistrer une baisse accentuée des cours des changes avant que les fonds ne soient attirés. Il est vraisemblable, toutefois, qu'une baisse d'une pareille amplitude est en elle-même de nature à effrayer les détenteurs inquiets au point de les inciter à retirer du marché leurs disponibilités et leurs titres; des forces entrent ainsi en jeu qui, loin de contrarier les fluctuations des cours du change, tendent, au contraire, à les accentuer. En effet, les monnaies non contrôlées offrent un point vulnérable: tout mouvement, saisonnier ou autre, acquiert spontanément une certaine puissance d'accélération. C'est pour ces raisons que, dans les pays qui ont suspendu l'étalon-or, la banque centrale ou toute institution spécialement affectée au contrôle des changes a été rapidement chargée d'essayer d'en atténuer les fluctuations temporaires.

Presque tous les pays ont adopté, dans la surveillance quotidienne de la valeur de change de leur monnaie, un principe défini de contrôle qui permet de les diviser en deux groupes principaux. Le premier de ces groupes est formé par les pays

dont les cours de change sont maintenus dans une relation stable par rapport à l'or, soit directement, au moyen de ventes et d'achats d'or effectués à cet effet par la banque centrale, soit indirectement, par l'intermédiaire d'une autre monnaie-or par rapport à laquelle la stabilité des cours est maintenue. Ce groupe est beaucoup plus étendu que le groupe du « bloc-or » proprement dit. Le dinar yougoslave, par exemple, a perdu 23% environ de sa valeur, d'après la cote de Zurich, mais, depuis plus de deux ans, ce cours a été maintenu stable, dans des limites très étroites, qui ne dépassent pas la marge normale des points d'entrée et de sortie de l'or. De même, le taux déprécié de la drachme grecque est resté stable, pendant plus de deux années, par rapport à l'or, ses cours de change étant déterminés d'après les cours du franc français. Dans les pays où un contrôle des changes a été introduit, il peut arriver que plusieurs cours soient cotés et que le cours officiel ne soit pas toujours le cours le plus appliqué. Il existe, par conséquent, certains cas douteux, mais cette réserve faite, la liste ci-après, qui n'est peut-être pas absolument complète, indique les pays dans lesquels la cote la plus représentative des cours du change est maintenue stable, soit directement, soit indirectement, par rapport à l'or. En dehors de la France où la délivrance libre de l'or a été pleinement maintenue et en dehors des autres pays qui continuent à appartenir au « bloc-or », la Hollande, l'Italie, la Pologne et la Suisse, ce sont l'Albanie, l'Allemagne, la Belgique, la Bulgarie, Cuba, Dantzig, l'Espagne, les Etats-Unis d'Amérique, la Grèce, l'Iran, la Lettonie, la Lithuanie, le Mexique, la Roumanie, la Tchécoslovaquie, la Turquie, l'Uruguay et la Yougoslavie. Dans certains de ces pays, la stabilité du change n'a été maintenue qu'avec difficulté et il s'est parfois produit de légères variations.

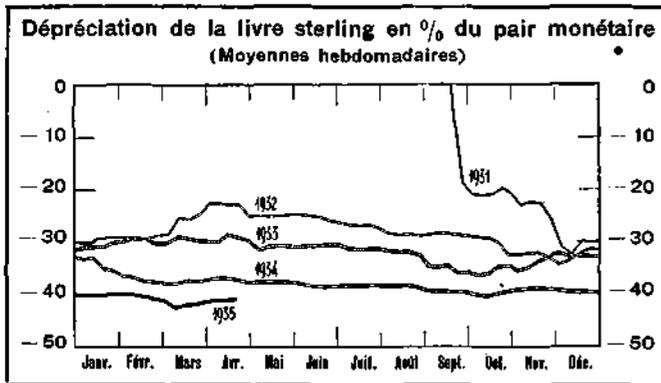
L'autre groupe important comprend la Grande-Bretagne et les pays dont les monnaies, par suite de leur politique de change, suivent plus ou moins les mouvements de la livre sterling. Font partie de ce groupe: l'Afrique du Sud, l'Argentine, l'Australie, la Bolivie, le Brésil, la Colombie, le Danemark, les Détroits, l'Égypte, l'Esthonie, la Finlande, la Grande-Bretagne, l'Inde, l'État Libre d'Irlande, le Japon, la Norvège, la Nouvelle-Zélande, le Paraguay, le Portugal, le Siam, la Suède, et les colonies britanniques. En dehors de la Grande-Bretagne elle-même, les seules nations européennes du groupe sterling sont la Finlande, l'Esthonie, le Portugal et les trois pays scandinaves.

Il reste relativement peu de pays en dehors de ces deux groupes: les trois États dont la monnaie est rattachée à l'argent — la Chine, Hong-Kong et le Mandchoukouo, qui suivent leur propre destinée; la Hongrie qui conserve officiellement le pengö or, tout en admettant, en vertu d'arrangements de clearing, le règlement de la plupart de ses transactions commerciales à des cours dépréciés; le Canada, qui a une situation à part et n'est rigoureusement rattaché ni à l'or ni à la livre sterling; et certains pays de l'Amérique du Sud qu'il est difficile de classer, du fait principalement que les restrictions de change ont été au moins partiellement levées

l'année dernière, ce qui a, dans certains cas, amené une modification technique plutôt que réelle dans la cotation des cours des changes.

D'un point de vue pratique, le principal problème pour rétablir dans le monde la stabilité des changes se ramène donc à l'établissement d'un rapport stable entre la livre sterling, d'une part, le dollar et le franc français rattachés à l'or, d'autre part.

Le graphique ci-après indique les fluctuations du cours de change de la livre sterling depuis le mois de septembre 1931.



On constate que le cours de la livre sterling a baissé d'année en année. L'écart maximum entre les deux cours extrêmes de la monnaie, pendant l'année qui va du mois de mars 1934 au mois de mars 1935, a été d'environ 10 %. Il est impossible que des fluctuations de cette ampleur ne provoquent pas de très fortes perturbations, non

seulement parce que la livre sterling est, dans le monde entier, la monnaie la plus utilisée pour le règlement des paiements internationaux, mais également parce que le commerce extérieur des pays compris dans le groupe sterling représente 35 % environ du volume du commerce mondial.

On sait que le Fonds britannique d'égalisation des changes a utilisé, pendant l'année, un important montant d'or pour soutenir les cours de la livre sterling. Ce n'est pas en automne, au moment où la pression saisonnière est d'habitude la plus accentuée, mais pendant la première quinzaine de mars 1935, que les cours ont atteint leur minimum. De grandes quantités de titres détenus par des étrangers ont été vendues, à ce moment, à la Bourse de Londres, et le produit converti en devises étrangères. La crainte d'une nouvelle chute de la devise provoqua également une concentration marquée d'achats de devises pour compte commercial qui dura quelques jours, alors qu'en temps normal ces achats se seraient échelonnés sur le même nombre de semaines. Par ailleurs, il semble que le montant total des livres sterling à court terme détenues par des étrangers n'ait accusé aucune diminution sensible.

Les variations dans le cours des changes depuis le début de la crise actuelle en 1929, s'échelonnent de zéro à 75 %.

Dans certains pays, les monnaies ont effectivement conservé la valeur-or qu'elles avaient en 1929; c'est le cas de l'Albanie, de la Bulgarie, de la France, de la Hollande, de l'Italie, de la Lettonie, de la Lithuanie, de la Pologne, de la Roumanie, de la Suisse et de la Turquie. En ce qui concerne l'Allemagne, on peut acheter des marks au-dessous du pair sur les marchés étrangers pour des fins spéciales, telles

que, par exemple, les dépenses des touristes, mais lorsqu'il s'agit de transactions commerciales proprement dites et d'opérations financières courantes, la grande majorité des paiements doit être effectuée au moyen de marks achetés au pair.

De l'année 1929 au mois de mars 1935, les monnaies des pays suivants ont subi, par rapport au pair, une dépréciation inférieure à 30 %:

Tchécoslovaquie . . . . .	16 %
Vénézuéla . . . . .	19 %
Autriche . . . . .	22 %
Yougoslavie . . . . .	23 %
Belgique . . . . .	28 %

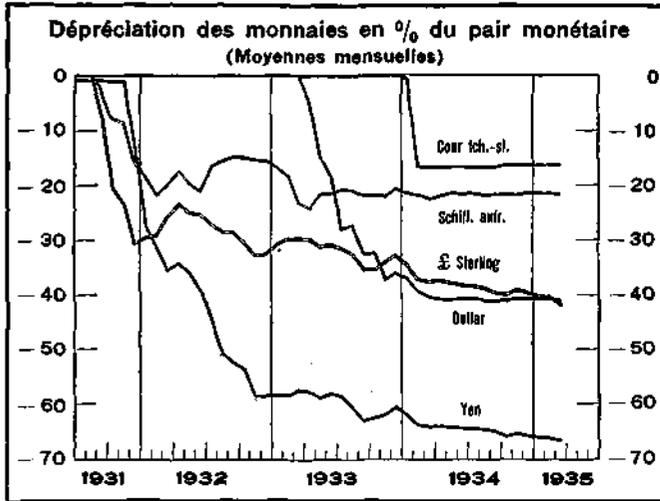
Les monnaies des pays suivants ont subi, soit par rapport à l'or, soit, dans les cas où il n'a pas été fixé de parité après la guerre, entre l'année 1929 et le mois de mars 1935, une dépréciation d'au moins 40 %:

Canada . . . . .	41 %	Finlande . . . . .	50 %
Cuba . . . . .	41 %	Danemark . . . . .	52 %
Egypte . . . . .	41 %	Uruguay . . . . .	52 %
État Libre d'Irlande . . . . .	41 %	Iran . . . . .	53 %
Etats-Unis d'Amérique . . . . .	41 %	Australie . . . . .	54 %
Grande-Bretagne . . . . .	41 %	Nouvelle-Zélande . . . . .	54 %
Siam . . . . .	41 %	Grèce . . . . .	57 %
Dantzig . . . . .	42 %	Bolivie . . . . .	59 %
Esthonie . . . . .	42 %	Argentine . . . . .	65 %
Inde (Calcutta) . . . . .	42 %	Japon . . . . .	66 %
Portugal . . . . .	42 %	Colombie . . . . .	67 %
Afrique du Sud . . . . .	43 %	Mexique . . . . .	67 %
Espagne . . . . .	44 %	Brésil . . . . .	68 %
Suède . . . . .	45 %	Equateur . . . . .	73 %
Norvège . . . . .	46 %	Chili . . . . .	75 %
Pérou . . . . .	48 %		

Au printemps de 1935, la valeur-or de deux monnaies a été modifiée: le belga a été dévalué de 28 %, à partir du 1<sup>er</sup> avril 1935, et le florin dantzikoïse de 42,4 %, à partir du 2 mai 1935.

Le graphique ci-après indique les fluctuations de certains cours de change caractéristiques depuis 1931.

Les variations survenues dans le cours des changes ont radicalement modifié la valeur-or des billets en circulation et des engagements à vue des banques centrales dans les pays à monnaies dépréciées. La Délégation de l'Or de la Société des Nations a calculé que la valeur globale des billets en circulation et des autres engagements



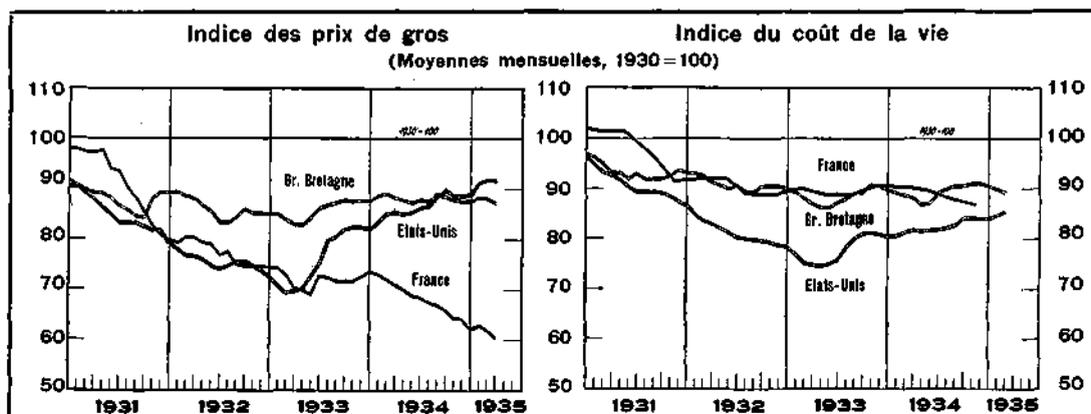
à vue des banques centrales et autres autorités monétaires, dans tous les pays, exception faite de la Russie, s'élevait, à la fin de 1929, à 22.450 millions de dollars or environ, contre un montant global de réserves-or de 10.780 millions. Par suite de la dépréciation monétaire, la valeur-or totale des billets en circulation et des engagements à vue, à la fin de 1934, calculée d'après les cours des changes de cette époque, était

approximativement de 19 milliards d'anciens dollars or, alors que les réserves-or se trouvaient portées à 13 milliards environ. Par conséquent, alors que le « pourcentage mondial de couverture-or », à la fin de 1929, s'élevait à 48 % environ, il serait presque de 70 % à la fin de 1934, si l'on calculait la valeur des réserves d'après les cours de change de cette époque.

Cette diminution dans la valeur de change d'un aussi grand nombre de monnaies, se superposant à une grave dépression économique, a naturellement eu des répercussions sur les mouvements des prix des marchandises, que ces prix soient exprimés en or ou dans les diverses monnaies nationales. Toutefois, il est très difficile de se faire une idée précise de l'ordre de causalité de ces phénomènes: dans quelle mesure les prix ont-ils été influencés par les cours des changes ou, au contraire, les cours des changes par les prix, ou encore, dans quelle mesure un troisième facteur, par exemple, la politique de crédit, les programmes de subsides accordés par les gouvernements, ou les dépenses publiques, a-t-il agi à la fois sur les changes et sur les prix? La valeur de change d'une monnaie est le résultat d'un ensemble complexe qui comprend tous les postes de la balance des paiements: échange des marchandises et des services (influencés eux-mêmes par le rapport entre le coût de production et les prix, les changements de tarifs, etc.), montants payables au titre d'intérêts et de dividendes, mouvements des capitaux déterminés par l'attitude du public à l'égard des prêts à l'étranger et, d'une façon générale, par les politiques de crédit.

Les graphiques ci-après indiquent, en monnaie nationale, l'évolution des prix de gros et du coût de la vie en France, en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis depuis 1931 jusqu'au début de 1935.

Pendant toute cette période, les prix et le coût de la vie se sont adaptés, en France, suivant une courbe descendante plus ou moins ininterrompue. En Grande-Bretagne, les prix de gros et le coût de la vie sont restés pratiquement stationnaires,

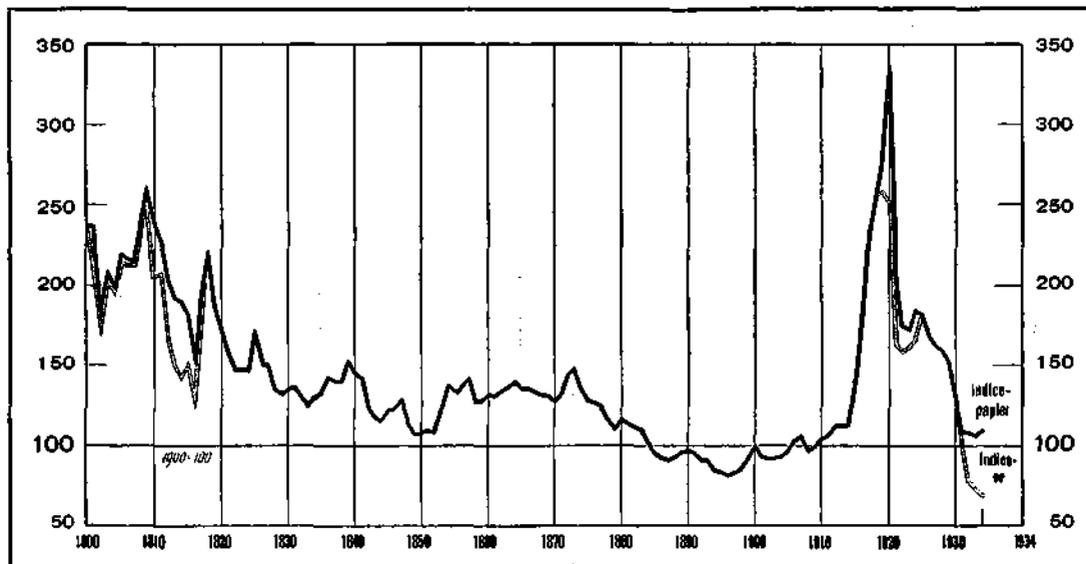


malgré la dépréciation de la livre et une politique d'expansion de crédits à bon marché. Aux États-Unis, au contraire, la dépréciation a déclenché une reprise accentuée des prix et un relèvement du coût de la vie. Ces divers mouvements ont influé sur les « cours économiques des changes » entre ces trois pays. Il est évident, par exemple, que la comparaison du coût de la vie et des prix entre la Grande-Bretagne et les États-Unis indiquait, au début de 1935, un « cours économique » beaucoup plus proche de l'ancienne parité de 4,86 dollars pour une livre sterling qu'au moment de la Conférence Monétaire et Economique, pendant l'été de 1933; c'est qu'en effet le coût de la vie et les prix se sont relevés en Amérique, pendant qu'ils restaient stationnaires en Grande-Bretagne.

Quant au niveau général des prix, les déclarations des gouvernements du groupe sterling et du Président des États-Unis, relatives à la monnaie, prouvent que ces autorités sont en faveur d'un relèvement des prix qui correspondrait davantage aux coûts existants et à l'endettement actuel. Dans ces conditions, il peut être intéressant de reproduire le graphique ci-après qui indique l'évolution des prix de gros en Grande-Bretagne depuis l'année 1800\*).

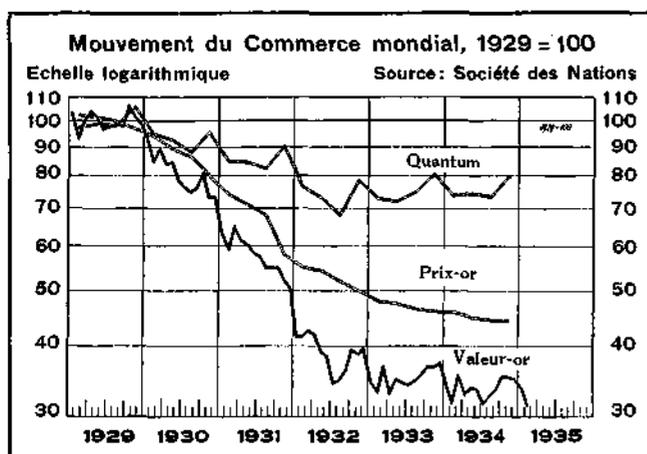
On voit que, sur une base-or, le niveau actuel des prix en Grande-Bretagne est de 15 % environ inférieur au minimum antérieurement constaté depuis 1800. Etant donné l'importance de la production actuelle des mines d'or, l'ampleur des réserves monétaires (en particulier aux cours actuels des changes) et le montant d'or thésaurisé susceptible d'être libéré une fois la stabilisation réalisée, il serait étrange, en vérité, qu'après un retour général à l'or les prix n'eussent pas tendance à se relever. Un tel relèvement des prix faciliterait les ajustements intérieurs de l'économie nationale des divers pays et aiderait, en outre, à éliminer les déséquilibres dans les rapports économiques entre différents pays. Une des principales raisons pour lesquelles l'étalon-or a relativement si bien fonctionné avant la guerre est que les

\*) Le graphique des prix en livres sterling est emprunté à l'article de Sir Walter T. Layton and Geoffrey Crowther paru sous le titre: « Introduction à l'étude des prix », Londres 1935.



coûts de production et les prix, dans les divers pays, se trouvaient alors adaptés aux nécessités de l'étalon monétaire, si bien que les relations commerciales n'étaient pas troublées lorsque la monnaie d'un grand pays était sérieusement sous-évaluée ou au contraire surévaluée.

Le tableau ci-après indique le mouvement du commerce mondial exprimé en valeur-or et en volume, depuis l'année 1929 jusqu'au début de 1935.



L'année 1934 n'a apporté aucune augmentation dans le commerce des marchandises, s'il est mesuré en valeur-or, mais s'il est exprimé en monnaies nationales et en volume, une légère amélioration s'est produite. Cette amélioration résulte d'une augmentation dans les échanges commerciaux entre les pays à monnaies dépréciées. A considérer les deux principales nations créancières, la

Grande-Bretagne a eu un excédent d'importations plus élevé, et les Etats-Unis un excédent d'exportations plus élevé qu'en 1933.

La conclusion d'un certain nombre d'accords de clearing entre le Gouvernement allemand et les gouvernements de divers pays créanciers a constitué un élément important de l'évolution de la situation. Elle a eu pour effet immédiat une réduction du «commerce triangulaire» qui s'est traduite par une tendance à la concentration des

achats allemands à l'étranger sur les marchés des pays avec lesquels des clearings avaient été conclus; il en est résulté que le solde en faveur de l'Allemagne dans ses relations avec ces pays a non seulement diminué, mais que, dans certains cas, il est devenu passif. Il se peut que, parfois, les arrangements de clearing aient permis de maintenir tout au moins un certain volume de commerce, en particulier avec les pays où les restrictions sévères des échanges de devises auraient autrement constitué un obstacle presque insurmontable. Mais, lorsque le système va jusqu'à régir les relations commerciales de quelques-uns des principaux pays, il se produit nécessairement une dislocation violente des courants commerciaux, une limitation dans le volume total du commerce mondial et une réduction du pouvoir global de faire face aux obligations financières envers l'étranger.

Ce commerce est aujourd'hui gêné par les tarifs, les contingents, les fluctuations des monnaies, les restrictions du commerce des devises, les accords de clearing et autres obstacles. Pourtant, le commerce international subsiste, et il ne faudrait pas sous-estimer la résistance dont il fait preuve devant les forces de désorganisation. Il est vrai que la valeur totale du commerce mondial, si on la calcule en valeur-or, a diminué de plus de 60 %, depuis 1929, et cette énorme diminution, en un petit nombre d'années, donne l'impression d'un repliement économique extrême; mais les statistiques du volume des échanges, qui donnent une plus fidèle image de l'importance de l'activité générale du commerce international que les statistiques de valeur, indiquent toutefois que le volume des marchandises exportées et importées n'a diminué que de 25 % depuis l'année record 1929, et qu'il atteint largement le niveau de 1913 — état de choses qui se trouve confirmé aussi par les statistiques du tonnage actuellement en service. A une époque où les obligations financières internationales sont tellement enchevêtrées, les économies nationales ne peuvent que difficilement supporter cette réduction de volume, surtout quand elle coïncide avec une aussi forte baisse des prix, mais les échanges de marchandises sont encore importants dans le monde entier, et le volume considérable de ce commerce demande, pour les paiements internationaux qu'il implique, un mécanisme approprié.

La restauration de la stabilité monétaire internationale se traduirait, selon toute probabilité, par une augmentation marquée dans le volume du commerce. La multiplication des tarifs, des contingents et des prohibitions, au cours de ces dernières années, est due en grande partie à la soudaineté des changements monétaires. On ne peut conserver qu'un très faible espoir de voir rétablir la liberté du commerce, tant que prévaudra l'incertitude monétaire présente, et il faut supprimer la cause du mal avant de pouvoir vaincre le mal lui-même. Après la guerre, au moment où la baisse des prix a été arrêtée et où les principales monnaies ont été stabilisées, il s'est produit un mouvement général de démobilisation économique: les interdictions d'importations et d'exportations ont été presque toutes abolies, en l'espace de quelques années, et les tarifs ont été réduits par des traités de commerce.

Si, dans le monde actuel, la stabilité des changes était réalisée au moyen d'un retour à l'or, il est probable qu'au lieu d'une baisse des prix, c'est une hausse que l'on constaterait, et cette hausse créerait des conditions favorables à un abaissement des barrières qui s'opposent au commerce. Une telle hausse signifierait que la valeur du commerce international, qu'elle fût exprimée en or ou en monnaies nationales, atteindrait un total plus élevé, et le paiement des dettes extérieures en serait facilité d'autant. En effet, les questions de politique des devises, de prix, de commerce extérieur et d'endettement international sont toutes étroitement apparentées.

De plus, le faible niveau de l'activité des industries exportatrices, dû, en particulier, au fait que l'étranger met plus d'obstacles à la vente des produits manufacturés qu'à celle des matières premières, aggrave le problème du chômage. Dans quelle mesure est-il sage d'encourager le commerce intérieur, lorsque l'on ne peut attendre une expansion du commerce extérieur? Faut-il, lentement et péniblement, prendre aux industries exportatrices une partie de leurs chômeurs et les occuper à l'approvisionnement du marché intérieur? Si une reprise réelle se produisait dans les échanges internationaux de marchandises, il en résulterait évidemment un grand soulagement. Les autorités compétentes, en examinant cette question, ne manqueront pas de se convaincre que, dans les circonstances actuelles, le rétablissement de la stabilité des changes serait de toute première importance comme stimulant du commerce mondial, et pourrait être le fil d'Ariane conduisant à la solution des problèmes intérieurs que l'isolement actuel rend insolubles.

### III. a) PRODUCTION ET MOUVEMENTS D'OR.

Au cours de l'année, la production d'or a atteint un nouveau chiffre record et la persistante régularité d'envois d'or exceptionnellement élevés de provenance hindoue et chinoise a exercé une heureuse influence générale; de plus, la thésaurisation par les particuliers, tout en continuant de s'accroître, a cependant moins entamé les stocks disponibles que pendant les années antérieures à la dépression. D'importants mouvements ont affecté les diverses réserves monétaires, tant en ce qui concerne les entrées que les sorties d'or; les Etats-Unis et la France s'en sont trouvés les principaux bénéficiaires. L'or nouvellement extrait a donc été grossir les réserves des pays qui se trouvaient détenir les stocks d'or les plus importants.

#### 1) PRODUCTION.

Pour la troisième année consécutive, la production d'or a atteint, en 1934, un nouveau record avec un montant d'environ 27,1 millions d'onces de fin, ce qui représente une augmentation de près de 7% par rapport à l'année antérieure. Le tableau ci-après indique la production mondiale d'or en 1915, année record avant 1932, et celle de toutes les années postérieures à 1922; les évaluations ont été faites sur la base des renseignements statistiques reçus des divers centres producteurs:

Année	Afrique du Sud	Etats-Unis d'Amérique * *	Canada	Russie	Autres pays producteurs	Total pour le monde	
						Milliers d'onces d'or fin	Millions de francs suisses
1915*	9.096	4.888	918	1.546	6.146	22.594	2.420
1923	9.149	2.503	1.233	438	4.463	17.786	1.905
1924	9.575	2.529	1.525	594	4.827	19.050	2.041
1925	9.598	2.412	1.736	693	4.592	19.031	2.039
1926	9.955	2.335	1.754	895	4.430	19.369	2.075
1927	10.122	2.197	1.853	810	4.464	19.446	2.083
1928	10.354	2.233	1.891	899	4.206	19.583	2.098
1929	10.412	2.208	1.928	1.085	3.952	19.585	2.098
1930	10.716	2.286	2.102	1.434	4.184	20.722	2.220
1931	10.878	2.396	2.694	1.701	4.701	22.370	2.396
1932	11.559	2.449	3.044	1.990	5.185	24.227	2.595
1933	11.014	2.537	2.949	2.816	6.062	25.378	2.719
1934	10.480	2.916	2.964	4.224	6.523	27.107	2.904

\* Année record avant les années 1932-1934.

\*\* Y compris les Philippines.

La même tendance que celle qui s'est manifestée au cours de l'année précédente a prévalu, en 1934, en ce qui concerne l'extraction d'or en Afrique du Sud; celle-ci a donc poursuivi sa régression malgré l'exploitation de mines nouvelles et une activité générale plus intensive. Une quantité de minerai plus grande qu'à aucune époque antérieure a, en effet, été broyée, et les recettes brutes, exprimées en livres, se sont également accrues en raison de l'augmentation des prix payés aux producteurs par la Banque de l'Afrique du Sud pour l'or nouvellement extrait — ces prix étant fixés chaque mois en fonction des cours du marché de Londres. La hausse des prix a rendu le traitement des minerais pauvres avantageux pour les sociétés minières; cette politique a, il est vrai, réduit d'un demi-million d'onces le rendement courant, mais elle prolonge la vie des mines et tend, par suite, à mieux assurer les approvisionnements futurs de métal jaune.

En Russie, la production a fait un bond important, augmentant de 50% de 1933 à 1934; à l'heure actuelle, elle correspond largement au quintuple des chiffres de 1927; cette avance rapide place la Russie au second rang des pays producteurs d'or. Ceci constitue naturellement un immense avantage pour la Russie qui, pendant une période de dépression et alors que de nombreuses restrictions font obstacle au commerce proprement dit, a pu de la sorte produire et exporter des quantités croissantes d'or représentant, du point de vue international, le plus liquide de tous les actifs. Pendant les quatre dernières années, les exportations d'or de la Russie sont évaluées, d'après ses livraisons à Berlin, à près d'un milliard de francs suisses; en même temps, l'endettement extérieur à court terme et à long terme de l'Union des Républiques Socialistes Soviétiques (qui avait atteint 3.750 millions à la fin de 1931) a été ramené de 2.300 millions de francs suisses à un montant pour ainsi dire négligeable.

Au Canada, la production d'or est restée pratiquement stationnaire, mais elle s'est notablement accrue aux Etats-Unis où elle a été stimulée par une augmentation de 69% du prix de l'or (passé de 20,67 dollars l'once de fin, ancien prix statutaire, à 35 dollars, nouveau prix). Dans la plupart des autres pays, on a enregistré une augmentation de production. Cette augmentation de la production a renforcé, sur les marchés étrangers, le pouvoir d'achat des pays producteurs et contribué à maintenir le volume du commerce mondial en général.

Les exportations d'or de l'Orient ont, en 1934, été à peu près identiques à celles de l'année précédente, tout en restant cependant très au-dessous du montant élevé atteint en 1932. Dans le tableau ci-après qui indique les exportations des quatre dernières années, l'or venant de Hong-Kong est indiqué séparément; il conviendrait d'observer, toutefois, que cet or est, dans sa presque totalité, originaire de Chine dont il est sorti en contrebande, par infraction aux dispositions de 1931 sur l'embargo de l'or.

Le montant total d'or disponible provenant à la fois des mines et de l'Orient, y compris une marge pour la contrebande, s'est élevé, en 1934, à 3.779 millions de francs suisses, soit de 230 millions supérieur au montant de l'année précédente et

Exportations nettes d'or	Inde	Chine	Hong-Kong	Total
	Millions de francs suisses			
1931 . . . . .	477	54	63	594
1932 . . . . .	1.014	118	59	1.191
1933 . . . . .	653	74	100	827
1934 . . . . .	703	54	68	825
Total . . . . .	2.847	300	290	3.437

pratiquement égal à celui de 1932, époque à laquelle la production était plus faible, mais les expéditions de l'Inde et de la Chine plus abondantes.

L'importance de ce chiffre record est d'autant plus grande que les besoins industriels de métal n'ont probablement pas été plus élevés, pendant l'année 1934, que le montant de l'or ancien restitué par le public. Les statistiques dont on dispose à l'heure actuelle, pour cette année, sembleraient indiquer que la situation en 1934 est semblable à celle de 1933, lorsqu'on évaluait les remises d'or à la contre-valeur de 130 millions de francs suisses aux Etats-Unis, de 170 millions en Italie et de 30 à 40 millions en Grande-Bretagne. Dans la mesure où il s'agit de ces trois pays, les quantités de métal ainsi remises ont été suffisantes à la fois pour couvrir leurs besoins industriels, très réduits pendant la dépression, et pour laisser un surplus à la disposition des autres pays. Il n'y a donc pas lieu d'effectuer une réduction du montant total d'or disponible indiqué ci-dessus pour tenir compte du métal utilisé pour les arts industriels.

L'attention s'est portée sur le fait qu'au lieu d'absorber une quantité considérable de l'or nouvellement extrait des mines (évaluée à 18,5% en moyenne pendant la période de 1890 à 1929), l'Orient a mis lui-même en abondance de l'or sur le marché. Devant ce renversement, la récupération d'or ancien pour satisfaire aux besoins industriels perd nécessairement de son importance; mais on ne se rend pas compte, en général, à quel point la situation s'est trouvée retournée: d'après les évaluations les plus sûres, l'industrie a utilisé, en moyenne, 36% de l'or nouvellement extrait des mines, pendant la période de 1835 à 1889, et 24% pendant la période de 1890 à 1929.

## 2) AFFLUX DE L'OR DANS LES STOCKS MONÉTAIRES.

Le tableau ci-après indique, pour chaque trimestre de l'année, l'or provenant des mines et de l'Orient, les changements intervenus dans les réserves de cinquante pays — y compris tous les pays ayant des réserves de quelque importance — et la différence entre l'augmentation des réserves-or et le total de l'or nouvellement disponible.

L'augmentation du montant total des réserves-or, détenues par les banques d'émission et les gouvernements, s'est élevée, en 1934, à 4.834 millions de francs suisses, ce qui constitue l'augmentation la plus forte qui ait jamais été enregistrée

1934	Production d'or	Or provenant de l'Inde, de la Chine et de Hong-Kong	Total d'or nouveau disponible	Accroissement net des réserves-or de 50 pays	Différence en plus (+) ou en moins (—) de l'accroissement des réserves-or par rapport au total d'or nouveau disponible
Premier trimestre	698	326	1.024	1.629	+ 605
Deuxième »	722	223	945	1.353	+ 408
Troisième »	735	121	856	1.114	+ 258
Quatrième »	749	205	954	738	— 216
Total pour 1934	2.904	875	3.779	4.834	+1.055

au cours d'une seule année. Contrairement à ce qui s'est passé pendant les premières années de la dépression, la tendance ne s'est pas modifiée par brusques à-coups en 1934, et l'ensemble des réserves-or fait apparaître un progrès ininterrompu à la fin de chaque mois. Il faut, toutefois, noter que les chiffres qui figurent dans le tableau se rapportent uniquement aux réserves-or, telles qu'elles sont publiées dans les situations officielles. Ils ne comprennent, par exemple, ni les réserves du Fonds britannique d'égalisation des changes, ni l'or, détenu à l'étranger, du Fonds américain de stabilisation des changes, ni certains montants non déclarés que les banques centrales conservent en dehors de leurs réserves statutaires.

L'augmentation, en cours d'année, des réserves d'or déclarées (ou visibles) est supérieure de plus d'un milliard de francs suisses au montant total d'or disponible provenant à la fois des mines et de l'Orient. Quelle a été la source de cet excédent? Rien ne prouve que la thésaurisation particulière ait restitué un montant net d'or, car même si une partie de l'or thésaurisé a été remise en circulation, notamment par l'Amérique, pendant les mois de février et de mars 1934, ce gain a été plus que contre-balancé par un accroissement de la thésaurisation sur le continent européen. Une certaine quantité d'or a, toutefois, été libérée par les stocks du Fonds britannique d'égalisation des changes qui a utilisé, au cours de l'année, des montants importants pour soutenir le cours de la livre sterling. Les réserves visibles d'or ont également augmenté du montant des achats d'or qui avaient été effectués par le Gouvernement américain, pendant le dernier trimestre de 1933 et le premier mois de 1934, à l'appui de sa politique d'abaissement progressif de la valeur-or du dollar; au total, il avait ainsi acheté pour 185 millions de dollars (à la nouvelle parité) et ce montant, équivalant à 566 millions de francs suisses, inclus dans le stock d'or du pays après la dévaluation, a figuré pour la première fois dans les situations à la fin de février 1934. On sait aujourd'hui que le Gouvernement des Etats-Unis et le Fonds britannique d'égalisation des changes avaient acheté de grandes quantités d'or en 1933; ces achats ont été inclus dans les

Réerves d'or des Banques d'Emission et des Gouvernements	31 Déc. 1933	31 Déc. 1934	Diminution (-) Augmentation (+)	31 mars 1935	Diminution (-) ou augmenta- tion (+) pendant le premier tri- mestre de 1935
	Millions de francs suisses				
<b>Groupe 1:</b>					
Allemagne . . . . .	567	188	- 379	190	+ 2
Italie . . . . .	1.934	1.585	- 349	1.589	+ 4
Pays-Bas . . . . .	1.921	1.754	- 167	1.624	- 130
Belgique . . . . .	1.970	1.805	- 165	1.628	- 177
Suisse . . . . .	1.998	1.910	- 88	1.713	- 197
Nouvelle-Zélande . . . . .	125	76	- 49	76	0
Suède . . . . .	514	488	- 26	489	+ 1
Colombie . . . . .	72	59	- 13	44*	- 15
Norvège . . . . .	199	187	- 12	187	0
Uruguay . . . . .	260	249	- 11	249*	0
Danzig . . . . .	30	24	- 6	20	- 4
Egypte . . . . .	171	165	- 6	165*	0
Argentine . . . . .	1.240	1.235	- 5	1.235	0
Yougoslavie . . . . .	164	163	- 1	116	- 47
<b>Total</b>	<b>11.165</b>	<b>9.888</b>	<b>- 1.277</b>	<b>9.325</b>	<b>- 563</b>
<b>Groupe 2:</b>					
Albanie . . . . .	7	7	0	7	0
Algérie . . . . .	43	43	0	43*	0
Australie . . . . .	13	13	0	13	0
Congo Belge . . . . .	9	9	0	9*	0
Bulgarie . . . . .	58	58	0	58	0
Danemark . . . . .	185	185	0	185	0
Finlande . . . . .	42	42	0	42	0
Hongrie . . . . .	71	71	0	71	0
Inde . . . . .	840	840	0	840	0
Lettonie . . . . .	46	46	0	46	0
Lithuanie . . . . .	27	27	0	24	- 3
Pérou . . . . .	60	60	0	60	0
<b>Total</b>	<b>1.401</b>	<b>1.401</b>	<b>0</b>	<b>1.398</b>	<b>- 3</b>
<b>Groupe 3:</b>					
Autriche . . . . .	138	139	+ 1	139	0
Equateur . . . . .	15	16	+ 1	16*	0
Maroc . . . . .	22	23	+ 1	23*	0
Estonie . . . . .	28	34	+ 6	35	+ 1
Turquie . . . . .	61	67	+ 6	68	+ 1
Espagne . . . . .	2.261	2.268	+ 7	2.269	+ 1
Canada . . . . .	658	669	+ 11	679*	+ 10
Indes Néerlandaises . . . . .	226	236	+ 10	245	+ 9
Roumanie . . . . .	307	319	+ 12	324	+ 5
Pologne . . . . .	276	293	+ 17	295	+ 2
Mexique . . . . .	46	70	+ 24	70	0
Chili . . . . .	54	80	+ 26	87	+ 7
Portugal . . . . .	177	208	+ 31	208	0
Royaume-Uni . . . . .	4.810	4.849	+ 39	4.856	+ 7
Tchécoslovaquie . . . . .	262	343	+ 81	343	0
Japon . . . . .	1.098	1.205	+ 107	1.219	+ 14
Russie . . . . .	2.155	2.277	+ 122	2.277*	0
Afrique du Sud . . . . .	432	562	+ 130	722	+ 160
France . . . . .	15.655	16.675	+ 1.020	16.779	+ 104
Etats-Unis . . . . .	20.793	25.216	+ 4.423	26.211	+ 995
<b>Total</b>	<b>49.474</b>	<b>55.549</b>	<b>+ 6.075</b>	<b>56,865</b>	<b>+ 1.316</b>
Autres pays** . . . . .	260	412	+ 152	412	0
<b>Total général**</b> . . . . .	<b>62.300</b>	<b>67.250</b>	<b>+ 4.950</b>	<b>68.000</b>	<b>+ 750</b>

\* Dernier chiffre connu. \*\* Obtenu en partie par évaluation. L'augmentation totale est légèrement supérieure à l'augmentation indiquée dans le tableau précédent du fait que ces données s'appliquent à plus de 50 pays.

3.012 millions de francs suisses mentionnés à la page 25 du Rapport de l'année dernière comme représentant la thésaurisation, c'est-à-dire la différence entre l'augmentation des réserves-or de 50 pays et le total net de l'or nouvellement disponible. La thésaurisation proprement dite par des particuliers, pendant l'année 1933, a donc été sensiblement inférieure à 3 milliards de francs suisses.

Pour montrer les changements intervenus dans les réserves monétaires, le tableau précédent (page 21) indique les stocks visibles de chaque pays à la fin des années 1933 et 1934 respectivement et à la fin du mois de mars 1935. Les pays ont été divisés en trois groupes: ceux dans lesquels les réserves-or ont diminué pendant l'année 1934 (groupe 1), ceux dans lesquels le volume des réserves n'a pas changé (groupe 2), et ceux dans lesquels une augmentation s'est produite (groupe 3).

Au cours de 1934, les Etats-Unis et la France ont bénéficié de la part du lion dans les mouvements d'or de l'année et seuls trois autres pays, l'Afrique du Sud, la Russie et le Japon, ont sensiblement accru leurs réserves.

L'augmentation du stock d'or déclaré des Etats-Unis, qui atteint, en 1934, un montant équivalant à 4.423 millions de francs suisses, constitue un fait tout spécial; elle est due, pour 3.465 millions de francs suisses (soit 1.132 millions de dollars) à l'excédent net des importations. Le tableau ci-après indique la répartition de ces importations entre les différents mois en même temps que les importations et les exportations d'argent.

Les importations d'or d'une ampleur exceptionnelle, qui ont suivi la dévaluation du dollar en février et en mars 1934, matérialisaient surtout le rapatriement aux Etats-Unis de capitaux qui avaient été exportés au cours des mois précédents, ainsi que la liquidation de l'importante position dollars à la baisse antérieurement constituée. La seule interruption qui se soit produite dans les entrées d'or a eu lieu pendant la seconde quinzaine du mois d'août et pendant le mois de septembre, bref intervalle pendant lequel des capitaux se sont dirigés vers l'Europe. Ce mouvement reflétait, d'une part, l'inquiétude qui s'est manifestée lorsque l'Administration a, le 9 août 1934, mis à exécution son programme d'achats d'argent et il était, d'autre part, la conséquence directe des achats extérieurs d'argent qui ont assuré aux marchés étrangers des disponibilités en dollars. Les deux derniers mois de l'année ont accusé de nouveau une forte reprise des importations d'or, due principalement à une demande accrue de dollars pour solder l'excédent des marchandises américaines exportées.

L'excédent des exportations commerciales des Etats-Unis s'est élevé à 478 millions de dollars pour toute l'année 1934; toutefois, comme les recettes des Etats-Unis provenant de placements à l'étranger ont été plus que compensées par les postes du débit, tels que dépenses des touristes américains, envois des immigrants à leurs familles restées à l'étranger, etc., il y a eu un excédent net en compte courant qui, d'après une première évaluation officielle de la balance des paiements du pays, s'est approximativement élevé à 375 millions de dollars. Dans ce cas, le règlement des articles courants de

Exportations et Importations d'or et d'argent des Etats-Unis	OR			ARGENT		
	Exportations	Importations	Excédent d'exportations (-) d'importations (+)	Exportations	Importations	Excédent d'exportations (-) d'importations (+)
	Milliers de dollars (nouvelle parité)					
<b>1934</b>						
Janvier . . . . .	7.983	3.296	— 4.687	1.454	6.083	+ 4.629
Février . . . . .	51	452.622	+ 452.571	734	2.128	+ 1,394
Mars . . . . .	44	237.380	+ 237.336	665	1.823	+ 1.158
Avril . . . . .	37	54.785	+ 54.748	1.425	1.955	+ 530
Mai . . . . .	1.780	35.362	+ 33.582	1.638	4.435	+ 2,797
Juin . . . . .	6.586	70.291	+ 63.705	2.404	5.431	+ 3.027
Juillet . . . . .	114	52.460	+ 52.346	1.789	2.458	+ 669
Août . . . . .	14.556	51.781	+ 37.225	1.741	21.926	+ 20.185
Septembre . . . . .	22.255	3.585	— 18.670	1.424	20.831	+ 19.407
Octobre . . . . .	2.173	13.010	+ 10.837	1.162	14.425	+ 13.263
Novembre . . . . .	310	121.199	+ 120.889	1.698	15.011	+ 13.313
Décembre . . . . .	140	92.249	+ 92.109	1.014	8.711	+ 7.697
<b>1935</b>						
Janvier . . . . .	363	149.755	+ 149.392	1.248	19.085	+ 17.837
Février . . . . .	46	122.817	+ 122.771	1.661	16.351	+ 14.690
Total pour six mois:						
<b>1934</b>						
Janvier-juin . . . . .	16.481	853.736	+ 837.255	8.320	21.855	+ 13.535
Juillet-décembre . . . . .	39.548	334.284	+ 294.736	8.828	83.362	+ 74.534
Total pour l'année de calendrier:						
<b>1934</b>						
Janvier-Décembre . . . . .	56.029	1.188.020	+ 1.131.991	17.148	105.217	+ 88.069

la balance des paiements n'a nécessité qu'un tiers des expéditions d'or à destination des Etats-Unis. D'ailleurs, les statistiques des deux premiers mois de l'année 1935 font ressortir un excédent de 20 millions de dollars seulement pour les exportations de marchandises, alors que les importations d'argent s'élèvent à 32 millions de dollars et les importations nettes d'or à 272 millions de dollars. Tout ceci montre que les mouvements de capitaux ont continué à être beaucoup plus importants que ceux qui découlent du trafic commercial, du paiement d'intérêts et d'autres postes semblables.

Pendant les deux premiers mois de 1935, les marchés des changes ont souffert d'une certaine nervosité en attendant de connaître la décision de la Cour Suprême dans la question de la clause-or. Il y eut une forte demande de dollars mais, en

raison de l'insécurité existante, les opérateurs professionnels hésitaient à expédier de l'or aux Etats-Unis. Pour remédier à la situation, le Fonds américain de stabilisation des changes procéda alors à des ventes de dollars, à Paris et à Londres, convertissant ensuite en or et en argent les francs français ou les livres sterling qu'il s'était procurés.

L'influence de ces grandes importations d'or se fit sentir dans l'accroissement des réserves supplémentaires des «member banks» qui passèrent de 768 millions de dollars, à la fin de 1933, à 2.200 millions de dollars à la fin de janvier 1935. Le Bulletin de la «Federal Reserve», de février 1935, exposait que l'augmentation, en 1934, des réserves des «member banks» était due surtout aux importations d'or, en contraste avec l'évolution de la situation au cours des deux années précédentes, pendant lesquelles les augmentations «ont principalement reflété les importants achats de titres du Gouvernement des Etats-Unis effectués sur le marché libre par les banques de Réserve Fédérale, achats qui ont permis aux «member banks» de réduire leurs emprunts auprès des banques de Réserve Fédérale et d'augmenter simultanément leurs réserves».

L'augmentation nette des réserves-or de la Banque de France, qui a atteint, pendant l'année 1934, 5.026 millions de francs français (soit 1.020 millions de francs suisses), résulte d'un certain nombre de mouvements divers, surtout de capitaux. En effet, bien que le déficit commercial ait été ramené de 9.950 millions de francs français, en 1933, à 5.240 millions en 1934, les recettes provenant des touristes et des placements à l'étranger, qui ont également fléchi, n'ont probablement pas laissé subsister un solde de la balance des paiements suffisant pour expliquer l'accroissement des réserves-or.

Pendant les premiers mois de l'année 1934, le marché de Paris a dû faire face à de lourdes sorties de capitaux, provoquées par la tension politique qui conduisit à la formation du Gouvernement national de M. Doumergue: entre le 29 décembre 1933 et le 2 mars 1934, la Banque de France a perdu de l'or pour une valeur de 3.170 millions de francs français. Toutefois, le mois de mars a vu ce mouvement se renverser: le public, en France, a commencé le rapatriement de ses dépôts à l'étranger, et ce rapatriement a pris parfois de très vastes proportions. Sous l'influence de la baisse du cours de la livre sterling, les Français détenteurs de titres britanniques les ont vendus pour acheter des francs français. Les déposants français effectuèrent également des retraits dans les banques suisses, et enfin des entrées de capitaux provenant d'autres pays du bloc-or se produisirent probablement aussi. Les transferts d'or entre les divers membres du bloc-or ne se reflètent entièrement, ni dans les modifications des réserves-or de leurs banques centrales respectives, ni dans les statistiques douanières. Aux pertes que font apparaître les réserves de la Banque Nationale Suisse s'ajoutent, par exemple, les réductions importantes des stocks des banques commerciales suisses, dont l'or a servi à faire face aux retraits de capitaux. D'autre part, les statistiques douanières ne tiennent pas compte des changements intervenus dans les stocks d'or conservés sous dossier à Paris pour le compte des banques centrales ou détenus par des banques privées.

Dans son rapport annuel de 1934, la Banque de France a souligné qu'elle n'a cherché à aucun moment à contrarier les mouvements d'or et que ceux-ci ont automatiquement exercé leurs effets naturels sur le taux de l'argent à court terme. On a pu, toutefois, observer que «les entrées d'or en 1934, comme les sorties de métal en 1933, ont agi à peu près exclusivement sur le marché monétaire. Elles n'ont exercé aucune influence ni sur le mouvement des prix, ni sur l'extension du crédit, ni sur le développement de l'activité économique».

Si l'augmentation du stock-or du Gouvernement des États-Unis et des réserves de la Banque de France a été la conséquence des mouvements généraux du commerce et des capitaux, l'augmentation qui est intervenue dans le stock-or de la Banque de Réserve de l'Afrique du Sud a été due, au contraire, à un changement délibéré dans la nature des actifs de cette banque, ainsi que le montre la comparaison suivante :

Or et livres sterling détenus par la Banque de Réserve de l'Afrique du Sud.

Fin de mois:	Déc. 1932	Déc. 1933	Déc. 1934	Mars 1935
	Millions de livres sud-africaines			
Réserves-or* — en Afrique du Sud	6,6	8,1	18,3	22,6
à l'étranger . . .	0,6	9,0	4,0	6,0
Portefeuille-livres sterling . . .	7,2	17,1	22,3	28,6
	0,0	18,9	10,5	6,6
Total . . . . .	7,2	36,0	32,8	35,2
Pourcentage d'or par rapport aux engagements à vue . . .	56,5	40,1	53,5	58,5

\* En livres or.

Le stock-or de la Banque a donc été renforcé dans le courant de l'année 1934 de 5,2 millions de livres or, soit environ 8,5 millions de livres sterling, augmentation qui correspond à une réduction de 8,5 millions de livres sterling dans le portefeuille de bons du Trésor britanniques. Par rapport aux années précédentes, la Banque a conservé une plus grande proportion de l'or acheté aux producteurs et, pour être en mesure d'agir ainsi, elle a fait appel à ses avoirs en livres sterling afin de faire face à ses engagements extérieurs et au paiement d'importations croissantes. En effet, les importations sont passées de 47,5 millions de livres sterling, en 1933, à 64,4 millions de livres sterling en 1934, tandis que les exportations de marchandises (or compris) sont tombées de 92,6 millions de livres sterling à 79,5 millions de livres sterling. Avant la dépression, la Banque de Réserve de l'Afrique du Sud avait pour habitude de garder en caisse un pourcentage d'environ 60 % de ses engagements. En 1933, elle a laissé tomber ce pourcentage à 40 %, et la loi sur la monnaie et

les devises (Currency and Exchanges Act) de 1933 a ramené la couverture statutaire de 40 % à 30 %, et porté de 25 % à 50 % le montant de la réserve qui peut être déposée à l'étranger.

Pendant l'année 1934, le stock-or de la Banque du Japon a augmenté de 107 millions de francs suisses, mais le total atteint à la fin de l'année restait inférieur à la moitié de ce qu'il avait été pendant la période de 1926 à 1929. Dans les autres pays, dont les monnaies sont plus ou moins solidaires de la livre sterling, les stocks-or n'accusent que peu de changements.

En 1934, la balance des paiements de la Grande-Bretagne a dû supporter, par rapport à l'année précédente, une augmentation du déficit de la balance commerciale s'élevant à 31,5 millions de livres sterling. Toutefois, cette augmentation a été pratiquement compensée par un meilleur rendement des recettes du fret, des placements extérieurs et des recettes du Gouvernement à l'étranger, de sorte que les articles courants sembleraient s'être presque équilibrés. Quant aux mouvements de capitaux, les seules statistiques publiées se rapportent aux nouveaux emprunts émis par l'étranger sur le marché de Londres; ceux-ci se sont élevés à 42 millions de livres sterling, en 1934, et ont vraisemblablement été plus que couverts par les montants employés à l'amortissement et aux remboursements à l'échéance d'emprunts contractés par l'étranger qui se sont élevés en 1933, d'après les évaluations, à 55 millions de livres sterling environ. D'après les statistiques de la balance des paiements de la Grande-Bretagne, telles qu'elles sont établies, l'équilibre aurait donc été virtuellement atteint.

Le marché des changes de Londres n'en a pas moins subi une pression, pendant la plus grande partie de l'année, et il semblerait que cette pression ait été surtout causée par des ventes occasionnelles de titres britanniques par des porteurs étrangers et un exode de capitaux appartenant à des étrangers; elle serait également due, dans une certaine mesure, à un solde déficitaire des postes courants de la balance des paiements pour l'ensemble des pays du bloc sterling dans ses rapports avec le reste du monde. Pour répondre à la demande de devises étrangères, le Fonds d'égalisation des changes a largement fait usage de ses ressources. Comparée à la réduction que ces opérations ont produite dans le stock-or de la Grande-Bretagne, la faible augmentation des réserves-or de la Banque d'Angleterre, qui s'est élevée à 1,6 million de livres sterling, présente surtout un intérêt du fait qu'elle souligne que, dans le système monétaire de ce pays, l'or n'a pas cessé de constituer la réserve de base.

Parmi les membres du bloc-or, l'Italie a, pour soutenir sa monnaie, fait le plus large appel à ses réserves-or qui sont tombées de 1.934 millions de francs suisses à 1.585 millions, au cours de l'année 1934. Pour diminuer la pression exercée sur ses réserves, le Gouvernement italien introduisit, en mai 1934, la réglementation des devises. En novembre, le taux d'escompte de la Banque d'Italie fut relevé de 3 à 4 % et, en décembre, des mesures de restrictions plus étendues furent imposées. (Le taux d'escompte a toutefois été ramené à 3 1/2 % en mars 1935.)

Le marché belge, de son côté, s'est trouvé exposé à un exode accentué de capitaux pendant les premiers mois de 1935, et, en mars 1935, fut introduit le contrôle des transactions de devises; à partir du 23 de ce même mois, le change du belga cessa d'être soutenu; le 1<sup>er</sup> avril 1935, sa valeur fut réduite de 28<sup>o</sup>/<sub>o</sub>; peu de temps après, les restrictions furent notablement atténuées et pratiquement supprimées à la fin d'avril.

Au début de 1934, la Reichsbank était, de toutes les banques centrales du monde, celle dont le pourcentage de couverture était le plus bas; tant en valeur relative qu'en valeur absolue, elle a néanmoins, au cours de l'année, effectué sur ses réserves-or des prélèvements plus élevés que ceux de toute autre banque centrale. Le minimum fut atteint le 23 juin, lorsque le total des réserves-or ne fut plus que de 76,5 millions de reichsmarks; vers la fin de l'année, il s'était relevé à 83,7 millions de reichsmarks, représentant un pourcentage de couverture de 2,1, après avoir subi une perte nette de 312 millions de reichsmarks pendant l'année. La recrudescence d'activité sur le marché intérieur a naturellement eu pour corollaire de nouvelles demandes de devises pour le paiement d'importations plus considérables; le renversement de la balance commerciale, par rapport aux années antérieures, a cependant été surtout la conséquence d'un nouveau fléchissement des exportations:

Balance du commerce extérieur de l'Allemagne	1933	1934	Augmentation (+) ou diminution (-) pendant l'année
	Millions de reichsmarks		
Exportations . . . . .	4.871	4.167	- 704
Importations . . . . .	4.203	4.451	+ 248
Solde . . . . .	+ 668	-284	

Le plus important poste «invisible» à l'actif de la balance des paiements, les recettes provenant du tourisme, est, en outre, destiné dans sa presque totalité au remboursement des dettes à court terme, en vertu de l'Accord de Standstill. Pour faire face à la situation, les autorités allemandes ont institué, le 4 septembre 1934, le régime connu sous le terme de «Nouveau Plan», qui soumet les importations à un contrôle excessivement rigoureux. De plus, le paiement des intérêts de la dette extérieure à long terme de l'Allemagne a été en grande partie effectué au moyen de certificats (scrips), lorsqu'il n'a pas été inscrit au crédit des comptes ouverts dans les divers pays créanciers, en vertu d'accords de clearing et d'autres accords conclus avec les gouvernements.

Les transactions en marks officiels, qui constituent l'objet principal des accords de clearing, ont été soigneusement contrôlées par la Reichsbank, et les cours du mark sont maintenus dans les limites des points d'entrée et de sortie de l'or. Dans son dernier rapport annuel, la Reichsbank expose qu'«en fin de compte, la stabilité d'une

monnaie ne dépend pas du volume du stock d'or, mais d'une politique économique et bancaire saine, consciente de ses responsabilités et créatrice de confiance». Elle souligne le fait qu'elle a accompli toutes les tâches importantes qui lui incombait, sans augmenter sensiblement la circulation des moyens de paiement, et elle ajoute qu'elle a adopté pour principe directeur de sa politique de crédit de ne pas accorder son appui au delà de certaines limites et d'éviter toute mesure susceptible de compromettre la stabilité de la monnaie; la Reichsbank déclare avoir eu l'entier appui du Gouvernement du Reich pour l'application de cette politique.

\* \* \*

Le résultat net des mouvements d'or pendant l'année s'est traduit par l'augmentation des stocks des deux pays — Etats-Unis et France — qui avaient déjà de l'or en surabondance. Ce résultat n'a certainement été voulu par aucun de ces deux pays; on peut noter, par exemple, que M. Morgenthau, Secrétaire du Trésor, a publiquement déclaré, le 21 mars 1935, que le Gouvernement des Etats-Unis ne ferait, à l'avenir, aucun effort particulier pour accumuler de l'or et qu'il était, au contraire, disposé à en vendre à tout pays étranger qui pourrait lui faire des propositions intéressantes. Sans vouloir diminuer en rien la portée de tels arrangements, ils ne pourraient avoir sur les mouvements d'or que des effets limités: la direction que prennent les mouvements d'or dépend, en effet, de causes beaucoup plus fondamentales, telles que la relation entre les prix de revient et les prix de vente, le niveau des tarifs et autres charges qui réagissent sur les courants du commerce mondial, le volume de l'endettement vis-à-vis de l'étranger, et les montants utilisés au remboursement des dettes extérieures.

### 3) THÉSAURISATION DE L'OR.

Au cours des vingt années qui ont précédé la déclaration de la guerre mondiale, 17% de l'or nouvellement extrait des mines furent absorbés par la thésaurisation dans l'Inde, la Chine et l'Egypte; 25% environ étaient achetés pour les besoins des arts industriels et le reste allait augmenter les réserves des banques centrales ou était monnayé pour l'usage du public. On a estimé qu'à la fin de l'année 1913, les montants d'or accumulés dans les réserves monétaires et autres stocks d'or (pièces d'or en circulation et réserves des banques commerciales) étaient les suivants:

Stock d'or monétaire en 1913	Millions de francs suisses	Pour cent
Or dans les réserves monétaires . . . . .	25.628	56
Autres stocks d'or . . . . .	19.839	44
Total . . . . .	45.467	100

Parmi les pays qui sont retournés à l'étalon-or pendant la période qui a suivi la guerre, quelques-uns ont prévu la convertibilité des billets en pièces de monnaie, conformément au système d'avant-guerre; ils furent, toutefois, en petite minorité, la plupart des pays ayant, soit adopté l'étalon de change or, soit, comme la Grande-Bretagne, prévu la convertibilité des billets de banque en lingots seulement. Ce dernier système ayant été adopté par les Etats-Unis, en 1934, et l'étalon-or ayant été suspendu dans un aussi grand nombre de pays, il n'existe pas dans le monde, à l'heure actuelle, de banque centrale qui soit tenue de délivrer des pièces d'or en échange de ses billets; d'autre part, il n'est plus émis de certificats d'or.

Toutefois, il a été annoncé, le 2 avril 1935, que le Gouvernement français allait commencer la frappe de nouvelles pièces de 100 francs. Dès que le stock sera suffisant, les pièces seront mises en circulation, ce qui, dans l'esprit du Gouvernement, doit avoir pour effet de raffermir la confiance du public dans la monnaie et en particulier dans le maintien de l'unité monétaire à sa parité-or actuelle. Il est probable qu'il y a, quant à l'opportunité d'une mise en circulation des pièces d'or, une très réelle différence psychologique entre les diverses nations: une mesure efficace, dans un centre donné, peut ne pas paraître présenter d'utilité dans un autre. On a, de plus, fait valoir qu'étant donnés le volume de la production actuelle d'or et l'accroissement des stocks d'un si grand nombre de banques centrales, la mise en circulation de l'or ne risquait plus de provoquer la rareté du métal.

Bien que, par le passé, l'Orient ait déjà livré certaines quantités d'or thésaurisé, les mouvements actuels ont pris une ampleur sans précédent. On ne peut plus dire maintenant que seuls vendent de l'or ceux qui, se trouvant dans l'embarras, sont contraints de puiser dans leurs épargnes, l'or est aussi vendu par les personnes qui désirent profiter du prix plus élevé offert en roupies hindoues, par exemple. Un commerce s'est organisé: les négociants en or parcourent, par exemple, les campagnes de l'Inde, facilitant la vente de l'or à ceux qui peuvent se décider à vendre.

Toute évaluation du volume des montants thésaurisés par les pays d'Orient ne peut que rester assez vague, non seulement les statistiques sont imparfaites, mais il est, en outre, difficile de se rendre compte des montants qui ont été perdus ou détruits. Au cours des cent dernières années, les mouvements, que l'on peut assez bien déterminer, ont toutefois été plus importants que ceux des périodes antérieures. On a évalué expérimentalement que, dans l'Inde, le montant d'or thésaurisé par le public de 1493 à 1930 équivaldrait à un minimum de 16.500 millions de francs suisses, soit à 14% environ de la production mondiale d'or pendant la même période. De 1931 à la fin de 1934, un montant d'or équivalant à 2.850 millions de francs suisses environ a été expédié de l'Inde, soit approximativement un sixième du montant thésaurisé au moment où les expéditions ont commencé.

Les mouvements d'or vers la Chine n'ont jamais pris les proportions des mouvements d'or vers l'Inde. On a évalué que le montant total de l'or thésaurisé en Chine,

pendant la période de 1493 à 1919, pouvait atteindre 1.200 millions de francs suisses, soit 1,8 % de la production mondiale. De 1919 à 1934, la Chine a exporté de l'or pour une contre-valeur de 564 millions de francs suisses. Il conviendrait d'ajouter à ce total 300 millions pour l'or exporté en contrebande via Hong-Kong. Il semble donc que près des trois quarts des trésors accumulés par la Chine aient été vendus.

De temps immémorial, la population a eu, en Egypte, l'habitude de thésauriser l'or, mais depuis des siècles, les montants absorbés sont restés dans des limites très étroites en raison du nombre relativement faible des habitants et plus encore de leur pauvreté. C'est seulement au cours des soixante ou soixante-dix dernières années que la consommation égyptienne d'or est redevenue un facteur de quelque importance. Le total de l'or thésaurisé est actuellement évalué à 1.800 millions de francs suisses. Contrairement à ce qui s'est passé pour l'Inde et pour la Chine, on n'a enregistré pendant la présente dépression aucune exportation nette d'or, mais des montants limités — qui n'ont pas dépassé 100 millions de francs suisses — ont été absorbés pendant les trois années qui vont de 1931 à 1934.

En Orient, la thésaurisation de l'or est une forme d'épargne innée dans la population, confirmée par la coutume et même par la loi. Dans les pays occidentaux, une thésaurisation de nature assez peu différente peut se constater dans les centres où, depuis des générations, la coutume existe pour la population de détenir une certaine quantité d'or. Pendant la période d'après-guerre, les calamités monétaires dont le monde a souffert ont contribué à répandre plus largement la thésaurisation de l'or; les pièces d'or, telles que les aigles américaines, les louis ou les napoléons français, les souverains anglais, ont été particulièrement recherchés du public.

Grâce à la législation portant réquisition de l'or détenu par le public, le Gouvernement des Etats-Unis a été en mesure, en 1933 et l'année suivante, de récupérer un montant d'or d'une contre-valeur supérieure à 1.800 millions de francs suisses. Il y a encore dans le monde (en dehors de l'Inde, de la Chine et de l'Egypte) un montant d'or considérable qui était déjà thésaurisé lorsque la crise a commencé de sévir en 1931. Toute estimation des montants en question est forcément très inexacte, mais le total semblerait atteindre au minimum 2.500 millions de francs suisses, peut-être même 3 milliards. Une partie de cet or ne pourra probablement jamais être récupérée, mais il est vraisemblable qu'en Occident comme en Orient, une partie de cet or serait livrée si l'on en pouvait obtenir un prix suffisamment avantageux.

Le renforcement des stocks d'or privés en Occident à partir de 1931 résulte de l'accroissement de l'insécurité monétaire. Nombreux sont ceux qui ont converti en or une partie de leurs avoirs. D'autres, agissant davantage en vue de fins spéculatives, ont essayé de profiter des fluctuations du prix de l'or. Les banques commerciales, qui ne peuvent retirer d'intérêt sur une grande partie de leurs ressources liquides, sont en mesure de thésauriser l'or sans, pour cela, subir de perte. D'importantes sociétés, qui ont à effectuer des paiements en différentes monnaies, peuvent,

par mesure de prudence commerciale, conserver en or effectif une fraction importante de leur « encaisse ». Enfin, maintes maisons peuvent acheter ou vendre de l'or, notamment à terme, en contre-partie de quelqu'autre opération; on peut trouver, par exemple, que le seul moyen pour un habitant d'un pays du bloc-or de s'assurer contre les pertes dues aux fluctuations monétaires, lorsque ses transactions portent sur des marchandises telles que le coton, la laine ou le sucre, est de conclure un marché pour la livraison d'or à terme. Les transactions de cette nature ont été facilitées ces dernières années par le désir des producteurs d'or de s'assurer les cours actuels ou des cours meilleurs pour l'extraction future. Ce serait mal interpréter les faits que de considérer ces transactions à terme comme des opérations spéculatives; elles sont souvent conclues, au contraire, en vue d'éviter des positions spéculatives. Ce phénomène montre à quels expédients le monde normal des affaires est contraint de recourir pour surmonter les obstacles qui résultent des fluctuations dans les cours du change.

De la fin de 1930 à la fin de 1934, le montant total d'or provenant des mines, de l'Orient et d'autres sources a été de près de 15 milliards de francs suisses. Pendant la même période, les stocks-or déclarés des banques d'émission et des gouvernements ont augmenté d'environ 10 milliards de francs suisses, soit 5 milliards de francs suisses de moins que le montant total d'or ainsi disponible. Si l'on considère la période dans son ensemble, on peut dire que les arts industriels ont vraisemblablement utilisé une certaine quantité d'or en plus de celui qui leur a été fourni par la récupération des débris. Sur le reste, une partie est conservée dans les stocks non déclarés des fonds de régularisation des changes, ou comme réserves supplémentaires cachées — en surplus de la couverture-or proprement dite — dans les avoirs de certaines banques centrales, qui peuvent trouver plus aisé d'utiliser leur or lorsque les cessions n'apparaissent pas immédiatement dans les situations qu'elles publient. Les montants ainsi conservés par les Fonds de régularisation des changes et par les banques centrales sont susceptibles de varier considérablement dans le cours d'une année. Si l'on prend en considération les nombreux facteurs qui influent sur l'intensité de la thésaurisation, et si l'on tient compte des montants thésaurisés en dehors de l'Inde, de la Chine et de l'Égypte, pendant la période antérieure à 1931, on peut estimer que le montant d'or thésaurisé par les particuliers était, à la fin de 1934, de l'ordre de grandeur de 7 milliards de francs suisses.

Le transfert continu de montants considérables de métal vers Londres a été un des éléments intéressants des mouvements d'or de l'année.

Sur ce solde des importations d'or, la Banque d'Angleterre, depuis la fin de 1931 jusqu'à la fin de 1934, a augmenté ses réserves-or d'un montant équivalant à 1.800 millions de francs suisses. Une autre partie du solde a été grossir les réserves non déclarées du Fonds d'égalisation des changes et, d'autre part, certaines banques centrales ont placé de l'or sous dossier à Londres, soit directement, soit par l'in-

Importations et exportations d'or du Royaume-Uni	Importations d'or en Grande-Bretagne	Exportations d'or de la Grande-Bretagne	Excédent d'importations
	Millions de francs suisses		
1932 . . . . .	2.802	2.505	297
1933 . . . . .	4.419	1.072	3.347
1934 . . . . .	4.152	2.063	2.089
Total 1932—1934	11.373	5.640	5.733

termédiaire de la Banque des Règlements Internationaux. Toutefois, la fraction de beaucoup la plus grande de l'excédent des importations représente l'or détenu pour le compte des particuliers. Au cours de ces dernières années, un grand nombre de détenteurs d'or, du Continent et d'ailleurs, ont transféré leur or à Londres, dans l'idée que les autorités britanniques se garderaient vraisemblablement de toute réglementation vis-à-vis de l'or appartenant à des étrangers, pour ne pas risquer de compromettre le maintien à Londres d'un marché libre de l'or. En conséquence, près de la moitié de l'or thésaurisé dans le monde entier, en dehors de l'Inde, de la Chine et de l'Égypte, se trouvait dans les coffres-forts de Londres, à la fin de l'année 1934.

La thésaurisation, pendant qu'elle se poursuit, aggrave la tension sur les réserves monétaires; elle tend également à élever le prix de l'or sur le marché et, par suite, à faire fléchir le cours de la livre sterling et des monnaies qui lui sont rattachées. Toutefois, une certaine détente devrait se produire lorsque viendra la période où l'or thésaurisé sera remis en circulation, et, sur un point tout au moins, cela peut revêtir une importance toute particulière. Il y a un grand nombre de banques centrales dans le monde, en particulier sur le continent européen, dont les réserves sont insuffisantes. L'expérience antérieure a montré, notamment vers 1870—1880, qu'un effort pour constituer ou reconstituer les réserves-or des banques centrales, dans un court intervalle de temps, pouvait provoquer une demande d'or unilatérale, susceptible d'avoir sur les prix un effet déprimant.

Quant à prévoir ce que seraient les conditions pendant une période future de reconstruction monétaire, on peut probablement dire, sans risquer de se tromper, que les banques centrales du Continent ne seraient en mesure d'attirer à elles des montants d'or importants qu'après un vaste retour de la confiance générale. Dans ces circonstances, il est vraisemblable que non seulement la thésaurisation de l'or cesserait, mais que des ventes considérables auraient lieu. Il en résulterait un approvisionnement supplémentaire qui, en plus de l'or nouvellement extrait des mines, pourrait fournir l'or nécessaire au renforcement des réserves. Il deviendrait alors plus facile d'obtenir une meilleure répartition de l'or dans le monde; le danger d'une

baisse des prix se trouverait aussi atténué par une stabilisation monétaire devenue possible, et, une fois revenue la confiance dans la monnaie, d'autres facteurs agiraient simultanément pour permettre d'envisager un relèvement du niveau des prix.

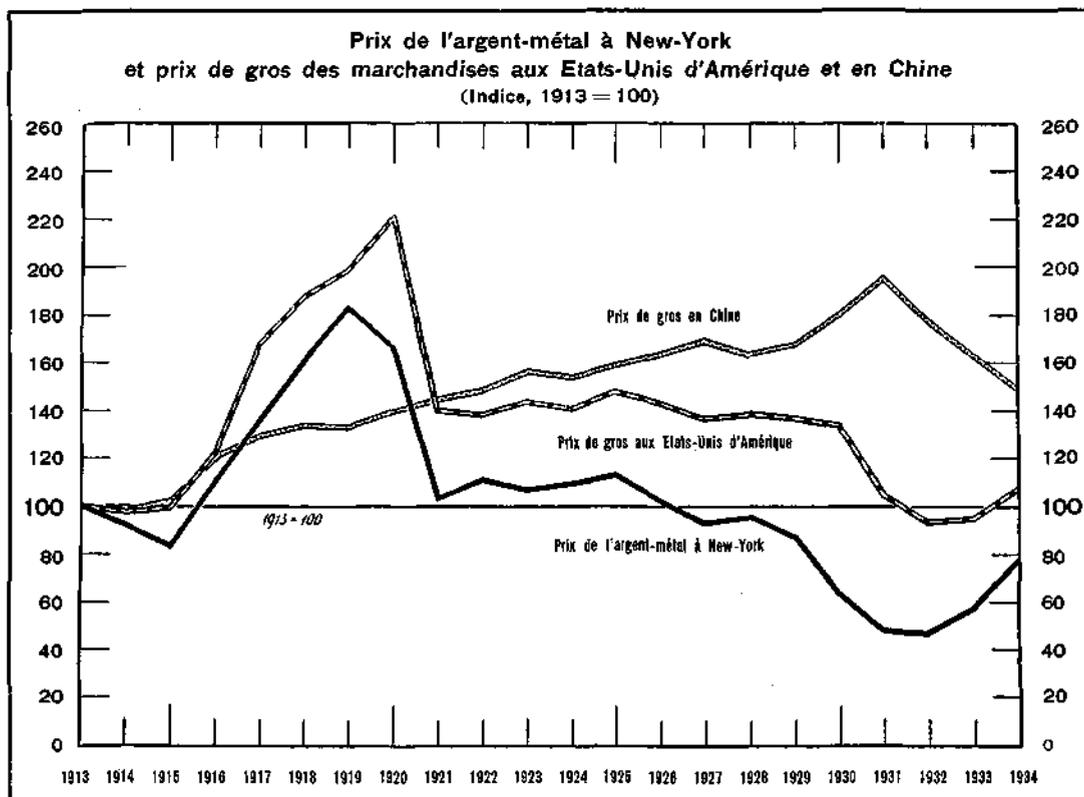
### III. b) ASPECTS DE LA NOUVELLE POLITIQUE DE L'ARGENT-MÉTAL.

La Commission Préparatoire pour la Conférence Monétaire et Economique Mondiale a consacré une section de son rapport à l'argent-métal; à la Conférence de Londres de 1933, un accord a été conclu entre les représentants de huit pays concernant les ventes et les achats d'argent par les gouvernements. Depuis lors, la nouvelle législation des Etats-Unis, en faisant entrer l'argent dans la réserve monétaire du pays, a donné à la question de l'argent une plus grande importance. La mise en pratique de cette politique a eu pour résultat une rapide avance des prix du métal, dont les effets nuisibles se sont immédiatement fait sentir sur les monnaies des pays rattachés à l'étalon-argent et ont provoqué des perturbations dans la situation générale des échanges.

Pour apprécier à sa juste valeur la signification de l'argent pour les pays qui sont les plus grands producteurs de ce métal, notamment le Mexique, les Etats-Unis et le Canada, pour l'important pays à étalon-argent, la Chine, et pour le grand pays détenteur d'argent, l'Inde, il convient de rappeler brièvement l'évolution de la valeur de l'argent-métal, exprimée en or et en marchandises, pendant la guerre et la période qui l'a suivie.

Le prix de l'argent à New-York et les prix de gros en Amérique ont, les uns et les autres, subi la même influence prédominante de l'activité générale des affaires. Toutefois, en pratique, pendant presque toute la période qui va jusqu'à l'année 1933, le prix de l'argent a diminué de valeur par rapport aux autres marchandises; les prix des marchandises se sont donc élevés, d'un mouvement lent mais continu, dans les pays à étalon-argent, comme la Chine. De l'année 1929 à l'année 1931, le prix de l'argent à New-York a baissé plus rapidement que le niveau général des prix américains et, pendant ces années, les prix des marchandises ont continué de s'élever en Chine, malgré la dépression mondiale; pendant les années suivantes, la Chine elle-même a été affectée par la dépression et a notamment subi les répercussions de la dépréciation monétaire; plus tard, elle a également eu à souffrir de la nouvelle direction que les Etats-Unis ont donnée à leur politique de l'argent-métal.

En 1932, le prix de l'argent sur le marché de New-York est tombé au cours le plus bas qui ait jamais été noté; pendant deux ans, il a oscillé aux environs de ce cours, et c'est alors que la Conférence Monétaire et Economique Mondiale s'est réunie à Londres, en juin 1933, et qu'un accord fut signé, aux termes duquel les cinq importants pays producteurs d'argent s'engageaient à retirer annuellement du marché,



pendant une période de quatre ans, à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1934, soit par voie d'achats, soit par tout autre procédé, un montant global de 35 millions d'onces d'argent nouvellement extrait de leurs mines. Ce montant était approximativement réparti de la manière suivante: les États-Unis prenaient 24.420.000 onces; le Mexique, 7.160.000 onces; le Canada 1.670.000 onces; le Pérou, 1.100.000 onces et l'Australie 650.000 onces. En outre, les Gouvernements de l'Inde et de l'Espagne s'engageaient à limiter leurs ventes d'argent, pendant la même période de quatre années, à 140 millions et 20 millions d'onces respectivement; ils s'engageaient, de plus, à ne pas vendre, dans le courant d'une année, le premier plus de 50 millions d'onces et le second plus de 7 millions d'onces. Enfin, la Chine s'engageait à ne pas vendre, pendant les mêmes quatre années, de métal provenant de pièces d'argent démonétisées.

Il est difficile de déterminer dans quelle mesure ces accords ont affecté le marché de l'argent, étant donné que, pendant l'automne de 1933, l'évolution des prix a subi le contre-coup des achats d'or effectués par l'administration des États-Unis, dont la politique a consisté à abaisser graduellement le cours du dollar. Le prix de l'argent a augmenté en dollars, mais s'est à peine modifié en or; de temps à autre, le marché a donné des signes de faiblesse, même pendant cette période. Au cours des derniers mois de 1933, le Président Roosevelt a pris sa première mesure pour soutenir les cours de l'argent-métal: une proclamation datée du 21 décembre, enjoignant aux

Monnaies d'acheter, au prix de 64,6 cents l'once, tout l'argent provenant des gisements du pays. Le marché de l'argent-métal réagit immédiatement, mais cette reprise fut suivie d'un recul, en avril 1934, qui s'accrut encore pendant le mois suivant. Le 22 mai 1934, le Président lut son Message concernant l'argent. A la suite de cette lecture, la loi du 19 juin 1934 sur les achats d'argent (Silver Purchase Act) fut adoptée. Cette loi déclare que la politique des Etats-Unis se propose d'augmenter, dans les réserves monétaires du pays, la proportion de l'argent par rapport à l'or, de la porter finalement à 25 % de la valeur monétaire de ces réserves et de la maintenir à ce niveau.

Le montant d'argent que le Gouvernement des Etats-Unis devrait acheter pour atteindre ce pourcentage dépend 1) du montant d'or détenu dans les réserves; 2) de la valeur monétaire de l'or qui est susceptible, en vertu du "Gold Reserve Act" de 1934, de varier dans les limites où peut varier le poids-or du dollar (50 à 60 % de l'ancienne parité), et 3) de la valeur monétaire de l'argent qui est également susceptible de varier dans les mêmes proportions que les variations de poids du dollar or (aucun usage n'ayant encore été fait de cette autorisation). Sur la base de l'or détenu le 29 mars 1935 (soit 8.565 millions de dollars), d'une dévaluation du dollar-or à 59,06 % et d'une valeur monétaire de l'argent égale à 1,29 dollar l'once, le Gouvernement des Etats-Unis devrait finalement posséder 2.200 millions environ d'onces d'argent.

Le 1er janvier 1934, le montant total d'argent qui se trouvait dans les stocks monétaires du Gouvernement des Etats-Unis était de 686 millions d'onces; au cours de l'année, le Gouvernement a acheté 21,4 millions d'onces aux producteurs américains au prix de 64,6 cents l'once. La nationalisation de l'argent lui a, en outre, procuré 111 millions d'onces qu'il a payées à raison de 50,01 cents l'once. Enfin, il a acheté de l'argent sur le marché libre, tant aux Etats-Unis qu'à l'étranger, aux prix courants du moment; le montant d'argent-métal qu'il s'est ainsi procuré en 1934 n'a pas été publié, mais on croit qu'il approche de 185 millions d'onces. \*) Le total des achats pendant l'année 1934 s'élèverait donc à 317 millions d'onces et, le dernier jour de l'année, les stocks monétaires auraient donc été de 1.003 millions d'onces environ. De nouveaux achats ont porté le total du stock monétaire à 1.120 millions d'onces, le 29 mars 1935; pour porter le stock-argent à 25 % du stock monétaire total du pays, le Gouvernement devrait encore en acheter près de 1.100 millions d'onces.

La production mondiale d'argent a été évaluée à 180 millions d'onces environ pour 1934, soit une augmentation de plus de 10 % par rapport à l'année précédente. Il semblerait que la moitié environ de l'argent nouvellement produit ait été utilisée par les arts industriels, la frappe des monnaies et la thésaurisation privée aux Indes

---

\*) D'après une évaluation de Handy et Harman, parue dans leur dix-neuvième compte rendu annuel sur le marché de l'argent en 1934.

(indépendamment du Gouvernement de l'Inde). L'autre moitié, soit 90 millions d'onces, a donc été disponible pour servir les premiers achats gouvernementaux. Ainsi qu'il a été indiqué ci-dessus, le Gouvernement des Etats-Unis a acheté 317 millions d'onces environ et les autres gouvernements 10 millions d'onces environ, conformément à l'Accord de Londres de 1933. En plus du montant disponible provenant de la production courante, 30 millions d'onces ont été vendus par le Gouvernement de l'Inde sur le marché libre et 25 millions environ par le Gouvernement russe, mais c'est la Chine qui a le plus largement contribué à l'approvisionnement: en effet, dans la mesure où il est possible de faire une évaluation, ce pays a exporté un montant net de 200 millions d'onces (y compris une certaine marge pour tenir compte de la contrebande). Le total disponible a donc été de 345 millions d'onces, ce qui laisserait, une fois effectués les achats des gouvernements, un solde de 18 millions d'onces pour grossir les stocks du commerce en Occident.

Sous l'influence des achats d'argent effectués par le Gouvernement des Etats-Unis et en corrélation avec les augmentations successives du prix payé pour l'argent américain, qui a été porté à 77,57 cents l'once, les prix se sont relevés proportionnellement sur le marché libre. En comparaison du faible prix moyen de 27,9 cents en 1932, le prix de l'argent, exprimé en dollars, représentait à la fin du mois d'avril 1935 une augmentation d'environ 150 % et, exprimé en or, une augmentation de presque 50 %. Pour les producteurs d'argent, ou pour ceux qui, comme le peuple et le Gouvernement de l'Inde, sont propriétaires de montants considérables de ce métal, cette hausse de prix peut être avantageuse. Au contraire, pour les pays dont la monnaie est rattachée à l'argent (comme la Chine, Hong-Kong et le Mandchoukouo), la situation se complique du fait que, dans ce cas, non seulement le cours du change, mais également, par contre-coup, les prix intérieurs, la balance des paiements et la tendance générale des affaires sont tous plus ou moins influencés par la modification du prix de l'argent: l'augmentation du prix de l'argent se traduit donc par une appréciation de la monnaie nationale, et entraîne des conséquences dangereuses à une époque où se déprécient au contraire la plupart des autres monnaies du monde. En outre, dans les pays où la matière monnayée contient un pourcentage élevé d'argent, comme au Mexique, une hausse de la valeur des lingots peut provoquer des perturbations non seulement dans le stock de monnaie divisionnaire, mais également sur le marché des changes.

Dès 1931, la Chine a été malheureusement affectée par la dépréciation de la livre, de la roupie et du yen, et, en 1933, par celle du dollar, ces quatre monnaies étant les plus importantes pour le commerce de la Chine et pour les salaires des ouvriers chinois à l'étranger, qui, lorsque la dépression mondiale s'accrut, ne furent plus en mesure d'envoyer les mêmes montants dans leur pays. En 1933, il y eut, en Chine, une exportation nette d'argent, indice d'un déficit de la balance des paiements, et simultanément une baisse des prix à l'intérieur. L'économie chinoise souffrait donc déjà d'un certain déséquilibre lorsque, au cours de 1934 et jusqu'au moment présent,

en 1935, les achats d'argent du Gouvernement des Etats-Unis provoquèrent une forte hausse du prix du métal.

Sur le marché de Shanghai, les cours de change du dollar argent chinois ont été déterminés par les prix de l'argent à Londres et à New-York dans des limites très étroites, le bénéfice de la frappe sur le dollar argent chinois étant limité à 2,5%. Devant la perturbation apportée par la hausse du prix de l'argent sur ses marchés des changes et en présence des effets, ayant toute l'apparence d'une déflation, que cette hausse avait sur le mouvement des prix intérieurs, le Gouvernement chinois prit deux mesures, en octobre 1934 : 1) il prit contact avec Washington en vue d'obtenir des Etats-Unis une modification de leur programme d'achats de métal blanc ; il fit valoir à cette fin que les effets de ce programme se montraient nuisibles pour l'économie intérieure de la Chine, et il donna, en outre, à entendre qu'il serait en faveur d'un échange d'argent chinois contre de l'or américain ; 2) en vue, d'un autre côté, de se procurer une certaine marge de liberté dans l'administration de sa devise, le Gouvernement chinois soumit également les exportations d'argent de la Chine à une taxe variable. Après quelques modifications assez accentuées, au début, cette taxe a été maintenue entre 13,5% et 14,5% et elle a, sans aucun doute, contribué à maintenir la devise chinoise à un cours inférieur de 13% au moins à celui qu'elle aurait atteint dans d'autres conditions. Il ne faut pas interpréter cet arrangement comme signifiant que la monnaie chinoise a été détachée de l'argent, car la taxe à l'exportation n'a pas éliminé les fluctuations consécutives aux modifications du prix de l'argent. Il semble qu'aucune tentative n'ait été faite en vue de diriger le cours de la devise en fonction de celui de la livre sterling ou de toute autre monnaie étrangère. On craint que si la taxe était portée au delà de 15%, par exemple, l'encouragement à la contrebande ne soit trop fort.

Malgré la légère atténuation apportée par la taxe à l'exportation, la situation reste caractérisée, en Chine, par un état de dépression générale. A cet égard, il conviendrait de rappeler que la baisse actuelle des prix, dont le début remonte, en Chine, à l'automne de 1931, a constitué la première baisse réelle de prix que ce pays ait vue depuis des générations ; sous l'influence d'une baisse, pour ainsi dire endémique, du prix de l'argent, dont la courbe ne s'est renversée que pendant les années de guerre, les prix des marchandises ont constamment progressé en Chine, et l'économie nationale tout entière s'est adaptée à cet état de choses. Il était, par exemple, normal, en Chine, que les taux d'intérêts oscillassent entre 12 et 20%, pour compenser en partie la baisse constante du pouvoir d'achat de la monnaie dans laquelle les crédits étaient exprimés. Avant que l'équilibre ne puisse se rétablir, le renversement de la tendance des prix en Chine sera donc nécessairement suivi, dans maints domaines, de réajustements à longue portée.

Pendant l'année 1934, les importations d'argent aux Etats-Unis ont dépassé de 86 millions de dollars les exportations ; ce montant équivaut à 10% environ de la

valeur de l'or nouvellement extrait des mines pendant la même année. Le fait qu'aux Etats-Unis les autorités monétaires ont acheté une grande quantité d'argent à l'étranger a légèrement réduit la demande d'or par l'Amérique; et l'émission de certificats d'argent, à raison de 1,29 dollar l'once, contribue à augmenter le volume du pouvoir d'achat monétaire potentiel.

Il est improbable que l'habitude se généralise, parmi les banques centrales, d'utiliser l'argent comme partie de leurs réserves monétaires. Un des principaux objets de ces réserves est de mettre à la disposition des banques centrales des avoirs d'une grande liquidité, susceptibles d'être utilisés pour les paiements à l'étranger. L'expérience a montré que l'or sert parfaitement à cette fin, parce qu'il est universellement demandé et qu'il est notamment recherché toutes les fois que la situation devient critique. L'argent, au contraire, n'est accepté que par les autorités monétaires d'un petit nombre de pays et en quantités limitées; cette raison, entre autres, le rend impropre à servir efficacement aux paiements internationaux. Si la demande d'argent avait répondu à des besoins réels, dans les transactions internationales, comme le cas se produit pour l'or, il n'eût pas été nécessaire d'adopter aux Etats-Unis un plan d'action spéciale pour le soutien de ce métal. La politique poursuivie peut réduire légèrement la demande sur le marché de l'or et servir de supplément, pour une expansion intérieure de crédit, à la réserve de couverture-or déjà élevée, mais aucun indice ne permet de conclure qu'une telle politique doive changer fondamentalement, dans le plan international, la signification monétaire de l'argent.

#### IV. a) ENDETTEMENT INTERNATIONAL A COURT TERME.

Il ressort du rapport de l'année dernière que le total de l'endettement international à court terme des pays d'Europe et des États-Unis avait diminué, pendant chacune des trois années 1931 à 1933; le montant global en était tombé d'un chiffre approximatif de 70 milliards de francs suisses, à la fin de 1930, à 32 milliards environ, à la fin de 1933. Pendant l'année 1934, le total des dettes encore existantes a, de nouveau, diminué de quelque 2 à 3 milliards de francs suisses, réduction en valeur-or due, dans une large mesure, à une nouvelle dépréciation de la livre sterling et du dollar. La stabilité relative que fait apparaître ce total masque, toutefois, des changements considérables dans les catégories de dettes qui le constituent, ainsi que d'importants mouvements entre différents centres. Pour saisir la signification des changements ainsi intervenus, il est nécessaire d'examiner les diverses catégories entre lesquelles on peut approximativement classer les capitaux étrangers à court terme, d'après la nature des opérations engagées.

- 1) **Capitaux utilisés pour le financement du commerce extérieur.** Cette catégorie comprend les crédits pour le financement des marchandises en transit et dans les entrepôts, crédits qui se liquident généralement automatiquement par la vente des marchandises, ainsi que les fonds déposés par de grandes maisons industrielles et commerciales dans les centres étrangers pour le règlement de transactions commerciales. Il va de soi que le total du financement du commerce extérieur oscille en même temps que la valeur du commerce international; mais, en période d'insécurité monétaire, des courants contraires troublent la régularité de la distribution normale du crédit; les importateurs s'efforcent d'obtenir des facilités plus grandes dans une monnaie donnée, lorsqu'ils prévoient une diminution relative de sa valeur, et les exportateurs, au contraire, hésitent à accepter des paiements à terme dans une monnaie incertaine. Le commerce se rétrécit, il se trouve soumis de force à un régime artificiel: accords de clearing et clearings commerciaux ne tardent pas à se conclure. Le financement du commerce extérieur a donc décru en volume depuis 1929, plus rapidement que le commerce lui-même, mais les crédits utilisés à cette fin représentent encore, dans le total de l'endettement international à court terme, la catégorie de beaucoup la plus importante.
- 2) **Réserves monétaires et réserves bancaires en monnaies étrangères détenues par les banques centrales et les autres banques.** Ces réserves, qui forment un tampon destiné à amortir les demandes de disponibilités sur l'étranger, saisonnières ou autres, sont,

en règle générale, utilisées sur le marché à court terme et conservées sous une forme extrêmement liquide. Alors que le montant détenu à l'étranger par un pays donné varie naturellement selon les circonstances, le total des fonds conservés dans un centre monétaire peut demeurer relativement stable et n'être soumis qu'à des mouvements dont l'amplitude s'étend sur une période de plusieurs années. Ces mouvements naturels ont été moins nets, ces dernières années, par suite de la liquidation brusquée de l'étalon de change-or, dont l'application avait pris des proportions exagérées, liquidation provoquée par les désordres monétaires constatés depuis 1931. Les réserves-devises des banques centrales européennes sont tombées de la contre-valeur de quelque 11 milliards de francs suisses, pendant les années 1929 à 1930, à un dixième environ de ce chiffre, à l'heure actuelle; la majeure partie de ce reliquat est détenue par les pays scandinaves et les autres membres européens du groupe sterling. Le total global des réserves monétaires et bancaires de tous les pays de ce groupe, détenues à Londres, a augmenté, pendant les années 1932 à 1934, d'un montant évalué à 150 millions de livres sterling environ; ce montant provient, d'une part, de l'amélioration des balances des paiements de ces pays, d'autre part, de la réalisation de titres et, dans le cas de l'Inde, de la vente d'or antérieurement thésaurisé.

- 3) Fonds détenus pour satisfaire aux paiements des intérêts, dividendes et amortissements d'emprunts à long terme et d'autres engagements envers l'étranger. Ces fonds, qui peuvent en partie figurer dans la catégorie précédente, sont, en temps normal, amassés quelques semaines ou même quelques mois avant la date du paiement, mais comme ils sont destinés à des engagements à échéance fixe, ils ne laissent pas une grande marge pour des mouvements d'ordre spéculatif.
- 4) Fonds divers, principalement dépôts «financiers» à court terme. Cette catégorie comprend les fonds qui proviennent d'opérations sur titres et d'opérations d'arbitrage, de comptes courants entre sociétés et leurs succursales ou bureaux auxiliaires à l'étranger, les crédits constitués en prévision d'emprunts à long terme, les «épargnes à court terme», les fonds en quête de placements «sûrs», et, d'une manière générale, les capitaux vagabonds. Tandis que les trois premières catégories se rapportent en grande partie à des postes courants de la balance des paiements, les éléments disparates de cette quatrième catégorie se classent, dans une large mesure, parmi les mouvements de capitaux et, plus mobiles par nature, ils se prêtent davantage à de violents mouvements spéculatifs. Les fonds à court terme, qui ne sont pas détenus pour faire face à une échéance immédiate, peuvent constituer un très réel danger pour le mécanisme monétaire, en raison notamment de leur tendance à se déplacer massive-

ment; et, bien que l'élément spéculatif puisse influencer également à divers degrés sur le mouvement des fonds des autres catégories, c'est le flux de capitaux «financiers» à court terme qui constitue pour les banques centrales le plus important problème.

Il est évident que certains changements dans le total global de l'endettement à court terme peuvent donner une idée tout à fait inadéquate de la situation réelle à un moment déterminé. Il est nécessaire d'avoir des informations détaillées sur le mouvement des diverses catégories de crédits (et de dettes), car il arrive fréquemment qu'ils tirent leur importance bien plus de leur catégorie ou de leur nature que de leur volume total; il est clair, par exemple, qu'on ne doit en aucune manière interpréter comme facteur favorable une réduction résultant d'une contraction dans le financement du commerce.

Pendant l'année 1934, le montant total de l'endettement exclusivement financier a continué à décroître, mais le volume du financement commercial et des réserves monétaires en devises étrangères a augmenté, spécialement dans le groupe sterling. La dette finlandaise à court terme, par exemple, a pu être divisée, avec une exactitude assez approchée, en dettes «commerciales et industrielles» et en dettes «financières». L'endettement financier représentant 25 % environ du total, à la fin de l'année 1932, est tombé à 15 %, au milieu de l'année 1934, ce qui est aussi le minimum, en chiffre absolu, atteint depuis 1927. L'augmentation dans le total de l'endettement finlandais à court terme, qui s'est produite pendant les dix-huit mois qui ont précédé le mois de juin 1934, a été due entièrement à des besoins commerciaux, correspondant à l'amélioration constatée dans le total du commerce extérieur. (La position nette à court terme est devenue active pour la première fois à la fin de l'année 1933, et, à la fin de 1934, les avoirs nets à court terme de la Finlande à l'étranger atteignaient la contre-valeur de 60 millions de francs suisses).

Le Dr. Kienböck, Président de la Banque Nationale d'Autriche, parlant des emprunts extérieurs à court terme, a déclaré récemment:

«L'autorisation de la Banque Nationale est maintenant nécessaire pour contracter de nouveaux emprunts à l'étranger. . . . Dans aucune circonstance, nous ne tolérerons que des fonds à court terme pénètrent en Autriche, en dehors des crédits habituels nécessaires au paiement des marchandises importées. Nous avons enfin compris le mal que nous a causé le système, ou plutôt l'absence de système, des fonds à court terme, qui se sont tellement multipliés depuis la guerre . . .».

On estime que l'endettement financier à court terme n'a quelque peu augmenté que dans un petit nombre de cas au cours de l'année 1934; dans le cas du Danemark, par exemple, cette augmentation semble représenter surtout la contre-partie

d'un rapatriement d'obligations antérieurement émises à l'étranger et qui se traduit par une diminution de la dette extérieure à long terme. A cet égard, on peut observer que la ligne de démarcation entre le long et le court terme est peu nette et qu'il existe donc un continuel chevauchement de l'un à l'autre. Le mécanisme de la bourse permet de convertir rapidement en espèces les portefeuilles d'obligations et d'actions et vice-versa; il faut donc considérer la constitution de portefeuilles de fonds d'Etat britanniques, conservés en couverture des billets d'un pays du groupe sterling, comme une position à court terme «par intention», bien que de telles réserves puissent, en fait, rester sans changement pendant un espace de temps considérable. Il faut, en outre, tenir compte, dans une certaine mesure, des avoirs à l'étranger qui sont considérés, par leur utilisation et probablement aussi par leur destination primitive, comme des avoirs à long terme, mais susceptibles d'être rapidement convertis en court terme, soit pour faire face à un engagement imprévu, soit pour toute autre raison. En Tchécoslovaquie, par exemple, la loi oblige les ressortissants tchécoslovaques à déclarer les capitaux qu'ils détiennent à l'étranger et leurs valeurs étrangères; il a même été procédé à une certaine mobilisation de ces avoirs, en vue de renforcer les réserves monétaires de la banque centrale: si l'on se place au point de vue des marchés sur lesquels ces titres ont été vendus, il en résulte pour eux une augmentation des avoirs à court terme détenus par des étrangers susceptibles d'être vendus contre d'autres monnaies ou utilisés à des achats d'or.

Pendant l'année 1934, un changement notable s'est produit sur le marché des Etats-Unis, dans la position de la dette extérieure à court terme. On a constaté, pendant les quatre années 1930 à 1933, des sorties nettes continues et considérables de fonds bancaires s'élevant à 486, 709, 409 et 412 millions de dollars respectivement. En 1934, la tendance s'est renversée, et on a estimé que les entrées nettes de fonds bancaires ont atteint cette année 200 millions de dollars environ. Toutefois, les fonds entrés aux Etats-Unis ont atteint un ordre de grandeur beaucoup plus important que ne l'indique le mouvement des comptes des banques. Pendant l'année, les entrées nettes d'or, d'argent et de papier-monnaie se sont élevées à 1.350 millions de dollars et on estime que, sur ce montant, près d'un milliard de dollars représente la contrepartie de diverses transactions de capitaux à court et à long terme. Ce mouvement a été, dans une très large mesure, constitué par le rapatriement de capitaux accumulés à l'étranger au cours de l'année précédente, mais il a été dû également au retrait continu d'avoirs détenus dans des pays étrangers, y compris une réduction des crédits prorogés en Allemagne.

Pendant l'année 1934, le marché de Londres a été soumis à d'importants retraits de capitaux pour compte américain; il s'est agi là essentiellement du rapatriement de fonds sortis des Etats-Unis au cours de l'année précédente. Ces fonds avaient été principalement investis sur le marché de Londres; bien que leur retrait ait exercé

une pression sur le cours des changes, et qu'il ait sensiblement réduit le «potentiel» des fonds susceptibles d'être retirés, on croit qu'il n'a affecté que partiellement le total des fonds à court terme détenus pour compte américain sur le marché de Londres. Les soldes en sterling du bloc-or sembleraient avoir été ramenés, vers la fin de l'année 1934, au strict minimum compatible avec le maintien de relations d'affaires courantes. D'autre part, les fonds détenus à Londres pour le compte du groupe sterling se sont accrus, pendant l'année, d'un nouveau montant net de près de 20 millions de livres sterling, soit un cinquième seulement de l'augmentation de 1933. L'Inde et la Suède entrent en ligne de compte pour les augmentations principales, tandis que certains autres pays, tels que la Norvège, la Finlande, le Portugal et le Siam, ont renforcé leur réserves en livres sterling; l'excédent du portefeuille-sterling des banques irlandaises a légèrement diminué pendant l'année, une partie du portefeuille-sterling de la Banque de Réserve de l'Afrique du Sud a été indirectement remplacée par de l'or, tandis que le solde créditeur du Danemark à Londres s'est accru. Ces indications ne tiennent compte que des avoirs en sterling et excluent l'or détenu à Londres, par exemple, par l'Argentine. Dans la mesure où Londres finance le commerce mondial, ses engagements à court terme sont couverts par des obligations correspondantes en sterling de ressortissants étrangers. L'excédent des engagements à court terme de Londres sur ses avoirs à court terme à l'étranger (compte non tenu des réserves-or de la Banque d'Angleterre et du stock non déclaré du Fonds d'égalisation des changes) représente, dans une très large mesure, les réserves monétaires et bancaires de l'Empire et des autres membres du groupe sterling. Ce sont ces engagements de Londres (et ceux qui résultent d'une certaine expansion du financement commercial) qui ont augmenté sensiblement au cours des trois dernières années. Lorsque ces réserves s'élèvent de façon exceptionnelle, les dettes à long terme du groupe sterling envers Londres constituent une importante soupape de sûreté: ainsi, en 1932, l'Inde a remboursé, sur ses soldes en sterling, un emprunt de 15 millions de livres sterling, et, en 1934, l'Afrique du Sud a remboursé, par prélèvement sur les avoirs en sterling de la Banque de Réserve, les 7 millions et demi de livres de sa dette de guerre. D'autre part, le Chancelier de l'Echiquier a annoncé, au mois de juillet dernier, que le Gouvernement avait modifié sa politique en ce qui concerne l'octroi de prêts à long terme à l'étranger et qu'il ne s'opposerait pas, en principe, aux émissions sur le marché britannique pour le compte d'un pays du bloc sterling, lorsque l'emprunt aurait pour objet d'augmenter les avoirs en livres sterling de ce pays, et d'atténuer, par conséquent, les fluctuations des changes (en supplément des émissions ayant pour objet de faciliter directement les exportations de l'industrie britannique). C'est ainsi que deux emprunts norvégiens, d'un montant global d'environ 2 millions de livres sterling, ont été émis pour renforcer les réserves-sterling de la Norges Bank.

La Belgique et l'Italie ont toutes deux constamment refusé d'accepter des crédits étrangers à court terme pendant les années antérieures à 1931; aussi les dettes à

court terme de ces deux pays sont-elles actuellement négligeables. Les soldes à court terme que les étrangers détiennent en France, et qui paraissaient au printemps dernier réduits à un minimum incompressible, ont légèrement augmenté pendant l'année, en même temps que la confiance revenait. En Suisse, la position nette à court terme a été à peine modifiée pendant l'année 1934, avoirs et engagements ayant, les uns et les autres, tant soit peu diminué. En janvier 1935, la Banque Nationale de Yougoslavie a remboursé à la Banque de France le solde du crédit extérieur (revolving) et l'administration des monopoles a remboursé les crédits que des banques françaises privées lui avaient antérieurement consentis; pour faciliter ces opérations, qui ont réduit à la contre-valeur de 642 millions de dinars la réserve de la banque centrale, il a été décrété par Ordonnance royale que la couverture minimum légale serait ramenée de 35 % à 25 %.

L'expiration de l'Accord autrichien de prorogation (Standstill) a marqué, l'année dernière, une étape d'une importance toute particulière, les montants peu considérables qui ne sont pas encore remboursés étant dorénavant considérés comme des crédits libres. L'Autriche, premier pays qui ait imposé à ses créanciers un accord de prorogation (Standstill), a également été la première à le liquider. En dehors de l'accord de prorogation, la Credit-Anstalt a consolidé ses dettes extérieures, en mai 1933, et, sur le produit de l'emprunt international, il a été remboursé, au mois d'août de la même année, à la Banque d'Angleterre et à la Banque des Règlements Internationaux, les crédits que ces deux institutions avaient consentis. Il y a peu à dire sur la Hongrie, les nouveaux montants bloqués compensant largement les retraits.

A la suite de la dépréciation de la livre sterling et du dollar, l'endettement à court terme de l'Allemagne s'est trouvé de nouveau réduit, si on l'évalue sur la base de l'or; il a été également modifié par de nouveaux remboursements, légèrement supérieurs à 500 millions de reichsmarks, qui ont été effectués en vertu des accords de prorogation. D'autre part, les soldes débiteurs de l'Allemagne, qui résultent de certains arrangements de clearing, ont accusé une forte augmentation. On a estimé que le total de l'endettement à court terme de l'Allemagne s'élevait approximativement, au milieu de l'année 1930, à 16 milliards de reichsmarks, dont la moitié environ a fait ultérieurement l'objet des accords de prorogation. Le premier de ces accords, conclu au mois de juillet 1931, portait sur 6.300 millions de reichsmarks, alors que le total des dettes à court terme s'élevait, à cette époque, à 13.100 millions de reichsmarks. Par réductions successives, le total des crédits prorogés a été ramené à 2.007 millions de reichsmarks, au mois de décembre 1934, dont 1.734 millions seulement ont été utilisés.

Les retraits considérables des banques américaines qui ont caractérisé les années précédentes se sont encore répétés en 1934; ce fait ressort du tableau suivant qui indique la position des principaux pays créanciers :

Seuls crédits effectivement utilisés	Février 1934	Décembre 1934	Réduction
	Millions de Reichsmarks		
Angleterre . . . . .	615	517	— 98
Suisse . . . . .	528	459	— 69
Etats-Unis d'Amérique . . . . .	639	430	— 209
Hollande . . . . .	328	224	— 104
France . . . . .	104	68	— 36
Autres pays . . . . .	47	36	— 11
Total	2.261	1.734	— 527

La réduction, au cours de l'année, des dettes de «Standstill» de l'Allemagne envers tous les pays, a été principalement obtenue grâce à la vente, à des touristes, de «registermarks» sensiblement au-dessous du pair, la différence représentant une perte pour les créanciers.

Le montant de l'endettement à court terme qui a été bloqué, par suite des réglementations du commerce des devises, des accords de prorogation (Standstill), et des autres mesures similaires, a varié au cours de l'année dernière selon des tendances contradictoires. D'une part, l'Autriche a été en mesure de liquider son accord de prorogation (Standstill) et, dans un certain nombre de pays, en Amérique du Sud et ailleurs, on a procédé à une suppression au moins partielle du contrôle des changes; enfin, les particuliers ont continué à liquider leurs engagements par un effort individuel persévérant. D'un autre côté, les clearings se sont multipliés au cours de l'année, en même temps que les arriérés de certaines créances commerciales se sont accumulés. Il se peut que la grande publicité donnée à ces questions, notamment aux négociations pour la libération des créances gelées, ait contribué à créer l'impression que le volume des comptes bloqués a augmenté ces derniers temps. Cette impression est malheureusement fondée dans certains cas; mais la plupart des négociations ont porté seulement sur des montants bloqués les années précédentes, et il semblerait qu'au total une partie des sommes bloquées ait été liquidée, même l'année passée. Une telle procédure est satisfaisante pour les maisons de commerce à qui elle assure le versement des paiements dus, mais, dans la mesure où elle repose sur des mesures coercitives, elle a nécessairement pour effet de contracter plus encore le volume actif des crédits, bien que de nouvelles dettes commerciales soient contractées derrière la façade des accords de clearing. On se rend compte de plus en plus que la situation ne peut redevenir saine qu'au prix d'un retour fondamental à la liberté, un échange de marchandises plus actif permettant alors également une observation plus scrupuleuse des engagements financiers. De même qu'en période d'incertitude, le financement du commerce tend à se contracter plus rapide-

ment que le commerce effectif, de même lorsque la stabilité monétaire sera rétablie, un accroissement relatif plus important du volume des crédits réellement commerciaux devrait correspondre à l'extension du commerce réel.

#### IV. b) TENDANCE DES TAUX D'INTÉRÊT; CONVERSION ET REMBOURSEMENT DES EMPRUNTS INTÉRIEURS ET EXTÉRIEURS.

Les fluctuations des taux d'intérêt de l'argent donnent une juste image des phases successives du ralentissement progressif de la vie économique depuis 1929, et les amples mouvements que l'on constate dans les taux officiels de l'escompte mettent particulièrement en lumière le caractère international des forces qui affectent simultanément la politique des banques centrales. Le tableau ci-après groupe en cinq classes différentes les taux officiels d'escompte des vingt-six banques centrales d'Europe, à la fin de chaque année, de 1929 à 1934 et à la fin du mois de mars 1935:

Fin d'année	1929	1930	1931	1932	1933	1934	Fin Mars 1935
8 % et au dessus .	7	4	8	3	1	nil	nil
de 6 % à 7 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> % .	9	7	13	9	6	5	4
de 4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> % à 5 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> %	8	6	1	4	7	8	8
de 3 à 4 % . . .	2	6	1	6	6	6	7
au-dessous de 3 %	nil	3	3	4	6	7	7

L'abaissement des taux d'intérêt, qui se produit naturellement pendant une période de dépression, apparaît dans les réductions auxquelles il a été procédé de 1929 à 1930, mais ce mouvement d'adaptation vers des niveaux moins élevés a été brusquement interrompu par l'entrée en jeu brutale de la crise de liquidité de 1931; à la fin de cette même année, sur les vingt-six banques centrales européennes, vingt et une avaient relevé leur taux d'escompte à 6 % et au-dessus. Dès le début de l'année suivante, un revirement décisif se produisit et, depuis lors, le mouvement de baisse s'est poursuivi presque sans interruption jusqu'à l'heure actuelle. Depuis le 2 janvier 1934, il n'y a pas en Europe de banque centrale dont le taux d'escompte atteigne 8 %, et, à la fin du mois de mars 1935, quatre banques seulement ont des taux qui atteignent 6 à 7<sup>1</sup>/<sub>2</sub> %. Vingt-deux banques centrales ont des taux inférieurs à 6 %.

La Banque Nationale Suisse, dont le taux est à l'heure actuelle le plus bas d'Europe\* (2 %), a également le taux qui est resté le plus longtemps le même (depuis janvier 1931). La Banque d'Angleterre, la seule parmi les autres banques centrales d'Europe dont le taux soit à 2 %, n'a pas effectué de modifications depuis le mois de

\* Porté à 2<sup>1</sup>/<sub>2</sub> % le 3 mai 1935. La Banque de Dantzig a également relevé son taux de 4 à 6 % le 2 mai 1935, en même temps qu'il a été procédé à la dévaluation de la monnaie.

juin 1932, ce qui, dans l'histoire de cette banque, représente un record de stabilité pour le taux d'escompte. En dehors de ces deux banques, dont le taux se maintient à 2%, cinq autres banques ont maintenant un taux de 2 1/2% (dont l'une, la Sveriges Riksbank a, pour les banques, un taux d'escompte inférieur d'un demi pour cent).

Pendant l'année 1934, on enregistre trois relèvements dans le taux d'escompte des banques. Ces relèvements représentent, dans les trois cas, des mesures défensives destinées à mettre obstacle aux sorties d'or. La Banque d'Italie et la Banque de Dantzig ont toutes les deux relevé leur taux d'escompte de 3 à 4% et la Banque de France a porté le sien à 3%, en février 1934, mais elle a rétabli, quatre mois plus tard, son ancien taux de 2 1/2%. Dix banques centrales ont réduit leur taux et treize n'ont fait aucun changement. Pendant les trois premiers mois de l'année 1935, il a été procédé à trois nouvelles réductions (y compris celle de la Banque d'Italie à 3 1/2%), alors que, pendant la première quinzaine du mois d'avril, le taux de la Nederlandsche Bank a été porté de 2 1/2% à 4 1/2%, en deux étapes successives. A la fin de février 1935, la Banque de France a procédé à une innovation en cotant un taux de 2 5/8% (soit 1/8 au-dessus du taux de la Banque) pour les avances d'une durée maximum de trente jours sur les effets publics à échéance ne dépassant pas deux ans, le taux habituel pour les avances sur titres étant de 4 1/2%.

Le mouvement de baisse dans le prix des crédits accordés par les banques centrales n'est pas particulier à l'Europe et se constate également dans les autres parties du monde. Pendant l'année 1934, le taux officiel d'escompte a été ramené à 4 1/4% en Australie, à 3 1/2% dans les Indes Néerlandaises et à 1 1/2% par la Banque de Réserve Fédérale de New-York. Aux Etats-Unis, les taux d'escompte cotés par le Système de Réserve Fédérale offrent un intéressant exemple de la propagation, dans un grand pays, de taux moins élevés. Le tableau ci-après indique les taux de onze autres banques de Réserve Fédérale, d'une part, le 2 février 1934, date à laquelle la banque de New-York a abaissé à 1 1/2% son taux d'escompte et, d'autre part, à la fin du mois de février 1935.

Taux d'escompte	Nombre de banques	
	2 février 1934	Fin février 1935
3 1/2	5	nil
3	1	nil
2 1/2	5	4
2	nil	7

Les influences qui agissent sur le marché central de l'argent ont ainsi progressivement gagné tout le pays.

L'année écoulée se caractérise moins par le fait que de nouveaux records minima ont été atteints dans un petit nombre de pays créanciers, que par le fait que ces taux minima se maintiennent constants depuis un temps considérable et, ce qui est encore plus important, qu'ils gagnent du terrain dans les pays créanciers et atteignent également les pays débiteurs. A Londres et à New-York, sur les marchés à court terme, les taux sont actuellement inférieurs à ceux de 1913 et ils sont même tombés au-dessous des minima exceptionnels cotés pendant les dix dernières années du siècle passé. Il peut être intéressant de rappeler que le relèvement graduel des taux (et des prix), vers la fin de cette dernière période, a coïncidé avec une importante augmentation des stocks d'or.

Les réductions que les banques commerciales ont apportées dans presque tous les pays aux taux d'intérêts pour les dépôts à vue et les dépôts à terme sont en rapport étroit avec la baisse des taux sur le marché de l'argent et la surabondance des fonds disponibles. L'abondance excessive de disponibilités et l'insignifiance du rendement produit par les placements à court terme ont mis les banques commerciales dans la nécessité, presque par mesure de défense, de réduire ou de supprimer entièrement les paiements d'intérêts sur les dépôts à vue. Mais la réduction des taux d'intérêts sur les dépôts à terme s'est heurtée à certains obstacles, notamment les taux payés par les institutions concurrentes, telles que les banques d'épargne; pendant l'année écoulée, les autorités monétaires ont, dans maints pays, fait de grands efforts pour obtenir de ces institutions une réduction des taux d'intérêts.

Le Conseil de la Réserve Fédérale a réduit de 3% à 2½% le taux maximum des intérêts que les banques membres de la Réserve Fédérale sont autorisées à payer sur les dépôts à terme et les dépôts d'épargne, et la "Federal Deposit Insurance Corporation" a ordonné une diminution correspondante du taux maximum d'intérêt que les banques d'Etat et les banques de dépôts assurées chez elle sont autorisées à payer; dans l'un et l'autre cas, la réduction a pris effet le 1<sup>er</sup> février 1935. En Suède, la Caisse d'Epargne postale a ramené de 2½ à 2%, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1935, le taux d'intérêt de ses dépôts, et d'autres banques d'épargne ont suivi le mouvement. En Allemagne, après l'opération de l'emprunt public de conversion, le Comité central des banques pour les crédits a réduit de 3½ à 3%, à partir du 1<sup>er</sup> mars 1935, le taux d'intérêt pour les dépôts d'épargne et apporté des changements correspondants dans les autres dépôts à terme. Au cours de ces derniers mois, les taux d'intérêt pour les dépôts d'épargne et les dépôts à terme ont été également réduits en Autriche, en Finlande, en Italie, en Yougoslavie, etc. En Angleterre, les taux payés par les Sociétés de construction et sur les certificats de la Banque Nationale d'Epargne ont été récemment réduits, tandis que le taux des Caisses d'épargne postales est, depuis 1861, resté fixé sans changement à 2½%.

Commentant les réductions apportées aux Etats-Unis, le Bulletin de la Réserve Fédérale, pour le mois de décembre 1934, a dit que «l'abaissement des taux d'intérêt

pour les dépôts à terme devrait contribuer à faire diminuer le coût des emprunts et à encourager les déposants à rechercher des placements pour leurs capitaux improductifs. Il est permis d'espérer qu'une amélioration sur le marché des capitaux amènera une amélioration sur le marché des hypothèques, qu'elle encouragera les opérations de conversion et provoquera, d'une façon générale, l'émission de nouveaux emprunts, condition essentielle d'un redressement».

Un progrès important a été réalisé, aux États-Unis, grâce aux diverses opérations de conversion des emprunts dits "Liberty Loans". Les quatre "Liberty Loans" avaient été émis, en 1917 et en 1918, pour un montant total de 17 milliards de dollars. Des tranches considérables de ces emprunts ont été, à partir de 1927, retirées de la circulation grâce à diverses opérations et, au début de l'année 1934, le total s'en était trouvé ramené à 8 milliards de dollars environ, représentant les soldes non encore remboursés des premier et quatrième emprunts. La totalité de ces 8 milliards de dollars a maintenant été appelée au remboursement: 5 milliards de dollars représentés par des titres  $4\frac{1}{4}\%$  ont déjà été définitivement consolidés; le surplus vient à échéance en juin et en octobre, et des offres de conversion ont été faites pour la tranche venant à échéance au mois de juin prochain. Des 5 milliards de dollars dont il vient d'être question, plus de 4 milliards de dollars ont été convertis en nouvelles obligations — plus de 2 milliards en obligations  $3\frac{1}{4}\%$  remboursables en 10 ou 12 ans, 600 millions de dollars en certificats  $2\frac{1}{2}\%$  remboursables en 4 ans, et le solde, par la dernière opération effectuée, en obligations  $2\frac{7}{8}\%$  remboursables dans un délai de 20 à 25 ans —; ces opérations représentent, du point de vue de la Trésorerie, une grande amélioration par rapport aux premières conversions et le nouveau taux est, à l'époque actuelle, le taux le plus bas pour des titres de cette qualité. On estime que ce programme, lorsqu'il sera achevé, permettra une économie annuelle de 100 millions de dollars pour le budget, sans compter les répercussions favorables qu'il exercera d'un point de vue plus général.

Des opérations de conversion de toute première importance ont également eu lieu en Allemagne. En janvier 1935, le Gouvernement a autorisé, par décret, toutes les institutions de crédit qui ont émis des obligations hypothécaires et des obligations communales productrices d'intérêt à  $6\%$  et plus, à offrir aux porteurs, à partir du 1<sup>er</sup> avril 1935, la conversion de leurs titres en nouveaux emprunts  $4\frac{1}{2}\%$ , avec prime de  $2\%$  payable en espèces, les institutions de crédit devant, à partir du 1<sup>er</sup> octobre 1935, faire profiter les débiteurs primitifs de la réduction des intérêts (dont le total est évalué à quelque 120 millions de reichsmarks). Le montant total des emprunts ainsi convertis s'est élevé à 8.300 millions de reichsmarks environ. De plus, en février 1935, il a été procédé à la conversion en obligations  $4\frac{1}{2}\%$  de titres du Reich, des États, des municipalités et des entreprises publiques, productifs d'intérêt à  $6\%$  et plus, d'un montant de 2.100 millions de reichsmarks. La conversion n'a été refusée que pour un pourcentage insignifiant d'obligations sur les quelque 10 milliards de titres atteints par ces deux opérations.

Il n'y a encore que fort peu d'émissions d'emprunts étrangers sur les grands marchés des capitaux, et les remboursements et les rachats d'anciens emprunts dépassent de beaucoup les nouveaux prêts.

Pendant l'année 1934, il a été procédé à la conversion de l'Emprunt Garanti 1923—1943 du Gouvernement Autrichien, dont il restait en circulation la contre-valeur de 580 millions de schillings environ. L'emprunt de 1923 est le premier emprunt international de reconstruction qui ait été émis sous les auspices de la Société des Nations et, bien que portant la garantie des gouvernements créanciers, il était productif d'intérêts entre 6 et 7 %; le nouvel emprunt de conversion bénéficie comme l'ancien des garanties données par les gouvernements, mais les conditions de l'émission tiennent compte des conditions des marchés à long terme :

	Taux d'intérêt nominal	Prix d'émission	Rendement net pour l'acheteur
Belgique . . . . .	5	92	5,4
Tchécoslovaquie . . . . .	5	87	5,7
France . . . . .	5	87	5,7
Grande-Bretagne . . . . .	4½	98½	4,6
Italie . . . . .	4½	95	4,7
Pays-Bas . . . . .	4½	89	5,1
Suède . . . . .	4½	95	4,7
Suisse (émission publique) . . . . .	5	94½	5,3
Autriche . . . . .	5	87	5,7

Le reliquat de la tranche américaine encore en circulation, soit 14 millions et demi de dollars, a été remboursé et la moitié de ce montant a été ajoutée à chacune des tranches autrichienne et britannique du nouvel emprunt.

A Londres, l'embargo virtuel sur toutes les émissions étrangères (qu'il ne faut pas confondre avec les émissions de l'Empire) s'est légèrement détendu au cours de l'année écoulée. Le 19 juillet 1934, le Chancelier de l'Echiquier a déclaré que l'on examinerait les cas particuliers, notamment ceux rentrant dans les catégories ci-après :

- a) les émissions en livres sterling d'un pays du bloc sterling, lorsque l'emprunt aurait pour objet d'augmenter les avoirs en livres sterling du pays en question, et d'atténuer, par conséquent, les fluctuations des changes;
- b) les émissions en livres sterling pour le compte de tout emprunteur, lorsque l'industrie britannique en serait directement la principale bénéficiaire.

Deux emprunts norvégiens émis en août 1934 et en janvier 1935, dont le total global s'élevait à 2 millions de livres sterling, rentrent dans la première catégorie. Pendant l'année 1934, le total des emprunts contractés par l'étranger (non compris

ceux contractés par les pays britanniques) n'a toutefois atteint que 8 millions et demi de livres sterling, alors que la moyenne annuelle dépassait 50 millions de livres sterling entre 1927 et 1930.

A Stockholm, certains emprunts publics et privés ont été émis, pendant l'année, pour le compte de l'Islande, de la Finlande et du Danemark; le total des emprunts émis par l'étranger s'est élevé à 46,8 millions de couronnes suédoises.

Le Gouvernement de Finlande a émis à New-York, en novembre 1934, un emprunt de 10 millions de dollars, remboursable en 4 ans, dont le produit a servi à rembourser une partie des obligations 7% et 5<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% appelées au remboursement en février et en mars 1935, d'un montant total de 22 millions de dollars. Cet emprunt a été le premier émis par un pays étranger, sous le régime de la nouvelle loi sur les valeurs mobilières, et le premier emprunt émis à Wall Street par un Gouvernement étranger depuis 1931. Deux millions de dollars de cet emprunt ont été souscrits par la Banque de Finlande et 12 millions de dollars ont été fournis par les avoirs étrangers à court terme du pays, de sorte qu'au total les obligations venant à échéance ont été remboursées à concurrence de 14 millions de dollars avec des capitaux finlandais.

Le remboursement de dettes extérieures à long terme, effectué soit par un paiement direct, soit par des rachats de titres en bourse, à une cadence plus importante que ne le prévoient les obligations contractuelles, a pris des proportions exceptionnelles depuis que les deux principaux pays créanciers ont procédé à la dépréciation de leur monnaie; il est particulièrement important pour les obligations européennes libellées en dollars et il expose même, dans certains cas, les réserves de la banque centrale du pays débiteur à une pression considérable. Il ressort du rapport annuel de la Banque d'Italie, pour l'année 1934, que les réserves de la banque ont été drainées, dans une large mesure, par suite d'un exode des capitaux destinés à l'achat de titres étrangers et de titres italiens émis à l'étranger. De même, les résultats provisoires de la mobilisation des titres étrangers en Tchécoslovaquie ont montré que l'emprunt tchécoslovaque 8% et l'emprunt de la Ville de Prague 7<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% étaient, à concurrence de 70% pour la tranche en dollars et de 50% pour la tranche en livres sterling, entre les mains de ressortissants tchécoslovaques. Nombreux sont les emprunts qui ont été émis à l'étranger depuis la guerre à des taux d'intérêts sensiblement supérieurs à ceux des emprunts similaires émis sur le marché intérieur des pays débiteurs, et, en outre, l'attraction des taux d'intérêts plus élevés est d'autant plus forte que les cours de ces obligations ont souvent baissé et offrent ainsi des possibilités de plus-value. Les bénéfices qu'ont ainsi fait apparaître les bilans des maisons allemandes, par exemple, ont fourni des possibilités d'exportations supplémentaires à des prix rémunérateurs. Au mois de février 1934, le Ministre des Affaires économiques du Reich a publié un état indiquant que, pendant les deux années de novembre 1931 à novembre 1933, il a été racheté pour 780 millions de reichsmarks (valeur nominale)

d'obligations d'emprunts extérieurs allemands, dont 550 millions de reichsmarks en contre-partie d'exportations supplémentaires. Le dernier rapport de la Rentenbank-Kreditanstalt indique que, sur les quatre emprunts qu'elle a contractés aux Etats-Unis, soit un total de 131 millions de dollars, elle en a amorti 13 millions et demi, conformément aux contrats, et qu'elle a effectué, de 1930 à 1934, en dehors des conditions contractuelles, des remboursements anticipés se chiffrant à 63 millions de dollars (dont 14 millions à l'aide d'emprunts en reichsmarks). Le Japon, la Suède et d'autres pays, dont les statistiques nous sont parvenues, ont également procédé à de vastes opérations de rachat. En novembre 1934, le Gouvernement de l'Argentine a émis un emprunt intérieur de 50 millions de pesos dont le produit devait servir à la conversion d'emprunts émis avant la guerre par le Crédit Argentin, non encore remboursés et détenus à l'étranger. C'est la première fois dans l'histoire de ce pays qu'un emprunt intérieur a été émis à l'effet de rembourser un emprunt extérieur.

Les chiffres cités plus haut dans le présent rapport montrent que l'endettement international à court terme a diminué de près de 60% de la valeur-or qu'il avait à la fin de l'année 1930. Il n'est pas facile d'évaluer la réduction de l'endettement extérieur à long terme, faute de statistiques suffisamment complètes, mais cet endettement s'est trouvé, lui aussi, très fortement réduit par la dépréciation des monnaies dans les grands pays créanciers, par les rachats de titres et diverses autres opérations.

Le montant des nouveaux emprunts contractés à l'étranger reste encore très faible, mais on commence toutefois à constater les premiers symptômes d'une recrudescence d'activité. Des indices d'une évolution favorable peuvent être relevés dans les opérations de conversion des gouvernements finlandais et autrichien, qui ont permis à ces gouvernements de profiter de l'abaissement des taux d'intérêts et de réduire ainsi les charges résultant pour eux de leur dette extérieure, sans cependant porter atteinte aux droits contractuels de leurs créanciers. Il règne un désir général de voir l'activité reprendre sur le marché financier international dans des conditions de stabilité plus grande que pendant la période qui a immédiatement suivi la guerre, et de voir emprunteurs et prêteurs porter un plus grand soin à l'examen des buts du financement recherché. Il serait vain, toutefois, de croire à la possibilité d'une élimination complète des risques: dans le domaine financier, comme dans tout autre domaine de l'activité humaine, aucun progrès ne se réalise sans périls.

## V. a) COOPÉRATION DES BANQUES CENTRALES.

Le premier objet de la Banque des Règlements Internationaux, tel que le définissent ses statuts, est «de favoriser la coopération des banques centrales...». En donnant les raisons pour lesquelles ils recommandaient la création d'une nouvelle banque, les auteurs du Plan des Experts de 1929 écrivaient: «Il y a lieu d'espérer en particulier qu'elle deviendra un trait d'union toujours plus étroit et précieux dans la collaboration entre les banques centrales en général, collaboration indispensable au maintien de la stabilité de la structure mondiale du crédit». En exprimant leur foi dans la nécessité d'une collaboration entre banques centrales, les experts ne faisaient qu'affirmer à nouveau une opinion qui a été sans cesse énoncée toutes les fois que se sont rassemblés les dirigeants financiers depuis la fin de la guerre, et qui a été reprise, avec une vigueur nouvelle, depuis le début de la crise mondiale, chaque fois que des réunions d'experts qualifiés en ont fourni l'occasion. C'est ainsi que les recommandations de la Conférence de Gênes de 1922, relatives à la coopération, reparaissent dans le Rapport Macmillan de 1931, dans les études successives de la Délégation de l'Or du Comité Financier de la Société des Nations, dans les résolutions de la Conférence Monétaire et Economique de Londres de 1933, et dans les déclarations des gouvernements du bloc sterling et du bloc-or sur leur politique monétaire. Cette unanimité dans l'appel à la collaboration n'émane pas seulement d'économistes ou de dirigeants politiques; sa réalité et sa nécessité pratique sont corroborées par le fait que les banques centrales, se fondant sur l'expérience journalière qu'elles ont recueillie en pratiquant leur science difficile et leur art délicat, sont arrivées elles-mêmes à la conclusion que cette coopération est nécessaire pour leur permettre de remplir leur tâche avec succès sur le marché intérieur, qu'elle leur est indispensable pour améliorer leurs relations avec les marchés étrangers, et elles ont aussi reconnu qu'elle est une condition préalable péremptoire du maintien et du fonctionnement régulier d'un étalon monétaire international stable, une fois celui-ci rétabli.

Pourtant il n'existe pas encore d'exposé complet relatif à la collaboration entre les banques centrales, aux raisons qui la rendent nécessaire, à son historique, à son efficacité et aux buts qu'elle poursuit. \*) Le moment est venu d'essayer d'établir ce qu'il faut entendre par ce terme abstrait «coopération de banques centrales», de ramener cette abstraction à une définition concrète, et d'indiquer dans ses grandes lignes la portée de son application pratique. Pourquoi une collaboration de

\*) Une des études les plus intéressantes à ce sujet est une brochure de M. R. N. Kershaw, intitulée «Quelques observations sur la coopération», imprimée à titre privé par la Banque d'Angleterre. La Banque d'Angleterre n'a pas manqué d'être un pionnier du mouvement en faveur d'une plus grande collaboration entre banques centrales.

banques centrales? Sur quoi cette collaboration doit-elle porter? Quelles fins doit-elle servir? Et par quels moyens? Nombreux sont ceux pour lesquels la coopération entre banques centrales n'a d'autre signification que celle d'une aide financière. Elle fait penser à la longue liste de crédits consentis par les banques d'émission à d'autres banques centrales, au moment où, après la guerre, fut rétabli l'étalon-or; elle évoque également les crédits de stabilisation accordés à l'occasion de l'œuvre de reconstruction entreprise par le Comité Financier de la Société des Nations. Elle rappelle enfin les avances considérables faites, au moment de l'effondrement du crédit international, en 1931, aux Banques Nationales d'Autriche et de Hongrie, à la Reichsbank, et plus tard, notamment, à la Banque d'Angleterre. L'histoire de cette entr'aide entre banques remonte loin; on en trouve certains exemples au temps de la crise Baring, entre autres, et, dès l'année 1839, lorsque Paris accorda au marché de Londres des crédits d'acceptation. Toutefois, bien que ce type d'aide financière soit, sans contredit, une preuve éclatante des rapports réciproques entre banques centrales, il n'en est pas moins vrai que ces mesures exceptionnelles, quelle que soit leur utilité, ne constituent pas le noyau véritable de la collaboration des banques centrales qui s'exprime ou qui devrait s'exprimer dans une pratique constante et quotidienne, plutôt que comme une manifestation sporadique due au hasard de circonstances critiques.

Pourquoi une collaboration de banques centrales? La tâche essentielle de toutes les banques centrales est en réalité la même: régler le volume du crédit et de la circulation monétaire, pour atténuer les fluctuations accentuées de l'activité économique et adopter une politique destinée à maintenir l'équilibre fondamental de la balance des paiements, en vue d'assurer à la valeur internationale de la monnaie du pays un degré convenu de stabilité, facilitant ainsi le commerce et les mouvements désirables de capitaux entre les divers pays. En d'autres termes, les banques centrales (comme les services nationaux d'hygiène publique) ont en commun une similitude d'intérêts techniques — qui va souvent jusqu'à une identité d'intérêts — et il est manifeste que le meilleur moyen pour elles de défendre ces intérêts est de travailler volontairement en harmonie, tout en gardant chacune son indépendance, plutôt que d'agir isolément en s'ignorant ou dans un antagonisme inconscient. Une banque centrale — n'y eût-il à cela d'autres raisons que la nécessité où elle se trouve de donner et de conserver à sa monnaie une valeur internationale et le fait que sa politique intérieure est exposée à des influences contraires venant de l'étranger — étend, par la force des choses, son action à une sphère plus vaste que le domaine purement intérieur; son attention doit être tournée vers l'extérieur autant que vers son marché propre si elle veut exercer dans de bonnes conditions ses fonctions essentielles. Parce que les événements d'un pays donné provoquent une réaction rapide dans les milieux financiers d'autres pays, et que les hausses et les dépressions économiques tendent à prendre un caractère international, les efforts

d'une banque centrale, qui cherche à maintenir dans son pays, par sa politique de crédit, des conditions économiques plus stables et à protéger la valeur extérieure de sa monnaie, peuvent être rendus plus difficiles, ou même être contrariés par la politique et l'action d'une banque centrale voisine. Leur propre intérêt bien compris exige des banques d'émission la recherche de directives parallèles pour l'accomplissement de leurs tâches indépendantes, bien qu'il ne soit pas nécessaire, pour atteindre la fin commune, de prendre sur les différents marchés des mesures identiques. Mais, faute de concert entre les banques centrales, il pourra arriver que l'une d'elles, par inadvertance ou par ignorance, neutralise les efforts d'une autre et, pour avoir agi isolément, au lieu d'agir en harmonie, trouble la paix monétaire du monde, déchaînant par là des forces qui se retourneront contre elle-même. L'intérêt national bien conçu se confond à cet égard avec le bien-être international, demandant en général que des politiques de crédit et des politiques monétaires, autant que possible uniformes, soient adoptées par les banques centrales du monde entier, dont la coopération empêchera tout au moins ces politiques d'aller au hasard et de se contrarier mutuellement. Et, dans les cas où la politique nationale et l'intérêt international entrent en conflit, il est de la plus haute importance que les banques centrales se concertent, pour chercher à atténuer les effets d'un programme national qui risquerait d'être nuisible sur le terrain international, ou pour assurer un accord raisonnable entre les parties quant à la meilleure marche à suivre.

En quoi cette collaboration doit-elle consister? Les occasions de collaboration sont variées; elles croissent en nombre et changent de caractère au fur et à mesure de l'évolution des événements monétaires et économiques; les nouveaux incidents qui surviennent dans l'histoire financière du monde fournissent de nouvelles occasions de coopérer pour résoudre les problèmes de portée mondiale qui affectent directement tous les marchés. Entre autres occasions qu'ont les banques centrales de collaborer très efficacement, elles peuvent :

a) élaborer une base commune de doctrine monétaire et établir un maximum d'entente dans le domaine de la théorie, des problèmes et de la pratique monétaires, y compris une entente sur la nature de l'étalon international et sur les moyens de le maintenir. Il s'agit en somme de fixer les «règles du jeu» et de s'entendre pour les appliquer et les perfectionner en tenant compte des leçons de l'expérience pratique. Il n'existe aucun code complet des règles du jeu, en raison du fait surtout qu'elles doivent, par leur nature même, conserver une certaine élasticité pour pouvoir s'adapter aux conditions changeantes auxquelles elles ont à faire face. Certaines de ces «règles», celles qui représentent le maximum d'accord auquel soient parvenues officiellement les banques centrales dans leurs déclarations, sont citées à la fin du présent chapitre;

b) comprendre, au moyen d'un échange d'informations et de conseils, les difficultés rencontrées par le voisin et par soi-même, et pénétrer ainsi les vraies raisons

et les nécessités de la conduite adoptée par chacun. Pour arriver à la compréhension des affaires internationales, qu'il s'agisse de l'arène politique ou du domaine économique et financier, il faut commencer par acquérir au préalable, à force d'examen patient et de considération bienveillante, la connaissance des motifs qui ont poussé une autre nation à prendre les mesures auxquelles elle s'est arrêtée; nombreuses sont, parmi les difficultés qui s'opposent à un rapprochement international, celles qui ont pour origine une connaissance inadéquate de tous les faits dont la situation est tissée et un manque d'objectivité dans le jugement porté sur les problèmes et le raisonnement de l'autre partie. Même lorsque les différences se montrent inconciliables, il reste utile de les avoir nettement définies;

c) apprendre à éviter de se nuire mutuellement, surtout quand une banque centrale opère sur le marché d'une voisine. S'efforcer de ne pas rendre plus difficile pour les banques centrales le contrôle de leur propre marché devrait être l'un des objets de chacune d'entre elles; ce résultat, désirable de part et d'autre, serait pratiquement atteint par l'établissement commun de relations réciproques à la fois bancaires, économiques et personnelles, soit directes, soit par l'intermédiaire de la Banque des Règlements Internationaux considérée comme agence commune;

d) réunir et échanger les éléments d'information monétaire et économique, intérieure et extérieure, qui aideront chaque banque à se former un jugement sur la politique de crédit et à décider de la marche à suivre. L'accomplissement satisfaisant des fonctions d'une banque centrale exige un certain degré de compréhension des affaires qui ne saurait être atteint que par l'étude constante du maximum de données financières et économiques. Une évaluation du volume de monnaie et de crédit qui convient dans des circonstances données nécessite presque un don de prophétie en matière économique. Lire «les signes obscurs annonciateurs de l'orage financier» — comme dit le Rapport Macmillan — et assurer l'action concertée de plusieurs autorités indépendantes «dont chacune vraisemblablement a ses idées personnelles fondées sur des informations locales et les maintient avec ténacité» est, assurément, une «grande entreprise». Il faut établir cette entreprise sur d'amples éléments d'information soigneusement rassemblés et sur des faits précis longuement assimilés permettant de former une doctrine, de tirer des conclusions et de fixer une ligne de conduite. Toute banque d'émission doit avoir des informations sur la situation économique et monétaire mondiale et sur l'évolution du crédit dans les centres voisins, en raison des répercussions de l'une et de l'autre sur son propre marché dont la prospérité dépend d'elle.

En plus de l'échange quotidien d'informations concernant les taux de l'argent, les cours des changes, les changements apportés à la législation monétaire et aux statuts des banques centrales, celles-ci s'efforcent en général de faire connaître l'évolution de la situation dans leur propre pays, de manière à en permettre une interprétation exacte. Cette tendance se reflète dans le nombre croissant et la meilleure

qualité des bulletins mensuels et trimestriels publiés par les services statistiques des banques, elle s'exprime également dans un échange plus fréquent de renseignements confidentiels, effectué soit directement, soit par l'intermédiaire de la Banque des Règlements Internationaux. Il est de la plus haute importance que cette branche de la coopération se perfectionne encore. De telles informations sont indispensables sur un point vital, entre beaucoup d'autres, à savoir en ce qui concerne le volume, le mouvement et la localisation des avoirs à court terme et, d'une manière générale, des crédits extérieurs à court terme. Il est hautement désirable que la Banque des Règlements Internationaux se développe comme centre international de documentation rassemblant, pour les interpréter, les renseignements relatifs aux mouvements des crédits internationaux à court terme et de l'endettement international à court terme; ces données lui seront fournies par les diverses banques centrales, et indiqueront autant que possible le montant et l'origine des capitaux étrangers à court terme, placés sur leurs marchés, ainsi que le montant et la répartition géographique des placements à court terme effectués par leurs marchés. Un certain progrès a déjà été réalisé dans ce sens;

e) perfectionner l'application pratique entre banques centrales de questions techniques telles qu'un accord sur le titre des lingots d'or qui devrait être universellement accepté; des ententes pour la mise d'or sous dossier, les échanges d'or sous dossier et les manipulations d'or, y compris les facilités appropriées pour avances sur or en dépôt ou en transit; l'organisation, dans la mesure où elle est praticable, de clearings des paiements entre banques centrales, et des échanges d'or par l'intermédiaire de la Banque des Règlements Internationaux, ainsi que la création de facilités pour le placement sûr et la mobilisation rapide des fonds d'une banque centrale déposés dans une autre;

f) être disposées à donner, le cas échéant, des conseils techniques au sujet de la création de nouvelles banques centrales ou de la modification des statuts des banques centrales existantes; être également disposées à fournir des techniciens expérimentés pour aider les banques centrales, soit au moment de leur organisation, soit dans leurs études, en mettant à leur disposition des conseillers qualifiés, ou en échangeant réciproquement, pendant un certain temps, des membres des services statistiques et économiques respectifs;

g) apporter aux banques centrales de moindre importance et de création plus récente, qui s'efforcent d'adopter une politique de crédit et une politique financière saines et de maintenir la valeur internationale de leur monnaie, les encouragements, le contact personnel et les conseils des banques d'émission plus grandes ou plus anciennes. Il conviendrait également, le cas échéant, de donner à cette aide morale une forme matérielle, d'accorder, par exemple, aux banques en question des facilités saisonnières de réescompte et d'autres avances spéciales, de préférence par l'intermédiaire de la Banque des Règlements Internationaux, et leur fournir, en outre, des méthodes

sûres de placements rémunérateurs pour une partie de leurs réserves dans d'autres banques centrales ou à la Banque des Règlements Internationaux. Il convient de ne pas oublier que les banques d'émission de création récente et de moindre envergure n'ont pas encore acquis de grandes ressources et qu'elles ont un réel besoin d'accroître le volume de leurs avoirs productifs pour faire face aux charges qui pèsent sur elles et pour réduire au minimum la nécessité de se laisser guider par la recherche du profit dans le choix de leurs opérations;

h) se concerter pour éliminer les défauts reconnus de ce que l'on a appelé à tort «l'étalon de change-or» et pour améliorer à l'avenir le fonctionnement, sur une base restreinte, contrôlée et centralisée, du système des réserves devises des banques centrales, système qui convient particulièrement à certains types d'économies nationales. L'énorme abus qui en a été fait dans le passé a été dû en grande partie au fait que certains marchés ont exagéré l'application de ce système, alors qu'ils n'avaient aucun besoin d'y recourir; il a été dû, en outre, au fait que les banques centrales qui employaient ce système ont négligé de coopérer avec les banques centrales des marchés où leurs devises étrangères étaient en dépôt, et que, d'autre part, les banques centrales de ces marchés ont négligé de s'entendre entre elles ou avec les banques centrales déposantes, pour coordonner leurs politiques. La Conférence de Londres a demandé à la Banque des Règlements Internationaux d'étudier les modifications à apporter au fonctionnement futur du système des réserves devises, en vue d'en corriger les défauts qui sont apparus à la pratique. Mais c'est seulement lorsqu'un progrès effectif aura été accompli dans le rétablissement international de l'étalon-or lui-même qu'il sera possible de traiter définitivement le sujet secondaire, et cependant important, d'une amélioration dans le maniement et le contrôle des réserves supplémentaires en devises — question sur laquelle des études préliminaires ont déjà été faites.

Quels sont les principaux buts de la collaboration des banques centrales? Les huit chefs énumérés ci-dessus comme les points essentiels sur lesquels porte la collaboration des banques centrales, constituent dans une large mesure les moyens d'atteindre les principaux objectifs que se pose la coopération des banques centrales. Ces objectifs sont de deux sortes:

C'est d'abord le rétablissement et le maintien d'un système monétaire international stable reposant sur l'or. La conservation d'un tel système, lorsqu'il aura été rétabli et perfectionné, suppose un contact permanent entre les banques centrales appliquant une technique révisée du fonctionnement de l'étalon-or. «Nous sommes convaincus, comme l'était la Délégation de l'Or», ont été unanimes à déclarer les Experts qui ont rédigé l'Ordre du Jour Annoté de la Conférence de Londres, «que toute action doit avoir pour base l'entente et la coopération internationales. Les perspectives du rétablissement général de l'étalon-or et de son bon fonctionnement à l'avenir semblent être subordonnées, en grande partie, aux progrès qui seront réalisés dans ce domaine».

Les banques centrales connaissent les imperfections de l'étalon-or, révélées par le passé, mais elles se rendent compte également de la faiblesse infiniment plus grande des monnaies dirigées sans base métallique. Elles reconnaissent que l'étalon-or international est une formule vivante, soumise par conséquent à des adaptations et dont le fonctionnement peut être amélioré à l'épreuve de l'expérience. Elles sont d'avis qu'à l'avenir une direction plus raisonnée (et de préférence commune) est nécessaire pour que le système fonctionne d'une façon plus satisfaisante et humaine. Le fonctionnement strictement automatique de l'étalon-or n'est possible que dans un monde où le jeu des autres phénomènes économiques et financiers est également automatique. Toutes les mesures de réglementation prises par les gouvernements, les corporations ou des groupes organisés pour influencer ces phénomènes présupposent également une certaine intervention dans le jeu de l'étalon monétaire pour le préserver d'un arrêt qui serait provoqué par ces ingérences mêmes dans le jeu normal des lois économiques naturelles. « . . . Les forces qui tendent à rompre l'équilibre sont très puissantes . . . » est-il dit dans le Rapport Macmillan, « le jeu de l'étalon monétaire doit être adapté à ces changements violents dans les conditions mondiales, et le soin de cette adaptation doit être confié aux banques centrales. »

Le second objet de la collaboration des banques centrales consiste, autant qu'il est possible par des mesures d'ordre monétaire ou affectant le crédit, à rendre moins violentes les fluctuations du cycle économique et à contribuer au maintien du niveau général de l'activité économique. En d'autres termes, il s'agit de reconnaître que, dans la limite de leurs pouvoirs spécifiques, il appartient à la politique des banques centrales de tâcher d'atténuer les fluctuations indésirables de la capacité d'achat de l'or et de contribuer par là à augmenter la stabilité de la monnaie. Un grand nombre de facteurs d'ordre politique et économique qui échappent au contrôle des banques centrales affectent la valeur d'achat des instruments de paiement. Mais le mécanisme du crédit et de la monnaie influence sensiblement aussi cette valeur. C'est en premier lieu par une politique sage et prévoyante de restriction ou d'expansion du crédit, selon les besoins du commerce, que les banques centrales, agissant de concert, peuvent faire le plus pour éviter les fluctuations indésirables de la capacité d'achat de l'or. Les banques centrales ont souvent sous-estimé leur capacité, même limitée, d'exercer une influence sur le niveau des prix au moyen du crédit; ceci, non seulement parce que le crédit n'est qu'un des éléments affectant la structure des prix et qui peut être annihilé par d'autres, mais surtout parce qu'il serait dangereux d'encourager l'illusion que les banques centrales seules disposent de pouvoirs adéquats pour diriger les prix. Pourtant, c'est par une politique de crédit, comportant la fixation des taux d'escompte, le contrôle des placements à court terme et une certaine action sur les placements à long terme, que les banques centrales peuvent faire beaucoup pour atténuer les variations brusques de la capacité d'achat de systèmes monétaires nationaux et internationaux reposant sur l'or, seul étalon que le monde entier recherche et dont il sent le besoin.

Comment faut-il collaborer? Par des rencontres et des visites fréquentes, un échange permanent d'informations, de consultations mutuelles et de discussions en commun, pour aboutir, sinon à une action harmonieuse, tout au moins à une compréhension mutuelle. Dans tout ce qui touche aux questions monétaires, les facteurs psychologiques qui agissent sur les divers marchés jouent souvent un très grand rôle; s'il est toujours difficile de donner de l'action de ces impondérables une idée exacte, la parole est certainement le meilleur truchement dont nous disposons à cet effet. Il est rare qu'on se rende compte de l'importance des progrès réalisés dans le sens d'un contact plus étroit entre banques d'émission. En plus de l'échange de personnel, des visites fréquentes et d'une liaison directe entre elles,

- i) les banques centrales du bloc-or ont tenu des assemblées spéciales;
- ii) les Gouverneurs des banques centrales de Scandinavie ont des sessions trimestrielles régulières;
- iii) les banques centrales de la Petite Entente ont organisé des réunions consultatives, dont la première a eu lieu vers la fin de l'année 1934;
- iv) les banques centrales de l'Amérique du Sud se réunissent entre elles, une seule fois par an maintenant, semble-t-il;
- v) les membres du Conseil d'Administration de la Banque des Règlements Internationaux se réunissent régulièrement dix fois par an; l'Assemblée Générale annuelle fournit aux représentants de vingt-cinq banques centrales l'occasion de se rencontrer.

Il subsistera toutefois, tant que les autorités monétaires des Etats-Unis d'Amérique ne viendront pas siéger à la Banque des Règlements Internationaux, une lacune essentielle dans le principe de la collaboration entre banques centrales et dans son efficacité. Le Rapport Macmillan a été très net à cet égard, lorsqu'il a dit:

«L'immense accroissement de la puissance financière et économique des Etats-Unis a faussé l'importance, sinon les termes, du problème que posent les relations économiques entre l'Amérique et l'Europe, et — parce qu'il n'existe aucune certitude que l'opinion publique laissera en toutes circonstances les Banques de Réserve Fédérale coopérer cordialement avec les autres banques centrales, — il a placé les banques centrales européennes en face d'une tâche extrêmement ardue, dont on ne pourra venir à bout, sans entente mutuelle et sans action commune.»

Il ne faudrait pourtant pas trop espérer de la coopération des banques centrales. Elle n'est pas une panacée contre les maux économiques, bien qu'elle doive constituer, dans certains cas, un remède préventif largement efficace, ou fréquemment, dans d'autres cas, un palliatif. Nombreuses sont les difficultés auxquelles se heurte une collaboration efficace et la moindre n'est pas l'évolution de la situation politique et

économique qui risque malheureusement de briser les efforts de reconstruction des banques centrales et de détruire cette stabilité relative qu'il est en leur pouvoir de maintenir. La collaboration des banques centrales n'est qu'un aspect de la collaboration générale entre nations; or, si cette collaboration fait totalement défaut, ou si les nations se comportent entre elles comme des adversaires, les banques centrales, dont la tâche est avant tout d'ordre technique, n'ont pas à leur disposition de moyens adéquats de résister aux courants contraires.

Même sur le terrain propre de leur activité, des obstacles s'opposent souvent à une intervention efficace des banques centrales. Ce sont la tradition et l'habitude du secret des affaires qui résulte surtout de la nature confidentielle des rapports de banque à client; en outre, l'indépendance, si désirable, des institutions centrales a trop souvent été interprétée comme un droit absolu d'action isolée. A cela s'ajoutent encore, pour écarter les divers centres l'un de l'autre, des questions de prestige et des problèmes politiques à résoudre; le nationalisme, bien que de façon moins marquée que dans les organismes politiques, pousse fréquemment les banques d'émission à se comporter comme si la souveraineté nationale était en jeu quand il s'agit de questions affectant la monnaie nationale et la politique de crédit, alors que le meilleur moyen de protéger leur propre politique contre des influences contraires venues de l'extérieur serait de travailler de concert entre institutions sœurs. La coopération, pour atteindre les objectifs essentiels mentionnés plus haut, se heurte encore à la difficulté de définir correctement, d'un commun accord, la situation économique et financière mondiale, et de s'entendre sur les mesures à prendre en ce qui concerne la situation apparente, ainsi que sur le moment et le lieu où l'action concertée devra être entreprise. Ce qui vient d'être dit n'est pas une critique du principe ou de l'idéal de la coopération, mais plutôt des défauts de son fonctionnement dus à la fragilité des jugements humains sur lesquels elle repose; or, les interprétations humaines comme les pronostics sont susceptibles d'erreur. Des erreurs ont donc pu être commises dans le passé, mais ce qui reste certain, c'est que des décisions, reposant sur l'avis des banques centrales, devront être prises à l'avenir. Il est impossible d'arriver à une certitude absolue; et s'il est improbable que l'homme, faillible par nature, reçoive subitement le don d'infaillibilité, il lui est néanmoins loisible d'acquiescer un jugement pondéré et éclairé, par l'étude constante et l'interprétation d'un nombre croissant de statistiques et des matériaux financiers et économiques que les banques centrales devraient se communiquer réciproquement, soit directement, soit par l'intermédiaire de la Banque des Règlements Internationaux. S'il est facile de critiquer l'importance des résultats acquis jusqu'à présent grâce à la collaboration des banques centrales, et si l'on peut mettre en doute son degré d'efficacité dans le passé, du moins ne serait-il guère exact de dire que les efforts contraires des banques centrales, dans le sens de l'autarchie, ont été couronnés de succès. S'il ne faut pas trop espérer de la coopération entre banques centrales, toutes les craintes seraient justifiées si elle faisait totalement défaut.

En terminant cet examen rapide des éléments essentiels que renferme le concept abstrait de «coopération de banques centrales», il est permis de citer la déclaration de principes concernant le fonctionnement d'un étalon monétaire international sur la base de l'or et le maintien d'une activité économique plus stable, sur laquelle les représentants des banques centrales se sont mis d'accord; ils l'ont soumise à la Conférence de Londres de 1933 qui l'a adoptée à l'unanimité, sous la réserve toutefois des représentants américains que les autorités de la «Federal Reserve» devraient examiner cette question à une date ultérieure.

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

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

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

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

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

De plus, pour autant que le permet leur situation propre, elles doivent s'efforcer d'adapter leur politique de crédit à tout mouvement tendant à provoquer une modification anormale de l'activité générale des affaires. Une expansion de l'activité générale, d'une telle ampleur qu'elle ne pourra évidemment pas être maintenue en permanence, doit amener les banques centrales à prendre

des mesures dans le sens d'une restriction du crédit par les méthodes que chacune d'elles estimera les plus appropriées, compte tenu de la situation intérieure du pays. Inversement, un fléchissement anormal de l'activité générale doit les amener à adopter une attitude plus libérale en matière de crédit.

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

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

#### V. b) FAITS RÉCENTS AFFECTANT LES BANQUES CENTRALES ET LES BANQUES PRIVÉES.

Au cours de l'année, de nouveaux progrès ont été réalisés par la création de banques centrales dans certains pays qui ne possédaient pas jusqu'à présent d'organisation bancaire centrale adéquate.

La Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande s'est ouverte le 1<sup>er</sup> août 1934. Elle a un capital de 500.000 livres entièrement versé, divisé en 100.000 actions émises dans le public. Ses réserves d'or et de devises proviennent du transfert, d'une part, de 4,5 millions de livres or environ, remis par les banques commerciales qui n'ont plus le droit d'émettre de billets et, d'autre part, de 24 millions de livres prélevés sur les réserves en livres sterling du gouvernement. Deux semaines environ avant le début de ces opérations, la Banque de Réserve a fait savoir que, «pour dissiper l'incertitude actuelle», elle achèterait les livres sterling à raison de 124 livres néo-zélandaises pour 100 livres sterling, qu'elle vendrait des transferts télégraphiques à raison de 125 livres néo-zélandaises et qu'elle maintiendrait ces taux «inchangés pendant une longue période de temps, à moins qu'une modification sensible ne survînt dans les conditions actuelles».

La Banque du Canada, nouvelle banque centrale du Dominion, créée par un acte du Parlement au printemps de 1934, a commencé ses opérations le 11 mars 1935.

Le capital de 5 millions de dollars est divisé en 100.000 actions entièrement libérées, souscrites par plus de 12.000 actionnaires. Les réserves initiales de la Banque ont été constituées par de l'or, dont 68 millions de dollars ont été remis par le Département des Finances et 35 millions de dollars par les "chartered banks". Le pourcentage de couverture que faisait apparaître la première situation de la banque était, pour les billets en circulation et les dépôts, de 42,7% (si l'on évalue l'or à l'ancien prix de 20,67 dollars l'once), alors que le minimum de couverture statutaire est fixé à 25% seulement. Les billets de la nouvelle banque ont été immédiatement mis en circulation et ils sont destinés à remplacer tout d'abord les anciens billets du Gouvernement du Dominion. Aucun des billets des "chartered banks" ne sera retiré de la circulation avant la fin de la première année du fonctionnement de la banque. A ce moment, 5% seront retirés de la circulation, puis, par des retraits successifs, l'émission des banques privilégiées sera réduite de 75% en 10 ans. Aux termes des arrangements statutaires actuels, les "chartered banks" conserveront donc un certain droit d'émission, après 1946. La Banque du Canada est, toutefois, responsable du contrôle de la monnaie et du volume du crédit dans le pays, attendu qu'elle est en mesure d'en augmenter ou d'en réduire le montant au moyen des mesures dont disposent habituellement les banques centrales.

L'organisation de la nouvelle Banque de Réserve de l'Inde a fait de nouveaux progrès au cours de l'année. Le Gouverneur et les deux Sous-Gouverneurs ont été nommés et, pendant la seconde quinzaine de mars 1935, les actions de la nouvelle banque ont été émises dans le public. On prévoit que tous les services de la banque fonctionneront à partir du 1er juillet 1935.

Au mois de mars 1935, un certain nombre de nouvelles lois financières ont été votées en Argentine, stipulant la création d'une banque centrale; cette banque est un des éléments d'une vaste réorganisation du système de crédit du pays; le plan de cette réorganisation suit, dans l'ensemble, les recommandations faites par Sir Otto Niemeyer pendant sa visite en Argentine, en 1933. Le capital autorisé de la banque sera de 30 millions de pesos (équivalent approximatif de 30 millions de francs suisses), mais les deux tiers seulement de ce montant seront souscrits au début: une moitié par le Gouvernement, dont la part ne comportera aucun droit de vote, et l'autre moitié divisée entre les banques privées du pays, dont le capital n'est pas inférieur à un million de pesos. La banque sera administrée par un conseil de 12 membres comprenant principalement des représentants des intérêts bancaires, mais l'agriculture, l'élevage du bétail et l'industrie y seront également représentés par un Administrateur pour chacune de ces branches; le Gouvernement aura un représentant et il nommera, en outre, le président et le vice-président de la banque parmi les candidats proposés par le conseil en assemblée plénière.

La majorité des billets de banque en circulation sera remplacée par les nouveaux billets de la banque centrale, qui prendra également en charge l'or actuellement

détenu par la "Caja de Conversion", office gouvernemental. Une commission, présidée par le Ministre des Finances, a été chargée de rédiger les statuts de la nouvelle banque et de faire, d'une manière générale, des propositions en ce qui concerne son organisation. Cette commission s'occupera également des questions soulevées par une autre des nouvelles lois, prévoyant la création d'un office de liquidation, destiné à reprendre les avoirs des banques privées dont la réalisation immédiate présente des difficultés. La nouvelle législation financière comprend, en outre, une nouvelle loi sur les banques qui prévoit, entre autres, l'inspection des banques privées. Pendant l'année 1934, la Banco Agricola Comercial au Salvador a été transformée en une véritable banque centrale sur des principes modernes, et elle a repris le droit d'émission aux banques commerciales. Le capital de la nouvelle banque est de 1.650.000 colones (équivalant à 1 million de francs suisses environ).

Pendant les deux dernières années, des mesures ont été prises en Allemagne en vue de concentrer à la Reichsbank l'émission totale des billets. Lorsque le système monétaire de l'Allemagne a été réorganisé, en 1924, quatre banques locales, dont les sièges respectifs étaient à Munich, Dresde, Stuttgart et Karlsruhe, ont été autorisées à continuer l'émission des billets à concurrence de montants déterminés. Le total des billets émis par elles a été maintenu entre 170 et 180 millions de reichsmarks, ce qui représente environ 4% de la totalité des billets en circulation dans le pays; au début de 1934, les réserves d'or de ces banques s'élevaient à 73 millions de reichsmarks. A la fin de 1935, le droit d'émission de ces banques passera à la Reichsbank. Des dispositions spéciales ont été prises pour régler le régime de la période de transition et pour permettre à ces quatre banques de se transformer en institutions bancaires ordinaires.

Les changements récents d'une portée plus large apportés dans les règlements et dans les pratiques des banques centrales ont en vue deux objets principaux: 1) introduire une plus grande élasticité dans l'utilisation des réserves, soit en réduisant le pourcentage de couverture légale, soit en réévaluant les réserves or existantes, soit encore au moyen de ces deux mesures à la fois; et 2) permettre aux banques centrales d'exercer sur la situation du crédit intérieur une action plus efficace par une politique d'opérations sur le marché libre.

La Conférence Monétaire et Economique de 1933 a recommandé à l'unanimité que, pour améliorer le fonctionnement d'un futur étalon-or, il conviendrait de donner plus d'élasticité aux dispositions relatives à la couverture légale des banques centrales, et que, par exemple, une proportion minimum ne dépassant pas 25% devrait être considérée comme suffisante. Cette recommandation donnait une forme concrète à un principe qui avait déjà commencé à gagner du terrain avant la réunion de la Conférence. Les rapports antérieurs de la Banque des Règlements Internationaux ont fait mention de l'atténuation apportée, en 1932, au régime gouvernant la couverture de la Banque Nationale d'Autriche, en 1933, aux régimes de la Bank Polski, de la Sveriges Riksbank et de la Banque Nationale du Danemark et, en 1934, aux régimes

de la Banque Nationale de Tchécoslovaquie et de la Banque Nationale de Hongrie. Par décret, en date du 15 janvier 1935, la Banque Nationale de Yougoslavie a été autorisée à fixer temporairement à 25 %, au lieu de 30 % antérieurement, le total de sa couverture-or et devises, et à 20 % au lieu de 25 % sa couverture-or. Le même décret autorisait la banque centrale à réévaluer sa couverture-or et devises en tenant compte d'une prime de 28 1/2 %, qui correspondait à la dépréciation du dinar à Zurich, à seule fin de calculer le pourcentage de couverture.

Parmi les pays dont la monnaie s'est dépréciée depuis 1931, ceux qui ont autorisé leur banque centrale à réévaluer les réserves-or sont de plus en plus nombreux. Les Etats-Unis ont été les premiers à procéder à une réévaluation de leur réserve-or; il en est résulté un accroissement total de 2.812 millions de dollars, dont 2 milliards ont été versés au Fonds de Stabilisation. 170 millions de dollars ont été affectés à des prêts à l'industrie, au Fonds monétaire des Philippines et à d'autres fins; d'après une déclaration de la Trésorerie, en date du 10 mars 1935, le reliquat, soit 642 millions de dollars, sera utilisé au retrait des titres contre lesquels les banques nationales ont le droit d'émettre des billets. En Autriche, la collaboration apportée par la Banque Nationale à la réorganisation du système bancaire interne a directement fourni, en avril 1934, l'occasion de procéder à la réévaluation des réserves-or; plus des deux tiers des bénéfices comptables ont été, toutefois, consacrés à la réévaluation, sur la base nouvelle, du capital et de divers autres postes du bilan. Quand la couronne tchécoslovaque a été dévaluée en février 1934, les bénéfices produits par la réévaluation des réserves de la Banque Nationale ont servi à réduire la dette de l'Etat envers la banque. Il a été dit plus haut qu'en Yougoslavie, la Banque Nationale peut procéder à la réévaluation de son or et de ses devises en tenant compte d'une prime de 28 1/2 % afin d'établir le pourcentage réduit de couverture; l'or et les devises qui se sont ainsi trouvés libérés ont été utilisés au remboursement des engagements de la banque envers l'étranger. Comme conséquence des changements monétaires survenus en Belgique aux mois de mars et d'avril 1935, la Banque Nationale a procédé à une réévaluation de ses réserves en tenant compte d'une prime de 25 %, limite minimum fixée pour la dévaluation du belga par rapport à l'or.

Un nombre croissant de pays ont multiplié les moyens mis à la disposition des banques centrales pour leur permettre d'intervenir plus librement sur leurs marchés. De nouveaux pouvoirs ont été accordés aux banques de Réserve Fédérale, en 1932, et à la Reichsbank, en 1933, ainsi qu'il a été dit dans les rapports antérieurs de la Banque des Règlements Internationaux. En 1934, les banques de Réserve Fédérale ont été, en outre, autorisées à accorder des prêts pour une durée maximum de cinq ans, soit directement, soit en coopération avec les banques commerciales, en vue de fournir des capitaux d'exploitation à des entreprises commerciales et industrielles déjà établies. Par un amendement à ses statuts, en date du 6 février 1935, la Bank Polski a été autorisée à acheter, pour son propre compte, des fonds publics et des obligations hypothécaires cotés à la Bourse de Varsovie à concurrence de 150 millions de zlotys,

tandis que la limite antérieure était fixée à 10% seulement du capital de la banque, dont le montant atteint 150 millions de zlotys. En Lithuanie, un amendement du 15 mars 1935 à la loi qui régit la Lietuvos Bankas a porté d'un à deux tiers de son capital-actions le montant à concurrence duquel la banque est autorisée à acheter des obligations, d'autres valeurs garanties par l'Etat et des actions de la Banque des Règlements Internationaux. En 1934, la Nederlandsche Bank a été autorisée à investir la totalité de son capital, au lieu d'un cinquième seulement comme antérieurement; cette mesure avait, dit-on, pour objet de permettre à la banque de rétablir l'équilibre entre ses recettes et ses dépenses, sa marge possible de bénéfices ayant été considérablement réduite par la liquidation de son portefeuille d'effets étrangers.

Toute la question des relations entre la Banque de France et les marchés français à court et à long terme a été examinée avec la plus grande attention au début de l'année 1935, et il a été décidé d'accorder un certain nombre de nouvelles facilités de crédit compatibles avec les dispositions des statuts. Par un communiqué, en date du 21 février 1935, la Banque de France a fait savoir qu'elle consentirait, pour une durée maximum de 30 jours, des avances sur effets publics à échéance ne dépassant pas deux ans, au taux de  $2\frac{3}{8}\%$ , le taux officiel d'escompte étant de  $2\frac{1}{2}\%$  et le taux des avances ordinaires sur titres de  $4\frac{1}{2}\%$ . Cette nouvelle facilité d'obtenir des fonds liquides, en cas de besoin temporaire, a pour objet d'aider le marché à absorber plus aisément les émissions à court et à moyen terme.

En définissant les principes qui gouvernent les opérations d'une banque centrale sur le marché libre, il convient naturellement d'établir un équilibre entre, d'une part, la nécessité de pouvoirs adéquats et de facilités permettant d'influencer le volume et le prix du crédit et, d'autre part, le besoin d'éviter la constitution d'une superstructure exagérée de billets et de crédit. Dans divers pays, les banques centrales ont, en particulier, souligné le fait qu'il leur faut toujours être en mesure d'amener un retournement des opérations sur le marché libre, s'il convient de changer la tendance du marché. Elles doivent, en d'autres termes, être à même non seulement d'accroître, mais également de contracter le volume du crédit, et cette considération détermine, dans une large mesure, la nature des titres qu'elles peuvent acquérir.

En même temps que se poursuivait, dans les banques centrales, l'évolution décrite ci-dessus, il s'est produit ces dernières années, dans un grand nombre de pays, des changements importants dans la structure de l'organisation bancaire privée et dans les lois qui la régissent. Ces changements apportés à la structure des banques privées ont été provoqués, en règle générale, par les imperfections mises en lumière au cours de la présente dépression et de l'œuvre d'assainissement accomplie par les intéressés et les pouvoirs publics; la nouvelle législation a, dans une large mesure, été adoptée en vue de se prémunir contre des pratiques nuisibles et d'assurer pour l'avenir une meilleure publicité en même temps qu'un contrôle plus étendu de la banque centrale ou d'une autorité spéciale.

L'expérience a montré que, dans aucun pays, l'Etat n'a pu se désintéresser des difficultés sérieuses qui affectaient le système bancaire intérieur. Toute question de protection de l'épargne mise à part, il était important, dans l'intérêt général, de veiller au bon fonctionnement du mécanisme du crédit pour en empêcher l'effondrement à des points vitaux. Le Gouvernement autrichien a secouru la *Crédit-Anstalt*, au printemps de 1931; la même année, une aide considérable a été donnée aux banques commerciales en Allemagne et, l'année suivante, en Suède, le Gouvernement est intervenu à la suite de la crise *Kreuger*. En vue de maintenir une liquidité suffisante, on a, dans un certain nombre de pays, créé de nouvelles institutions dont l'objet était, tantôt de reprendre aux banques commerciales des avoirs plus ou moins gelés, tantôt de leur offrir sur ces avoirs de nouvelles facilités d'emprunt. En Allemagne, la *Golddiskontbank* et certaines autres institutions ont largement contribué à résoudre les problèmes de la liquidité du marché. En Italie, l'*Istituto per la Ricostruzione Industriale* a été fondé pour reprendre et administrer certains avoirs des banques privées. En Tchécoslovaquie, une nouvelle société de réescompte a été créée, au printemps de 1934, après la dévaluation de la monnaie; en Suisse, enfin, la *Darlehenskasse* a été constituée pour faciliter la mobilisation de certains avoirs des banques. Aux Etats-Unis, le pouvoir a été donné à la *Reconstruction Finance Corporation* de venir en aide aux banques commerciales foncièrement saines, mais qui désirent renforcer leur capital, en leur accordant des prêts ou en leur achetant des actions de préférence; elle a été également autorisée à accorder des prêts à des syndicats de faillites et à des liquidateurs de banques fermées, ainsi qu'à des sociétés de prêts hypothécaires, en vue de faciliter la réorganisation ou la liquidation des banques et des sociétés en question. Vers la fin de 1934, le Gouvernement belge a conclu avec la *Société Nationale de Crédit à l'Industrie* (institution fondée en 1919) une convention autorisant cette dernière à reprendre aux banques, pour une durée ne dépassant pas 20 ans, leurs avoirs gelés et à leur remettre en échange des obligations 3% remboursables en 20 ans, émises par la Société et garanties par le Gouvernement. En outre, la législation financière, qui a été adoptée en Argentine pendant la dernière quinzaine de mars 1935, prévoit la création d'un institut qui reprendra aux banques privées ceux de leurs avoirs dont la réalisation immédiate présente des difficultés.

Ces nouvelles institutions travaillent généralement en contact étroit avec les banques centrales, ce qui est naturel, étant donnée l'influence que leur action peut exercer sur la situation générale du crédit. Un grand nombre d'entre elles peuvent être appelées à disparaître avec les circonstances critiques auxquelles elles doivent leur existence, mais il se peut que la forme nouvelle créée par leur activité, ou de toute autre manière, durant la présente crise financière, marque de son empreinte, pendant de nombreuses années encore, les systèmes bancaires des pays intéressés. L'Autriche constitue à cet égard un exemple frappant; sous la direction de la Banque

Nationale et avec son aide et celle du gouvernement, toutes les grandes banques de ce pays se sont réorganisées sur des lignes nouvelles adaptées aux exigences de l'économie autrichienne actuelle.

La nouvelle législation sur les banques ou les amendements à la législation existante qui ont été adoptés ces dernières années aux Etats-Unis, en Allemagne, en Suède, en Suisse, en Roumanie et dans quelques autres pays, sont largement inspirés du désir d'empêcher une répétition des erreurs anciennes commises dans l'administration des banques et de pourvoir à la formation d'une organisation du crédit privé offrant toutes garanties de sécurité et de liquidité. En conséquence, les nouvelles lois fixent certaines règles gouvernant l'établissement des banques privées et leur activité courante, tout en reconnaissant la nécessité de leur laisser une liberté suffisante qui s'adapte à la variété des cas individuels, et n'étouffe pas l'esprit d'entreprise. En vue d'allier les garanties nécessaires à une souplesse suffisante, on a cherché, d'une part, à limiter au minimum les fonctions de mandataire et, d'autre part, pour assurer une information plus complète, à confier à une institution officielle le soin de suivre l'évolution de l'activité bancaire, de se procurer toutes les informations requises et de prendre les décisions nécessaires, soit pour faire compléter la législation sur les banques, soit pour arrêter un mouvement nuisible.

La législation adoptée dans les divers pays se propose tout d'abord le double objet d'assurer une plus grande liquidité et d'établir une séparation plus nette entre l'octroi des crédits commerciaux et similaires à court terme, et les autres fonctions, telles que le placement des capitaux dans des entreprises industrielles et commerciales. La loi suisse sur les banques, du 8 novembre 1934, par exemple, détermine la proportion minimum entre les fonds propres d'une banque (capital et réserves) et l'ensemble de ses engagements, entre les disponibilités et l'ensemble des engagements à court terme, enfin, d'une part, entre les disponibilités et les actifs facilement mobilisables et, d'autre part, le total des engagements à court terme. Tandis que la loi suisse fixe elle-même les pourcentages requis, la nouvelle loi allemande sur les banques laisse à l'Office de contrôle pour les crédits (institution chargée de contrôler les banques) le soin de fixer le pourcentage entre les disponibilités et les engagements, etc. Cette institution fixe également le maximum de crédit qu'une banque peut accorder à un seul et même client; cette mesure a pour objet d'empêcher la répétition de certaines erreurs dans la distribution du crédit que la crise de 1931 avait mises en lumière.

En ce qui concerne les placements sous la forme d'actions et d'actifs similaires, la loi suédoise sur les banques, amendée en 1934, interdit aux banques d'acheter des actions, sauf dans le cas où cet achat est nécessaire pour mettre la banque à l'abri d'une perte, ou dans le cas exceptionnel où le Gouvernement accorde une autorisation spéciale. En Belgique, un décret de 1934 prescrit de diviser en institutions dis-

tinctes les banques acceptant exclusivement les dépôts et celles détenant un portefeuille-actions. Aux Etats-Unis, la loi de 1933 sur les banques interdit à celles-ci de posséder des actions et elle rend, en outre, obligatoire une scission entre les banques et leurs sociétés affiliées ou les sociétés holding, dont les affaires portent sur des achats de titres et d'actions. Cette attitude est plus intransigeante que celle prise dans la plupart des autres pays où les dispositions en question sont d'habitude plus élastiques. Par exemple, la nouvelle loi allemande sur les banques stipule que les actifs d'une banque, sous la forme de biens immobiliers et de participations permanentes, ne peuvent pas être supérieurs à son capital, et que ses actifs sous la forme d'actions, de participations minières et d'obligations non cotées aux bourses allemandes, doivent être maintenus dans une certaine proportion du total des engagements. Dans certains autres pays, au contraire, on pense que la réglementation concernant la liquidité est suffisante lorsqu'elle empêche indirectement les banques de s'engager dans l'industrie au delà d'une certaine limite.

Un grand nombre des dispositions incorporées ces dernières années dans la législation sur les banques donnent tout simplement corps à des principes que les banques les mieux administrées ont déjà suivis dans le passé pour leurs liquidités et leur politique de placements.

La nouvelle législation bancaire présente encore une autre caractéristique: en exigeant des banques la publication de situations et de bilans plus fréquents et plus détaillés, elle donne à leurs opérations une plus grande publicité. Elle donne aussi le moyen de suivre de plus près l'évolution d'une banque particulière et la tendance générale de l'activité bancaire; d'autre part, l'obligation même de rendre les bilans accessibles au public peut exercer sur les autorités responsables de l'administration des banques une influence salutaire. Outre l'obligation de fournir des informations pour la publication, les banques sont tenues de donner, sur demande, tout supplément d'information à la banque centrale ou à un autre organe de contrôle institué dans les pays respectifs. En Allemagne, toutes les institutions de crédit doivent envoyer leurs bilans à la Reichsbank; les banques privées et les banques de moindre importance doivent envoyer des bilans semestriels, et les institutions plus importantes envoient des situations mensuelles. En Suisse, la Banque Nationale a le droit de demander leur bilan annuel à toutes les institutions bancaires et d'exiger d'elles des bilans en cours d'exercice; les banques sont, en outre, tenues de fournir, sur demande, des explications au sujet de leurs bilans et toutes autres informations y relatives. De plus, les banques et les institutions similaires doivent notifier à la Banque Nationale, avant leur conclusion, certaines opérations avec des clients à l'étranger, et la Banque Nationale a le droit d'opposer son veto à ces opérations ou de subordonner son autorisation à la réalisation de certaines conditions, après avoir tenu compte de la tendance du change, du taux de l'intérêt de l'argent ou des capitaux sur les marchés nationaux et des intérêts économiques généraux du pays.

Aux Etats-Unis, de nouvelles tâches ont été confiées, ces dernières années, au Conseil de Réserve Fédérale en ce qui concerne l'activité des banques commerciales. La loi de 1933 sur les banques a établi qu'aucune banque membre de la Réserve Fédérale ne paiera d'intérêt sur un dépôt à vue et que le "Conseil de Réserve Fédérale limitera de temps à autre, par voie de règlement, le taux de l'intérêt que les banques membres de la Réserve Fédérale sont autorisées à payer sur les dépôts à terme". En vertu de cette disposition de la loi, la responsabilité incombe au Conseil de Réserve Fédérale de relever ou d'abaisser de temps à autre, si les conditions économiques et l'intérêt public l'exigent, le taux maximum d'intérêt que les banques membres de la Réserve Fédérale sont autorisées à payer pour les dépôts à terme et les dépôts d'épargne. Dans aucun autre pays, les banques centrales n'ont reçu des pouvoirs aussi étendus en ce qui concerne les taux d'intérêt. En Suisse, pourtant, toute banque dont le total du bilan s'élève à vingt millions de francs suisses au moins doit informer la Banque Nationale, deux semaines à l'avance, de son intention d'augmenter le taux d'intérêt de ses obligations à moyen terme (Kassenscheine — type d'obligations particulières au système bancaire suisse). La Banque Nationale, si elle le juge opportun, peut essayer d'amener la banque en question à y renoncer; mais la Banque Nationale n'a pas droit de veto, la banque restant, en fin de compte, seule responsable.

Quand des institutions spéciales ont été créées pour remplir les fonctions d'organes de contrôle sur les banques privées, un contact étroit a été établi, en règle générale, entre ces institutions et les banques centrales. En Allemagne, l'Office de contrôle pour les crédits est rattaché à la Reichsbank et ses président et vice-président sont le président et le vice-président de la Reichsbank. L'organisation allemande prévoit, en outre, un Commissaire du Reich pour les crédits, fonctionnaire d'Etat qui, en qualité de conseiller, prend part aux délibérations de l'Office de contrôle. En Suisse, le même lien n'existe pas entre la Commission Fédérale spéciale pour les banques, instituée par la loi de 1934, et la Banque Nationale, mais celle-ci est représentée dans la Commission par un membre. En Roumanie, également, il a été créé une commission bancaire qui est en relations étroites avec la banque centrale.

Les institutions spéciales créées pour la surveillance des organisations bancaires s'occupent normalement de toutes les questions qui se rapportent à l'application de la législation bancaire, à l'exactitude des informations publiées et autres informations, des questions relatives à la comptabilité et à sa vérification, etc. Dans un grand nombre de pays, il est nécessaire d'obtenir une autorisation spéciale pour fonder une nouvelle banque, ouvrir une nouvelle agence ou opérer une fusion entre deux ou plusieurs banques.

En résumé, la législation sur les banques privées se propose, dans les divers pays, à peu de chose près d'atteindre les mêmes objectifs: assurer une plus grande publicité, de plus grandes garanties de liquidité, une plus grande protection de l'épargne, un

meilleur système de contrôle des institutions bancaires, et donner aux autorités monétaires des pouvoirs plus étendus en vue de maintenir l'uniformité de la politique nationale de crédit. Il va de soi que les méthodes employées varient considérablement suivant la situation du pays en question; et, dans la mesure où il s'agit de l'évolution de la situation monétaire générale, il conviendrait de ne pas oublier que, même lorsque la loi ne leur donne pas de pouvoirs légaux définis, les banques centrales sont en mesure d'exercer une influence considérable par leur politique d'escompte ou par des opérations sur le marché libre, ainsi que par leur contact quotidien avec les organisations bancaires privées.

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

La Banque agit comme mandataire (trustee) ou comme agent en ce qui concerne les emprunts internationaux dont la situation est résumée ci-dessous. La Banque est également mandataire (trustee) en ce qui concerne quatre règlements financiers intergouvernementaux relatifs à des paiements d'annuités, mais comme l'exécution de ces paiements se trouve encore en suspens par suite des stipulations de l'Accord de Lausanne du 9 juillet 1932, les fonctions de la Banque à cet égard n'ont présenté qu'un caractère de pure forme au cours de l'année. De plus, au mois de février 1935, la Banque a accepté certaines fonctions de banquier et d'agent en ce qui concerne l'ajustement de questions financières résultant du transfert à l'Allemagne du Territoire de la Sarre; ces nouvelles fonctions sont décrites à la fin du présent chapitre.

### a) EMPRUNTS INTERNATIONAUX DE GOUVERNEMENTS.

#### 1) EMPRUNT EXTÉRIEUR ALLEMAND DE 1924.\*)

La Banque a agi comme agent fiscal des mandataires (trustees) de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924 depuis le début de ses opérations, en mai 1930. Cet emprunt a été émis pour un montant nominal équivalant, aux parités de cette époque, à 1.194 millions de francs suisses environ, le montant nominal non amorti, au 31 mars 1935, étant équivalent à 475,5 millions de francs suisses après conversion des monnaies des diverses tranches sur la base des cours de change du marché. Le service de cet emprunt a été entièrement effectué jusqu'au 1<sup>er</sup> juillet 1934, date à partir de laquelle le Gouvernement allemand a suspendu le paiement aux mandataires (trustees) des versements mensuels dans les monnaies des tranches respectives.

Pendant tout le mois de mai 1934, une Conférence a réuni à Berlin les représentants des créanciers étrangers à long et à moyen terme de l'Allemagne et les représentants de la Reichsbank, pour discuter les problèmes de transfert de l'Allemagne et la mesure dans laquelle pourrait être effectué le service des emprunts à long et à moyen terme. Les représentants des créanciers étrangers ont décidé d'exclure de la discussion les emprunts du Reich, parmi lesquels figurent l'Emprunt Exté-

---

\*) Les renseignements ayant trait aux circonstances dans lesquelles cet emprunt a été émis, aux monnaies des diverses tranches, aux garanties spéciales et privilèges attachés à l'emprunt, ainsi qu'à l'application de la clause de monnaie-or contenue dans l'obligation définitive de la tranche américaine, sont indiqués aux pages 48 et 49 du quatrième Rapport annuel de la Banque.

rieur Allemand de 1924 et l'Emprunt International 5<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% 1930 du Gouvernement Allemand.

Le 14 juin 1934, le Ministre des Finances du Reich a notifié à la Banque, en sa qualité d'Agent fiscal des mandataires (trustees), qu'en raison de la situation économique de l'Allemagne aucune devise ne serait plus disponible pour le service de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924, à partir du 1<sup>er</sup> juillet 1934 et jusqu'à nouvel ordre. Le Ministre des Finances du Reich ajoutait que la contre-valeur en reichsmarks des devises dues pour le service des tranches respectives de l'emprunt serait déposée à un compte spécial à la Reichsbank. Les mandataires (trustees) de l'emprunt ont immédiatement, par l'intermédiaire de leur agent fiscal, protesté auprès du Gouvernement allemand contre cette infraction aux obligations et aux engagements assumés par le Reich dans l'Obligation Générale et confirmés par des traités internationaux; ils ont pressé le Gouvernement allemand de considérer à nouveau sa décision en raison notamment des privilèges, priorités et droits attachés à cet emprunt et de la garantie collatérale représentée par le privilège de premier rang sur cinq des principaux revenus du Reich. Les mandataires (trustees) ont expressément et formellement réservé tous les droits et privilèges des porteurs et des mandataires (trustees).

Le service de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924 est payable par versements mensuels le quinze de chaque mois ou le jour ouvrable suivant. La procédure pour maintenir l'efficacité du privilège de premier rang, par voie de garantie collatérale sur les cinq revenus gagés, ainsi que la procédure de remise et d'administration desdits revenus, sont prescrites à l'Annexe XI de l'Accord de La Haye de janvier 1930. Cette annexe stipule que le produit total des revenus gagés sera directement remis par les bureaux de perception d'impôts du Reich au compte des mandataires (trustees) dudit emprunt ou au compte de leur agent fiscal à la Reichsbank. Au moment de l'ouverture du compte, en mai 1930, les mandataires (trustees) ont donné à la Reichsbank les instructions générales suivantes, valables jusqu'à nouvel ordre: a) dès la réception au compte des mandataires (trustees), le 1<sup>er</sup> ou après le 1<sup>er</sup> de chaque mois, d'un total de reichsmarks suffisant pour couvrir le montant de devises étrangères requis pour le versement mensuel du service payable le 15 de ce mois, la Reichsbank est autorisée à donner décharge au Gouvernement allemand de toutes les sommes constituant les résidus des revenus transférés au compte des mandataires (trustees) jusqu'au 1<sup>er</sup> du mois suivant, date à laquelle doit intervenir à nouveau la procédure décrite ci-dessus; b) le 15 de chaque mois, si et lorsque le versement du service en devises étrangères alors dû a été fait, le montant en reichsmarks bloqué antérieurement comme couverture sera libéré et mis à la disposition du Gouvernement allemand et c) si, avant le 15 de chaque mois, le Gouvernement allemand choisit d'effectuer par anticipation le versement en devises étrangères payable à cette date, aussitôt qu'un tel paiement anticipé est fait aux mandataires (trustees), la somme en reichs-

marks bloquée comme couverture doit être libérée et mise à la disposition du Gouvernement allemand.

Avant le mois de juillet 1934, le Gouvernement allemand avait pour habitude d'effectuer par anticipation, le 1<sup>er</sup> de chaque mois, le versement en devises dû le 15 de ce mois, de sorte qu'il n'avait jamais été nécessaire de bloquer, à titre de couverture correspondante, aucune fraction du produit en reichsmarks des revenus gagés. Le 2 juillet 1934, toutefois (le 1<sup>er</sup> juillet étant un dimanche), le versement du service en devises étrangères payable le 15 juillet 1934 n'ayant pas été effectué par anticipation, la somme de 4.300.000 reichsmarks, représentant la contre-valeur approximative des devises en question, fut bloquée au compte des mandataires (trustees) ainsi qu'il était requis aux termes de l'ordre général de paiement révocable donné à la Reichsbank.

Le Gouvernement allemand n'ayant pas fourni les devises nécessaires pour assurer le service de l'emprunt payable le 16 juillet 1934, les mandataires (trustees) de l'emprunt notifièrent à la Reichsbank la révocation de l'ordre général de paiement donné en mai 1930; la somme de 4.300.000 reichsmarks mentionnée à l'alinéa précédent resta donc bloquée au compte des mandataires (trustees), et la Reichsbank ne fut plus autorisée à libérer au profit du Gouvernement allemand aucun produit des revenus gagés qui, aux termes de l'Annexe XI de l'Accord de La Haye, devaient être directement versés à ce compte par les bureaux de perception d'impôts du Reich. Le Gouvernement allemand prit alors des dispositions pour empêcher le versement du produit des revenus gagés au compte des mandataires (trustees) à la Reichsbank et il protesta contre les mesures des mandataires (trustees) pour bloquer la totalité du produit des revenus gagés, sous le prétexte qu'en raison des circonstances une telle procédure ne pouvait être reconnue comme légalement justifiable et qu'elle n'était pas conforme à l'esprit des dispositions du contrat d'emprunt. Les mandataires (trustees) répliquèrent qu'ils estimaient avoir pleinement agi dans les limites de leurs pouvoirs et qu'ils avaient pris la seule mesure qui s'offrait alors à eux pour protéger les droits des porteurs; ils déclarèrent que le Gouvernement allemand avait, selon eux, commis une nouvelle infraction à ses obligations en empêchant le produit des revenus gagés de parvenir au compte des mandataires (trustees).

A la suite de la déclaration du Gouvernement allemand du 14 juin 1934 sur son impossibilité de fournir les devises étrangères pour le service de l'emprunt après le 1<sup>er</sup> juillet 1934, certains gouvernements envisagèrent de se procurer ces devises au moyen d'un clearing forcé des transactions commerciales avec l'Allemagne. Des accords de transfert et de clearing furent alors conclus entre le Gouvernement allemand et les gouvernements de tous les pays, dans lesquels l'emprunt avait été émis, à l'exception des Etats-Unis d'Amérique. A la suite de ces accords, certains groupes de porteurs y spécifiés obtinrent le paiement intégral de la valeur nominale de leurs coupons venus à échéance le 15 octobre 1934. Les mandataires (trustees) de l'em-

prunt ne furent partie à aucun de ces accords, ils n'eurent aucune part dans leur exécution et ils les estimèrent incompatibles avec l'Obligation Générale et les accords internationaux y relatifs.

Avant la suspension par le Gouvernement allemand du paiement aux mandataires (trustees) des versements mensuels réguliers du service de l'emprunt dans les monnaies de ses tranches respectives, les mandataires (trustees) avaient reçu, dans ces monnaies, des sommes leur permettant de payer 50 % des montants nominaux dus sur tous les coupons de l'emprunt venant à échéance le 15 octobre 1934. Ils utilisèrent de cette manière les fonds en leur possession pour le service des diverses tranches de l'emprunt, conformément aux dispositions de l'Obligation Générale. Etant donnés, toutefois, les accords de transfert et de clearing mentionnés à l'alinéa précédent, les porteurs qualifiés aux termes desdits accords ont touché le montant nominal intégral de leur coupon venu à échéance le 15 octobre 1934. Quant aux porteurs ne bénéficiant pas de ces accords, le Gouvernement allemand a offert de liquider les 50 % restants de la valeur nominale des coupons payables le 15 octobre 1934 par un paiement en «registermarks», calculé au taux officiel de change de la Reichsbank.

Les montants reçus avant le 1<sup>er</sup> juillet 1934 pour le fonds d'amortissement ont été utilisés, au fur et à mesure de leur réception, pour l'amortissement d'obligations par voie de rachats sur le marché, sauf toutefois dans le cas des tranches suédoise et américaine. Les obligations de la tranche suédoise ne se trouvant pas sur le marché, les disponibilités du fonds d'amortissement furent utilisées au remboursement au pair d'obligations de cette tranche par voie de tirages. Dans le cas de la tranche américaine, les rachats sur le marché pour le fonds d'amortissement furent interrompus lorsque le Gouvernement allemand annonça son intention de suspendre le service de l'emprunt à partir du 1<sup>er</sup> juillet 1934, et le solde en caisse des disponibilités du fonds d'amortissement est conservé en suspens.

Étant donné que le Gouvernement allemand s'est opposé au versement du produit des revenus gagés au compte des mandataires (trustees), ceux-ci ont été mis dans l'impossibilité de recourir à ces revenus, sauf en ce qui concerne les 4.300.000 reichsmarks qui furent bloqués à leur compte à la Reichsbank, le 2 juillet 1934. Les mandataires (trustees) prièrent la Reichsbank de vendre ce montant contre devises étrangères, mais la Reichsbank répliqua, au nom du Gouvernement allemand, qu'en raison de la situation devises de l'Allemagne il n'était pas possible d'accorder le consentement exigé par la législation allemande pour exécuter les instructions des mandataires (trustees). Le montant de 4.300.000 reichsmarks se trouve donc encore détenu à la Reichsbank.

Au cours de l'exercice examiné, c'est-à-dire du 1<sup>er</sup> avril 1934 au 31 mars 1935, la Banque a, en sa qualité d'Agent fiscal des mandataires (trustees) de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924, reçu seulement les trois premiers versements mensuels

du service de l'emprunt dans les monnaies de ses tranches respectives. Un état des recettes et des paiements, certifié par les commissaires-vérificateurs, pour la dernière année complète qui a pris fin, pour cet emprunt, le 15 octobre 1934, est joint au présent rapport (annexes IV a et IV b). De plus, les fonds affectés audit emprunt et déposés, au nom des mandataires (trustees), au 31 mars 1935, sont indiqués à l'annexe IX.

En ce qui concerne les coupons venus à échéance le 15 avril 1935, le Ministre des Finances du Reich a informé les mandataires (trustees) qu'étant données les circonstances prévalant à l'heure actuelle, le service des coupons en question serait fait de la même manière que celui du coupon du 15 octobre 1934, c'est-à-dire par une offre de paiement en «registermarks» pour tous les coupons qui ne bénéficient pas des dispositions d'accords spéciaux ou d'arrangements de clearing mettant les porteurs en mesure de recevoir le montant nominal intégral de leurs coupons dans leurs monnaies respectives. Les mandataires (trustees) ont informé le Ministre des Finances du Reich que cette procédure était contraire aux obligations assumées dans l'Obligation Générale et ils ont protesté contre le manquement au paiement intégral en devises qui aurait dû être effectué, de la manière requise, à tous les porteurs, par l'intermédiaire des mandataires (trustees).

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

L'Emprunt International 5 $\frac{1}{2}$ % 1930 du Gouvernement Allemand, dont la Banque des Règlements Internationaux est mandataire (trustee), a été émis pour un montant nominal équivalant, aux parités de cette époque, à 1.819 millions de francs suisses environ, le montant nominal non amorti, au 31 mars 1935, étant équivalent à 1.320 millions de francs suisses, après conversion des monnaies des diverses tranches sur la base des cours de change du marché. Pendant l'année actuellement examinée, c'est-à-dire du 1<sup>er</sup> avril 1934 au 31 mars 1935, la Banque n'a reçu, en sa qualité de mandataire (trustee), que trois versements mensuels pour le service de l'intérêt et aucun versement pour le fonds d'amortissement.

Le Gouvernement allemand avait déjà suspendu, depuis le 15 juillet 1933, le paiement des versements mensuels au fonds d'amortissement pour le compte de l'Emprunt International 5 $\frac{1}{2}$ % 1930 du Gouvernement Allemand. Le 14 juin 1934, le Ministre des Finances du Reich a notifié à la Banque, mandataire (trustee), qu'en raison de la situation économique en Allemagne aucune devise ne serait plus, à partir du 1<sup>er</sup> juillet 1934 et jusqu'à nouvel ordre, disponible pour le service de l'emprunt, en ce qui concerne tant les intérêts que le fonds d'amortissement. Le

\*) Les renseignements ayant trait aux circonstances dans lesquelles cet emprunt a été émis, à la manière dont il est garanti, aux monnaies des diverses tranches et à la mesure dans laquelle la clause de valeur-or contenue à l'Article VI de l'Obligation Générale a été exécutée, sont indiqués aux pages 50 à 52 du quatrième Rapport annuel de la Banque.

Ministre des Finances ajoutait que la contre-valeur en reichsmarks des montants du service de l'emprunt, payables dans les monnaies de ses tranches respectives, serait déposée à un compte spécial à la Reichsbank, ainsi qu'il avait déjà été fait pour les versements au fonds d'amortissement, payables le 15 juillet 1933 et ultérieurement. Le mandataire (trustee) a immédiatement protesté contre l'infraction projetée aux obligations inconditionnelles contenues dans l'Obligation Générale et confirmées par divers traités internationaux, et il a réservé expressément et formellement tous les droits et privilèges des porteurs aussi bien que les siens. Il lui a été impossible, pour obtenir l'exécution des obligations du Gouvernement allemand, de recourir à la garantie collatérale représentée par l'impôt sur la Compagnie des Chemins de Fer qui est constituée en reichsmarks et qui couvre seulement les deux tiers du service de l'emprunt.

Lorsque le Gouvernement allemand eut déclaré qu'il n'était pas en mesure de fournir, après le 1<sup>er</sup> juillet 1934, des devises étrangères pour le service des emprunts du Reich, certains gouvernements envisagèrent de se procurer les devises nécessaires au moyen d'un clearing forcé des transactions commerciales avec l'Allemagne. En conséquence, des accords de transfert ou de clearing furent conclus entre le Gouvernement allemand et les gouvernements de tous les pays, dans lesquels l'emprunt a été émis, à l'exception des Etats-Unis d'Amérique. A la suite de ces accords, certains groupes de porteurs y spécifiés obtinrent le paiement intégral de la valeur nominale de leurs coupons venus à échéance le 1<sup>er</sup> décembre 1934. Le mandataire (trustee) de l'emprunt n'a été partie à aucun de ces accords, il n'a eu aucune part dans leur exécution, et il a notifié aux gouvernements principalement intéressés que les accords étaient incompatibles avec l'Obligation Générale et les traités internationaux y relatifs.

Avant la suspension par le Gouvernement allemand, à partir du 1<sup>er</sup> juillet 1934, du paiement au mandataire (trustee) des versements mensuels réguliers du service de l'emprunt dans les monnaies de ses tranches respectives, le mandataire (trustee) avait reçu, dans ces monnaies, des sommes lui permettant de payer un sixième des montants nominaux dus sur tous les coupons de l'emprunt venant à échéance le 1<sup>er</sup> décembre 1934. Le mandataire (trustee) a utilisé de cette manière les fonds en sa possession pour le service des diverses tranches de l'emprunt en tenant compte des dispositions de l'Obligation Générale, du libellé des titres définitifs et des coupons y attachés. Etant donnés, toutefois, les accords de transfert et de clearing ci-dessus mentionnés, les porteurs qualifiés aux termes desdits accords ont touché le montant nominal intégral de leur coupon venu à échéance le 1<sup>er</sup> décembre 1934. Quant aux porteurs qui ne bénéficient pas de ces accords, le Gouvernement allemand a offert de liquider les cinq sixièmes du montant nominal des coupons payables le 1<sup>er</sup> décembre 1934 et restant dus, au moyen d'un paiement en «registermarks», calculé au taux officiel de change de la Reichsbank.

Il a été indiqué dans le rapport consacré au quatrième exercice financier qu'eu égard à la clause de valeur-or stipulée à l'Article VI de l'Obligation Générale et étant donné que le Gouvernement allemand avait, pendant le quatrième exercice financier, omis de fournir, dans les monnaies des tranches respectives de l'emprunt, des fonds suffisants pour donner effet à cette clause, les agents financiers pour l'une des tranches de cet emprunt avaient exprimé leur désapprobation quant au mode adopté par le mandataire (trustee) pour la répartition, entre les porteurs, des fonds effectivement disponibles. Selon ces agents financiers, le mandataire (trustee) aurait dû, au lieu de payer les coupons de toutes les tranches de l'emprunt sur la base de leurs montants nominaux respectifs, réunir en un seul compte les fonds disponibles et les diviser au prorata entre les porteurs, sur la base de la valeur-or. Un porteur de la tranche en question a, depuis lors, intenté un procès à la Banque, en sa qualité de mandataire (trustee), devant un tribunal suisse, demandant des dommages et intérêts pour une répartition prétendue inéquitable des fonds fournis par le gouvernement débiteur. Le tribunal civil de première instance de Bâle a rendu un verdict en faveur du mandataire, le 20 avril 1935, et débouté le demandeur en le condamnant aux dépens.

En ce qui concerne les tranches américaine, anglaise et suédoise, les trois versements reçus pour le service de l'intérêt, pendant l'exercice en cours, étaient insuffisants pour donner effet à la clause de valeur-or stipulée dans l'Obligation Générale. Deux des versements mensuels, reçus pour le service de l'intérêt, ont servi à compléter le paiement intégral des valeurs nominales respectives des coupons venus à échéance le 1<sup>er</sup> juin 1934, pour toutes les tranches de l'Emprunt, et le troisième versement a servi au paiement d'un sixième de la valeur nominale respective de tous les coupons venus à échéance le 1<sup>er</sup> décembre 1934.

Un état des recettes et des paiements relatifs à l'emprunt, certifié par les commissaires-vérificateurs, pour la dernière année complète de l'emprunt ayant pris fin le 1<sup>er</sup> juin 1934, est joint au présent rapport (annexes Va et Vb). En vue de montrer la situation de l'emprunt jusqu'à la dernière date d'échéance des coupons d'intérêt, il a été également joint (annexe VI) un relevé, en cours d'exercice, des recettes et des paiements pour le semestre ayant pris fin le 1<sup>er</sup> décembre 1934. De plus, les fonds affectés audit emprunt et déposés, au nom du mandataire (trustee), à la date du 31 mars 1935, sont indiqués à l'annexe IX.

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

L'Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930, dont la Banque des Règlements Internationaux est mandataire (trustee), a été émis pour un montant nominal équivalant, aux parités de cette époque, à 320 millions de francs suisses environ, et le montant nominal de l'emprunt, non amorti au 31 mars 1935, était équivalent à 199 millions de francs suisses, après conversion des monnaies des tranches respectives sur la base des cours de change du marché. Au cours de la période examinée, c'est-à-dire du 1<sup>er</sup> avril 1934 au 31 mars 1935, la Banque a régulièrement et ponctuellement reçu et distribué les versements mensuels requis pour le service de l'emprunt conformément aux termes de l'Obligation Générale.

La situation de l'Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930 s'est récemment améliorée en ce qui concerne la garantie que les recettes brutes des douanes et du monopole des tabacs du Gouvernement autrichien représentent pour le service de cet emprunt. Lorsque l'emprunt fut émis, cette garantie prenait rang après la charge de priorité sur les mêmes revenus en faveur de l'Emprunt Garanti 1923—1943 du Gouvernement Autrichien et de l'Emprunt Tchécoslovaque de Conversion. Toutefois, pour l'Emprunt Garanti 1923—1943, le Gouvernement autrichien avait, avec l'approbation des mandataires (trustees) de cet emprunt et du Comité de Contrôle des Puissances garantes, le droit de faire connaître avec un préavis de six mois, le 1<sup>er</sup> juin 1934 ou à toute autre échéance ultérieure de coupon, son intention de rembourser la totalité de l'emprunt ou toute tranche y afférente. Le Gouvernement autrichien a exercé ce droit et appelé au remboursement toutes les tranches de cet emprunt, la tranche espagnole, le 1<sup>er</sup> décembre 1935, et toutes les autres tranches le 1<sup>er</sup> juin 1935. Lorsque ce remboursement sera achevé, le service de l'Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930 jouira d'un privilège de premier rang sur les revenus gagés, sous réserve seulement de la charge de priorité en faveur de l'Emprunt Tchécoslovaque de Conversion. Le rachat de l'Emprunt Garanti 1923—1943 est fait au moyen de l'émission de l'Emprunt de Conversion Garanti 1934—1959 et, en ce qui concerne les revenus gagés affectés en garantie, ce dernier emprunt prend rang, pari passu, avec l'Emprunt International Garanti 1933—1953, après le privilège de premier rang en faveur de l'Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930.

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 1934, est joint au présent rapport (annexes VIIa et VIIb). En vue de montrer la situation de l'emprunt jusqu'à la dernière date d'échéance des coupons d'intérêt, il a été également joint (annexe VIII) un relevé en cours d'exercice des recettes et des paiements, pour le semestre prenant fin le 31 décembre 1934. De plus, les fonds affectés audit emprunt et déposés, au nom du mandataire (trustee), à la date du 31 mars 1935, sont indiqués à l'annexe IX.

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

b) PAIEMENTS D'ANNUITÉS A EFFECTUER PAR LES GOUVERNEMENTS.

1) PAIEMENTS D'ANNUITÉS DU REICH.

L'Accord de Lausanne, signé le 9 juillet 1932, (qui devait modifier les obligations de l'Allemagne telles qu'elles sont exposées dans le Nouveau Plan adopté à la Conférence de La Haye, en janvier 1930), n'a été ratifié par aucune des parties. La période intermédiaire, comprise entre la date de la signature et celle de la ratification de l'Accord de Lausanne, est régie par ses dispositions relatives aux «Mesures de transition», en vertu desquelles l'exécution des obligations de l'Allemagne aux termes du Nouveau Plan est réservée, étant entendu que le «service des emprunts émis sur le marché» ne serait pas affecté de ce chef.

Ainsi qu'il est exposé dans les sections du présent Rapport qui traitent de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924 et de l'Emprunt International 5 1/2 % 1930 du Gouvernement Allemand (les deux emprunts en question émis sur le marché), le Gouvernement allemand a suspendu, à partir du 1<sup>er</sup> juillet 1934, le service régulier des deux emprunts. En conséquence, pendant l'année actuellement examinée, c'est-à-dire du 1<sup>er</sup> avril 1934 au 31 mars 1935, la Banque, en sa qualité de mandataire (trustee), n'a reçu du Gouvernement allemand, pour les paiements de l'annuité allemande, que les montants représentant les trois versements mensuels pour le service des emprunts émis sur le marché, venus à échéance avant le 1<sup>er</sup> juillet 1934, à savoir :

	Reichsmarks
a) pour le service de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924 . . . . .	12.672.071,49
b) pour deux tiers*) du service de l'Emprunt International 5 1/2 % 1930 du Gouvernement Allemand . . . . .	10.069.788,13

Les montants ci-dessus mentionnés ont été, dès leur réception, transférés aux mandataires (trustees) des emprunts respectifs. Un état récapitulatif des recettes et des paiements de la Banque concernant l'annuité allemande pendant la période s'étendant du 1<sup>er</sup> avril 1934 au 31 mars 1935, y compris les transactions peu importantes qui ont eu lieu par suite de la liquidation d'anciens contrats de livraisons en nature, est présenté à l'annexe X, sous la forme approuvée et certifiée par les commissaires-vérificateurs.

2) PAIEMENTS D'ANNUITÉS DE LA HONGRIE, DE LA BULGARIE  
ET DE LA TCHÉCOSLOVAQUIE.

L'exécution des paiements des annuités hongroise, bulgare et tchécoslovaque a été réservée jusqu'au 15 décembre 1932, aux termes de la Partie III de l'Accord de Lausanne de juillet 1932. Les parties intervenant à cet Accord recommandaient

\*) Deux tiers seulement du service de l'emprunt auraient dû être prélevés sur les annuités payables par l'Allemagne, aux termes du Nouveau Plan; le dernier tiers est affecté à la fraction du produit de l'emprunt qui a été attribuée au Gouvernement allemand.

la nomination d'un comité chargé d'examiner l'ensemble des questions groupées sous le terme de «Réparations non allemandes» et de celles qui s'y rattachent, en les étudiant dans le cadre d'un règlement général. Le Comité n'a pas été constitué et les Gouvernements intéressés ont convenu de prolonger jusqu'au 15 juin 1935 la suspension des paiements d'annuités de la Hongrie, de la Bulgarie et de la Tchécoslovaquie.

Pendant l'exercice social examiné, c'est-à-dire du 1<sup>er</sup> avril 1934 au 31 mars 1935, la Banque n'a donc reçu aucun paiement en ce qui concerne ces annuités.

#### c) RÈGLEMENT FINANCIER DU RATTACHEMENT DE LA SARRE A L'ALLEMAGNE.

La Banque des Règlements Internationaux a été associée au règlement final des questions financières que posait le rattachement de la Sarre à l'Allemagne.

L'accord signé à Rome le 3 décembre 1934, entre les Gouvernements allemand et français, prévoyait notamment le paiement par l'Allemagne, au profit de la France, d'une somme forfaitaire de 900 millions de francs français pour le rachat des mines, chemins de fer, etc., de la Sarre, étant entendu que serait déduite de ce montant la valeur des francs français et autres moyens de paiements étrangers recueillis sur ce territoire, échangés contre des reichsmarks et remis à la Banque de France pour le compte du Gouvernement français. Comme il n'était pas à prévoir que ce montant couvrirait le forfait, il a été envisagé que le solde devrait être couvert par des livraisons de charbon. Cet accord envisageait que certaines fonctions financières pourraient être confiées à la Banque des Règlements Internationaux. Le Conseil d'Administration de la Banque ayant reçu officiellement, par l'intermédiaire du Gouverneur de la Banque de France et du Président de la Reichsbank, copie de cet accord, a accepté, en principe, la tâche qu'on voulait confier à la Banque.

Au commencement de janvier 1935, les représentants des Gouvernements allemand et français et de la Commission de la Sarre se réunirent à Bâle, au siège de la Banque des Règlements Internationaux, en vue d'entamer les négociations nécessaires pour donner effet pratique à l'accord de Rome; elles ont été suivies par un membre du Comité Financier de la Société des Nations, au nom du Comité des Trois.

Ces négociations aboutirent à une série d'accords, dont quelques-uns intéressant l'activité de la Banque furent signés au siège même de la Banque, le 11 février 1935.

Les fonctions principales acceptées par la Banque, dans une capacité purement bancaire ou comptable, sont précisées dans deux documents signés par elle à la même date:

a) Accord entre les Gouvernements allemand et français, la Banque de France et la Banque des Règlements Internationaux;

b) Convention entre la Banque des Règlements Internationaux, la Reichsbank et la Banque de France.

D'autres fonctions ont été, en outre, également acceptées, à la requête des intéressés.

En vertu de ces divers accords, la tâche de la Banque est la suivante:

I. Les billets de la Banque de France et les moyens de paiements étrangers autres que le reichsmark, circulant sur le Territoire de la Sarre et échangés contre la monnaie allemande par la Reichsbank, sont remis à la succursale de la Banque de France, à Sarreguemines, pour être portés au crédit de la Banque des Règlements Internationaux qui, à son tour, crédite a) 95% de ce montant à un compte au nom de la Banque de France pour le compte du Gouvernement français et b) 5% à un autre compte au nom de la Reichsbank, destinés à assurer le service financier des emprunts extérieurs autorisés par l'ancien Gouvernement de la Sarre, selon les instructions qui sont données par une personnalité nommée par la Société des Nations. Le montant total crédité par la Banque de France et provenant du retrait des billets français et autres moyens de paiements étrangers s'élevait, le 23 avril 1935, à 287,4 millions de francs français, dont 95%, soit 273 millions de francs français, ont été crédités au premier compte et 5%, soit 14,4 millions de francs français, au second.

II. La différence entre les montants ainsi encaissés et la somme forfaitaire due à la France doit être couverte par des livraisons de charbon. Les sommes dues par les importateurs français de charbon sont encaissées par la Banque de France, pour le compte de la Banque des Règlements Internationaux, qui les porte à son tour au compte précité de la Banque de France, pour le compte du Gouvernement français.

III. Le 15 de chaque mois, la Banque des Règlements Internationaux met le solde créditeur du compte «Banque de France (pour le compte du Gouvernement français)» à la disposition de la Trésorerie française, par l'intermédiaire de la Banque de France, étant entendu qu'un solde minimum de 10 millions de francs français doit être conservé à la Banque des Règlements Internationaux, jusqu'à l'expiration d'une période prévue de 5 ans. En contre-partie, la Banque a accepté que ce dernier montant bénéficiera du taux le plus élevé payé par elle sur de tels comptes en francs français, et pourra participer à la distribution des bénéfices de la Banque, suivant les dispositions de l'article 53 des statuts, § e), i).

IV. La Banque des Règlements Internationaux tient, en outre, un compte d'ordre destiné à indiquer toutes les sommes définitivement versées en satisfaction de la somme forfaitaire de 900 millions de francs français.

V. En outre, l'accord germano-français prévoit que le surplus des cautionnements et réserves des Compagnies françaises d'assurances privées, ayant fonctionné dans la Sarre, est transféré à la Banque des Règlements Internationaux pour y rester au plus une année. Un montant de titres, d'une valeur nominale de 740.000 francs

français, et 170.000 francs français en espèces, ont été remis à la Banque qui les administre comme dépôts de sept compagnies françaises d'assurances et qui ne peuvent, pour le moment, être retirés qu'après accord avec l'Office Allemand de Surveillance des Assurances Privées à Berlin.

VI. Enfin, comme suite aux négociations entre les Gouvernements allemand et français au sujet du règlement des pensions des fonctionnaires de nationalité française de la Sarre, il a été décidé de déposer à la Banque des Règlements Internationaux les sommes devant servir à la capitalisation des pensions de ces fonctionnaires. D'accord avec la Banque de France et la Reichsbank, la Banque des Règlements Internationaux a accepté cette mission et a reçu de ce chef un dépôt de 14,5 millions de francs français.

VII. Les accords franco-allemands relatifs aux modalités de cession des mines de la Sarre établissent le recours à un tribunal arbitral en cas de litige pour l'évaluation de certains dégâts causés aux chemins de fer, tramways et routes; la nomination d'un super-arbitre y est prévue qui, à défaut d'accord quant à son choix entre les arbitres nommés par les parties, serait désigné par le Président de la Banque des Règlements Internationaux.

Dûment autorisé par le Conseil d'Administration, le Président a accepté cette mission.

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

DÉPÔTS ET PLACEMENTS.

Le bilan de la Banque au 31 mars 1935 se trouve reproduit à l'annexe II. Son total, à cette date, s'établit à un chiffre peu différent de celui du bilan en fin d'exercice précédent, soit à 660 millions de francs suisses contre 667,5 à fin mars 1934.

Sur ce total, les engagements à long terme s'élèvent à 295 millions de francs suisses, faisant ainsi ressortir une augmentation de 24 millions de francs entre le début et la fin de l'exercice social. Cette évolution tient presque exclusivement à la modification apportée au montant du Fonds de garantie du Gouvernement français par la décision arbitrale rendue, le 30 janvier 1935, par M. Marcus Wallenberg, de Stockholm, agissant en l'occurrence au titre d'arbitre désigné par les deux parties. Aux termes de cette décision, le montant de ce Fonds s'établit à l'équivalent de 61,9 millions de francs suisses contre 40,9 millions portés en compte au 31 mars 1934. La différence entre ces deux contre-valeurs a été prélevée au compte d'attente qui avait été constitué dans les « Divers » du passif, en vue de parfaire, le cas échéant, le montant maximum auquel aurait pu être fixé l'engagement de la Banque à cette occasion.

Dans les dépôts à court terme, les dépôts de banques centrales pour leur compte propre ont enregistré un recul. Celui-ci, pour être moins sensible que celui du dernier exercice, en a ramené le total de 151 à 132 millions de francs suisses, chiffre à peu près le plus faible de l'année. On avait pu noter, au début de l'exercice, une certaine tendance à l'augmentation du chiffre de ces dépôts. Les retraits de fonds s'expliquent, en partie, par l'obligation dans laquelle plusieurs banques centrales se sont trouvées de défendre leur change eu égard aux mouvements de certaines devises, notamment du dollar, et ces retraits se sont manifestés généralement aux époques où s'amplifiaient les fluctuations des changes.

Soulignons, à cet égard, que tant que plusieurs des grandes devises ne seront pas revenues inconditionnellement à l'étalon-or, nous ne pourrons compter sur une augmentation de la catégorie de dépôts qui a représenté, au cours des premiers exercices de la Banque, une partie importante de nos ressources, à savoir les dépôts par les banques centrales de leurs réserves monétaires en devises.

A la différence de cette catégorie de fonds, les dépôts des banques centrales, pour compte de tiers, et ceux d'autres déposants sont passés, dans leur ensemble, de 10 à 30 millions de francs; l'origine principale de cet accroissement est l'exécution

des Accords dits de la Sarre, au sujet desquels une mention spéciale est faite dans une autre partie du présent Rapport.

En ce qui concerne l'or gardé sous dossier "earmarked" pour le compte des banques centrales, on sait que ces fonds n'apparaissent pas aux situations de la Banque. Au contraire de nos dépôts en poids d'or, le montant de l'or "earmarked" n'a cessé de s'accroître. Au 31 mars 1935, son total était d'environ 272 millions de francs suisses, contre 217 millions à fin mars 1934 et 176 millions à fin mars 1933.

L'importance de ces divers dépôts d'or, conservés sur cinq places différentes, a permis d'éviter, dans une mesure plus large que par le passé, des transferts effectifs de métal en sens inverse grâce à une compensation dans nos livres entre les ordres qui nous sont passés. Les diverses et très importantes transactions effectuées dans ces conditions ont été particulièrement utiles aux époques de l'année où les cours de certaines devises atteignaient les points-or et où le manque de coordination, créé par des spéculations agissant sous l'influence de divers mobiles, impliquait des mouvements d'or inverses et simultanés entre deux mêmes places.

Par ailleurs, au cours de cette année, la Banque, déjà chargée du service de certains emprunts internationaux, a accepté d'assumer la même tâche à l'égard d'autres emprunts ayant un caractère similaire. Le montant des fonds détenus à cette fin hors bilan s'élevait, au 31 mars 1935, à environ 8 millions de francs suisses.

En ce qui concerne notre liquidité, mentionnons que la réduction de nos dépôts a porté principalement sur les dépôts à vue. Ces derniers s'élevaient, au 31 mars 1934, à 81 millions de francs suisses; au 31 mars 1935, ils n'étaient plus que de 60 millions. Par contre, le chiffre des dépôts à court terme est passé, durant la même période, de 108 à 113 millions de francs suisses.

Pour ce qui est, enfin, des devises dans lesquelles se trouvent exprimés ces divers engagements, sur l'ensemble de nos dépôts à vue et à court terme au 31 mars 1935, 75,5 % étaient constitués par des dépôts en francs français et 6,3 % par des dépôts bancaires exprimés en poids d'or. Le solde se répartissait inégalement entre plusieurs monnaies tant européennes qu'américaines.

\* \* \*

La répartition de nos actifs entre les diverses catégories où ils apparaissent au bilan ne s'est pas modifiée sensiblement au cours de l'exercice. Abstraction faite de nos avoirs en lingots d'or, dont la contre-valeur dépasse celle de nos engagements du même ordre, nos actifs sur demande correspondent à 57,6 % du total de notre bilan, alors que nos engagements à vue n'en représentent que 7,4 % et que l'ensemble de nos engagements à vue et à court terme n'en représente lui-même que 24,5 %.

D'autre part, la répartition, au 31 mars 1935, de nos placements entre les trois divisions d'avoirs sur demande, de fonds à terme placés à intérêts et d'effets et placements divers, est sensiblement la même qu'au 31 mars 1934.

Par ailleurs, nos opérations de placement n'ont été traitées, comme par le passé, qu'avec ou par l'intermédiaire et sur la recommandation des banques centrales des divers marchés où s'exerce notre activité. Cette méthode exclut, en fait, pour la majorité de nos placements, une partie importante du risque de crédit. D'autre part, nous avons, tout spécialement durant le cours de cet exercice financier, évité de laisser notre activité nous créer, dans des devises quelconques, des positions de change autres que celles, de courte durée et de faible volume, qui sont inévitables en matière de trésorerie de paiements internationaux. Pour obtenir ce résultat, qui élimine, dans une mesure appréciable, l'autre risque de pertes de change, nous avons été amenés à balancer sensiblement, dans chaque monnaie, nos avoirs et nos créances, couvrant, par ailleurs, une partie importante de nos placements par des clauses-or. Le montant de nos avoirs jouissant de cette garantie spéciale s'élève à un total d'environ 259 millions de francs suisses.

Cette année, enfin, plusieurs banques centrales actionnaires de notre banque ont recouru plus activement aux facilités que nous sommes en mesure d'accorder, notamment en ce qui concerne les transferts en comptes sur livres et les opérations de change sur devises.

En dehors des opérations normales afférentes à la gestion des fonds qui nous sont confiés à divers titres, la Banque a été amenée, au cours de l'année, à étendre son activité à plusieurs autres domaines.

L'un de ceux-ci a été l'inauguration d'un système de règlement des transactions postales internationales. A la fin de l'exercice, les Administrations postales de 10 pays se trouvaient adhérer à ce système nouveau et des négociations sont actuellement poursuivies, dans un but d'intérêt général, en vue de l'adhésion du plus grand nombre possible d'administrations postales d'autres pays. Les règlements sont effectués par l'intermédiaire de comptes que les banques centrales se sont fait ouvrir à cette fin dans nos livres. La monnaie et les conditions de ces paiements sont fixées par divers accords postaux internationaux. La Banque n'est partie à aucun de ces accords; jusqu'ici, elle remplit simplement, à leur occasion, les fonctions de banquier en effectuant les paiements conformément aux instructions reçues. On espère, toutefois, que le système, en se développant, pourra se transformer finalement en un clearing postal international effectif par notre intermédiaire.

Par ailleurs, la Banque a été pressentie par diverses autres institutions internationales, en vue d'assurer le service de caisse de ces institutions qui se trouvent appelées, de par le caractère même de leur activité, à recevoir et à effectuer des paiements en diverses devises.

Dans le même ordre d'idées, une banque centrale, agissant pour le compte de son Gouvernement, nous a demandé d'accepter, en dépôt "earmarked" à notre nom auprès d'une autre banque centrale, des montants d'or destinés à assurer le service d'un emprunt extérieur de son Gouvernement. La Banque des Règlements Inter-

nationaux est, au surplus, chargée de vendre cet or, le moment venu, à l'effet d'obtenir les devises dont les agents fiscaux de cet emprunt auront besoin pour en assurer le service.

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

Il incombe à la présente Assemblée Générale de prendre une décision en ce qui concerne le dividende et de faire des affectations aux fonds de réserves. Les bénéfices nets de l'exercice, après provision pour possibilité de dépenses imprévues, s'élèvent à 13.046.008,66 francs suisses (13.007.072,82 francs suisses en 1934), le franc suisse étant calculé au pair monétaire. Dans le bilan au 31 mars 1935, 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. Pour le calcul des bénéfices, il n'a pas été tenu compte des gains réalisés du fait que la Banque se trouvait à découvert dans une monnaie donnée au moment de sa dépréciation, tandis que les pertes subies de ce chef ont été déduites.

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 652.300,43 francs suisses (650.353,64 francs suisses en 1934), il est proposé que l'Assemblée Générale fixe le dividende à 6 % l'an pour le cinquième exercice social. Le paiement de ce dividende nécessite un prélèvement de 7.500.000 francs suisses (7.500.000 francs suisses en 1934). Les bénéfices nets encore disponibles après la distribution de ce dividende, si elle est votée, s'élèvent à 4.893.708,23 francs suisses dont l'utilisation est fixée par l'Article 53 des Statuts.

Faisant usage de la faculté que lui donne l'alinéa c) de l'Article 53, le Conseil d'Administration a décidé d'inscrire au crédit du Fonds spécial de réserve de dividendes, destiné à assurer le dividende cumulatif de 6 % prévu par les Statuts ou une répartition ultérieure aux actionnaires, la somme de 978.741,65 francs suisses, montant maximum qu'il est permis, aux termes des Statuts, de prélever à cette fin sur les bénéfices nets de l'exercice actuel (971.343,84 francs suisses en 1934).

Une fois décidées les affectations aux postes ci-dessus, vous êtes priés, sur le solde restant, d'affecter au Fonds de réserve générale, ainsi qu'il est stipulé à l'alinéa d) de l'Article 53, un montant de 1.957.483,29 francs suisses (1.942.687,67 francs suisses en 1934). Le total de la Réserve légale, de la Réserve de dividendes et de la Réserve générale, s'élèverait dès lors, à la fin du cinquième exercice, à 20.859.072,34 francs suisses.

Le même article des Statuts règle la répartition du solde final, soit 1.957.483,29 francs suisses, entre les gouvernements ou les banques centrales d'Allemagne et des pays ayant droit à une part dans les annuités payables en vertu du Nouveau Plan,

dans les conditions prévues à l'Accord de La Haye de janvier 1930, c'est-à-dire entre ceux qui auront laissé à la Banque des dépôts à terme ne pouvant être retirés qu'après un délai minimum de cinq ans. Aucune banque centrale n'a déposé, à l'heure actuelle, des fonds de cette nature, mais certains gouvernements ont effectué des dépôts qui ont droit — en raison de la durée minimum prévue pour ces dépôts — à participer à la répartition du solde des bénéfices, soit 1.957.483,29 francs suisses (1.942.687,67 francs suisses en 1934).

Il a été indiqué dans le quatrième Rapport annuel qu'en raison de l'incertitude alors existante sur le montant de l'engagement de la Banque au titre du Fonds de garantie du Gouvernement français, il n'était pas possible de répartir le solde total des bénéfices du quatrième exercice social entre les Gouvernements intéressés; il fut, toutefois, procédé à une répartition provisoire, et un montant de 104.961,32 francs suisses fut gardé en suspens pour être réparti lorsque le montant de l'engagement de la Banque au titre du Fonds de garantie serait précisé. Cette question a maintenant été réglée par arbitrage, et la somme de 104.961,32 francs suisses a été distribuée. La répartition finale du solde des bénéfices, pour le quatrième exercice 1933/34, et la répartition, pour le cinquième exercice 1934/35, sont les suivantes:

	Francs suisses au pair	
	1934/35	1933/34
Fonds de garantie du Gouvernement français prévu à l'Article XIII du Contrat de Mandat (Trust)	413.429,34	412.771,51
Dépôt sans intérêt du Gouvernement allemand prévu à l'Article IX du Contrat de Mandat (Trust)	514.321,24	509.972,05
Dépôts du Compte de Trust des Annuités prévus à l'Article IV(e) du Contrat de Mandat (Trust)		
France . . . . .	559.890,11	555.155,58
Grande-Bretagne . . . . .	218.792,26	216.942,11
Italie . . . . .	114.282,18	113.315,79
Belgique . . . . .	61.821,41	61.298,64
Roumanie . . . . .	10.800,75	10.709,42
Yougoslavie . . . . .	44.951,68	44.571,56
Grèce . . . . .	3.703,11	3.671,80
Portugal . . . . .	7.097,63	7.037,61
Japon . . . . .	7.097,63	7.037,61
Pologne . . . . .	205,73	203,99
	1.028.642,49	1.019.944,11
Dépôt du Gouvernement français (Sarre)	1.090,22	
	1.957.483,29	1.942.687,67

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

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

Au cours de l'exercice social, un certain nombre de changements ont été apportés à la composition du Conseil d'Administration qui comprend actuellement 18 membres appartenant à neuf nationalités différentes. Le Gouverneur Clément Moret, Administrateur d'office, qui a apporté le plus précieux et le plus fidèle concours à la Banque depuis le début de son fonctionnement, après avoir été membre du Comité d'Organisation de la Banque à Baden-Baden, a eu pour successeur, après résignation de ses fonctions de Gouverneur de la Banque de France, M. Jean Tannery, Gouverneur actuel, qui a une expérience exceptionnelle des questions financières d'ordre national et international. M. Emile Francqui, Ministre d'Etat, qui avait également été un membre actif du Conseil depuis l'origine de la Banque, et qui fut, au Comité des Experts de 1929, l'un des auteurs de l'idée d'une institution bancaire internationale, s'est retiré pour assumer de hautes fonctions dans son pays natal. Il a été remplacé par M. Alexandre Galopin, nouveau Gouverneur de la Société Générale de Belgique, qui a assumé d'importantes fonctions dans le domaine des banques privées. Les deux postes d'Administrateurs japonais ont changé de titulaires lorsque M. Shozo Shimasuye, Substitut du Gouverneur de la Banque du Japon, est retourné dans son pays où il a été nommé Directeur, à Moji, de l'Agence de la Banque du Japon, et que M. H. Munakata, Directeur à Kobé de l'Agence de la Banque du Japon, et antérieurement représentant en Europe de cette même Banque, l'a remplacé comme Substitut du Gouverneur de la Banque du Japon. En outre, M. D. Nohara est également parti prendre à Kobé la direction de l'Agence de la Yokohama Specie Bank Ltd.; il a été remplacé au Conseil par M. H. Kano, qui a participé d'une façon particulièrement active à la vie bancaire internationale dans diverses parties du monde et qui est actuellement Directeur, à Londres, de l'Agence de la Yokohama Specie Bank Ltd. A leur départ de la Banque, les Administrateurs japonais ont emporté avec eux l'estime et les regrets de leurs collègues. Le mandat du Président Bachmann, de la Banque Nationale Suisse, est venu à expiration à la fin de l'exercice social; il a été immédiatement réélu Administrateur à l'unanimité pour une nouvelle

période de trois ans. A la séance du Conseil du mois de mars, le Dr. L. J. A. Trip, d'Amsterdam, Président de la Nederlandsche Bank, qui se consacre depuis longtemps aux questions de finance internationale et qui est un partisan déclaré de la collaboration entre banques centrales, a été choisi à l'unanimité comme Président de la Banque et Président du Conseil pour succéder au signataire du présent Rapport; le Dr. J. W. Beyen, qui a été l'un des Directeurs Généraux de la Rotterdamsche Bankvereniging pendant de longues années, et membre de nombreux comités internationaux, a été appelé à faire partie du Comité de Direction de la Banque en qualité de Substitut du Président; ces deux désignations deviennent effectives en mai 1935. Il reste, en outre, à mentionner la démission de M. Ernst Hülse comme Directeur Général adjoint; M. Hülse a rendu à la Banque les services les plus utiles et les plus dévoués, dont il convient de souligner la qualité et la valeur exceptionnelles. M. Paul Hechler, précédemment Directeur de la Reichsbank, prendra, au mois de mai également, la succession de M. Hülse.

## VIII. CONCLUSION.

L'année écoulée a été une année d'adaptation progressive aux conditions que la crise économique et monétaire a fait prévaloir. Lentement, péniblement, par des méthodes différentes, parfois même contradictoires d'une économie nationale à l'autre, le monde s'avance pas à pas vers un certain degré d'équilibre économique, qu'il n'a cependant pas atteint encore. Cette année n'a vu se produire ni amélioration dans le volume ou dans la valeur du commerce mondial, ni accroissement de l'appel au crédit pour des opérations internationales. Si certains progrès ont toutefois été réalisés à l'intérieur de plusieurs pays, cela provient en grande partie d'une impulsion gouvernementale qui se manifeste sous la forme de dépenses spéciales d'Etat financées par des émissions publiques. Des progrès plus réels se constatent dans un certain nombre de pays producteurs de matières premières; ils ont été particulièrement marqués, par exemple, en Amérique du Sud, où on a pu procéder à une suspension tout au moins partielle des restrictions au commerce des devises. D'autres faits encore sont d'un heureux augure pour l'avenir: le volume de la production d'or, la baisse générale des taux d'intérêt, les nombreuses conversions d'emprunts d'Etat qui facilitent la reprise sur les marchés financiers intéressés, la nouvelle adaptation internationale des prix de revient aux prix de vente et, à l'intérieur de plusieurs pays, l'ajustement du coût de la production d'un grand nombre d'entreprises aux conditions économiques. Mais il manque encore une volonté directrice ferme pour coordonner les efforts divers. Lorsqu'une économie nationale a fait ou semblé faire un pas en avant, une autre économie a fait ou semblé faire un pas en arrière en raison souvent des répercussions de la politique autarchique d'une nation voisine. Le monde reste dans l'attente d'une initiative courageuse qui, sans se laisser détourner par les risques qu'elle paraît impliquer, ferait luire pour tous l'espoir d'une reconstruction fondée sur la stabilité monétaire, base plus sûre que les valeurs monétaires mouvantes qui, aujourd'hui encore, n'ont pas cessé de faire obstacle à la renaissance économique.

Cette initiative devrait être le retour à un système monétaire international sur la base de l'or qui n'a pas cessé d'être le meilleur mécanisme monétaire connu, en passant par sa condition préalable, la stabilisation des principales monnaies du monde. Le dernier Rapport annuel l'a déjà dit: «L'étalon-or n'est pas une fin en lui-même. C'est un mécanisme et un moyen qui doit rendre possible, faciliter et intensifier l'échange des marchandises, du capital et des services, tant à l'intérieur d'un pays qu'entre nations. Ceux, donc, qui cherchent à rétablir un étalon commun ne sont pas à la recherche d'un fétiche ou d'une abstraction intellectuelle; ils travaillent à

réaliser cette plus grande prospérité économique, résultat naturel d'un échange plus actif des marchandises, des services et des capitaux, qui présuppose en retour l'existence d'un étalon sûr et d'une mesure commune de valeur et d'échange.»

Le monde entier est, bien entendu, unanime à désirer que l'on tire parti des leçons de l'expérience passée et présente, pour apporter les améliorations nécessaires au fonctionnement de l'étalon-or, lorsque cet étalon sera rétabli, et aux relations entre les marchés et les banques centrales ayant un système monétaire commun. C'est surtout par la coopération des autorités monétaires que la technique de l'étalon-or est susceptible de perfectionnement, qu'il s'agisse de son fonctionnement dans les relations intérieures ou dans les relations extérieures. En dehors des nombreuses occasions qui s'offrent à la Banque des Règlements Internationaux de rendre service à d'autres égards, il est évidemment indispensable, si l'on veut que l'étalon-or fonctionne à l'avenir de façon plus satisfaisante, que les banques centrales aient un centre commun de contact, de consultation et de collaboration. La Banque des Règlements Internationaux constitue déjà un tel centre: elle est prête, en effet, à en remplir le rôle pendant la période de reconstruction financière qui vient, c'est-à-dire à aider à la reprise comme au maintien entre les nations d'un système monétaire sain, et à contribuer au rétablissement de conditions financières normales dans le domaine international.

LEON FRASER,  
Président.

## ANNEXES

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

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

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

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

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

**BILAN AU**  
(EN FRANCS SUISSES)

ACTIF		
		%
I. OR EN LINGOTS . . . . .	11.007.565,58	1,7
II. ENCAISSE		
A la Banque et en compte courant dans d'autres Banques . . . . .	2.639.039,42	0,4
III. FONDS A VUE placés à intérêts . . . . .	15.464.969,74	2,3
IV. PORTEFEUILLE RÉESCOMPTABLE		
1. Effets de commerce et acceptations de Banque . . . . .	148.450.941,27	22,5
2. Bons du Trésor . . . . .	213.975.626,61	32,4
	362.426.567,88	
V. FONDS A TERME placés à intérêts		
A 3 mois d'échéance au maximum . . . . .	37.482.147,68	5,7
VI. EFFETS ET PLACEMENTS DIVERS		
1. Bons du Trésor . . . . .	88.402.585,05	13,4
2. Effets de Chemins de fer et de l'Adminis- tration des Postes, et placements divers	131.945.349,96	20,0
	220.347.935,01	
VII. AUTRES ACTIFS . . . . .	10.460.572,89	1,6
NOTE — Parmi les engagements à long terme, le Fonds de garantie du Gouver- nement français (Article III, 4 du Passif) est disponible, conformément à l'Article XIII du Contrat de Mandat (Trust), en monnaies autres que le reichsmark, livres et basées sur l'étalon-or ou de change-or. En outre, la totalité des dépôts à court terme et à vue en monnaies diverses (Article IV du Passif) est largement couverte par des avoirs immédiatement disponibles, soit dans la monnaie initiale des dépôts, soit dans des monnaies libres de toutes restrictions de change. Les autres avoirs en monnaies diverses, détenus en contre-partie des engagements à long terme, du capital, des réserves et des postes divers (Articles I, II, III, 1 à 3 et VI du Passif), se trouvent placés, en grande partie, dans des pays où des restrictions de change sont en vigueur à l'heure actuelle et ne permettent pas de convertir librement ces monnaies en or ou en d'autres monnaies; toutefois, une importante proportion desdits avoirs se trouve soit compensée par des engagements exprimés dans les mêmes monnaies, soit couverte par des contrats spéciaux garantissant leur valeur-or. En outre, aux termes de l'Article X des Accords de La Haye de Janvier 1930, les signataires de ces Accords ont déclaré que la Banque ne pourra subir aucun préjudice du fait d'«interdictions ou restrictions à l'exportation de l'or ou de devises ou de toute autre mesure analogue».		
	659.828.798,20	100,0

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

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

BÂLE, le 3 Mai 1935.

31 MARS 1935

AU PAIR MONÉTAIRE)

PASSIF			
			%
<b>I. CAPITAL</b>			
Capital autorisé et émis			
200.000 actions de 2.500 frs. suisses-or chacune	500.000.000,—		
libérées de 25 %		125.000.000,—	18,9
<b>II. RÉSERVES</b>			
1. Fonds de Réserve Légale	2.672.045,12		
2. Fonds de Réserve de Dividendes	4.866.167,29		
3. Fonds de Réserve Générale	9.732.334,56		
		17.270.546,97	2,6
<b>III. ENGAGEMENTS A LONG TERME</b>			
1. Dépôts au Compte de Trust des Annuités	154.293.750,—		23,4
2. Dépôt du Gouvernement allemand	77.146.875,—		11,7
3. Dépôt du Gouvernement français (Sarre)	2.030.500,—		0,3
4. Fonds de garantie du Gouvernement français	61.930.084,72		9,4
		295.401.209,72	
<b>IV. DÉPÔTS A COURT TERME ET A VUE</b> (en monnaies diverses)			
1. Banques Centrales pour leur compte:			
a) A 3 mois d'échéance au maximum	108.014.215,94		16,4
b) A vue	23.710.868,30		3,6
2. Banques Centrales pour le compte d'autres déposants:			
a) A 3 mois au maximum	2.947.057,40		0,4
b) A vue	22.750.655,80		3,5
3. Autres déposants:			
a) De 3 à 6 mois	2.036.394,73		0,3
b) A vue	2.219.880,91		0,3
		25.697.713,20	
		4.256.275,64	
<b>V. DÉPÔTS A VUE (Or)</b>		10.920.979,17	1,7
<b>VI. DIVERS</b>		36.510.980,60	5,5
<b>VII. SURPLUS</b>			
Bénéfice pour l'exercice social ayant pris fin le 31 mars 1935		13.046.008,66	2,0
		659.828.798,20	100,0

la Banque, pour l'exercice social ayant pris fin le 31 mars 1935. Nous déclarons que nous avons le bilan ci-dessus et la Note qui l'accompagne sont établis de manière à donner une vue exacte pour la contre-valeur des diverses monnaies utilisées, pour autant que cette situation ressort de été donnés.

PRICE, WATERHOUSE & Co.  
Chartered Accountants.

# COMPTE DE PROFITS ET PERTES

pour l'exercice social ayant pris fin le 31 Mars 1935

	Francs suisses au pair monétaire
Revenu net provenant de l'utilisation du capital de la Banque et des dépôts qui lui ont été confiés, après déduction de la provision nécessaire pour les charges éventuelles	15.842.836,24
Commissions de la Banque:	
En qualité de Mandataire (Trustee) (ou Agent Fiscal des Trustees) d'Emprunts Internationaux . . . . .	275.188,67
En raison de crédits spéciaux . . . . .	25.381,24
Droits de transfert . . . . .	633,62
	<u>16.144.039,77</u>
Frais d'administration:	
Conseil d'Administration — indemnités et frais de voyage . . . . .	301.409,42
Direction et personnel — traitements et frais de voyage	2.053.231,27
Loyer, assurance, chauffage, éclairage et eau . . . . .	183.214,46
Fournitures de bureau, livres, périodiques . . . . .	89.252,50
Téléphone, télégraphe et frais postaux . . . . .	81.582,47
Rémunérations d'experts (Commissaires-Vérificateurs, interprètes, etc.) . . . . .	37.065,79
Imposition cantonale . . . . .	49.838,25
Droits d'abonnement sur l'émission française des actions de la Banque . . . . .	50.000,04
Divers . . . . .	52.436,91
	<u>2.898.031,11</u>
Provision pour indemnités au personnel et frais de rapatriement . . . . .	200.000,—
Frais à déduire . . . . .	<u>3.098.031,11</u>
BÉNÉFICE NET	<u>13.046.008,66</u>

## COMPTÉ D'AFFECTATION DU BÉNÉFICE NET

	Francs suisses au pair monétaire
BÉNÉFICE NET pour l'exercice social ayant pris fin le 31 Mars 1935 . . . . .	13.046.008,66
Réparti conformément à l'Article 53 a), b), c) et d) des Statuts, de la façon suivante:	
Au Fonds de Réserve Légale — 5% de 13.046.008,66 . . . . .	652.300,43
	<u>12.393.708,23</u>
Dividende au taux de 6% par an sur le capital versé . . . . .	7.500.000,—
	<u>4.893.708,23</u>
Au Fonds de Réserve de Dividendes — 20% de 4.893.708,23 . . . . .	978.741,65
	<u>3.914.966,58</u>
Au Fonds de Réserve Générale — 50% de 3.914.966,58 . . . . .	1.957.483,29
Solde	<u>1.957.483,29</u>

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

	Francs suisses au pair. monétaire
Fonds de Garantie du Gouvernement français prévu à l'Article XIII du Contrat de Mandat (Trust) . . . . .	413.429,34
Dépôt sans intérêt du Gouvernement allemand prévu à l'Article IX du Contrat de Mandat (Trust) . . . . .	514.321,24
Dépôts au Compte de Trust des Annuités prévus à l'Article IV e) du Contrat de Mandat (Trust)	
France . . . . .	559.890,11
Grande-Bretagne . . . . .	218.792,26
Italie . . . . .	114.282,18
Belgique . . . . .	61.821,41
Roumanie . . . . .	10.800,75
Yougoslavie . . . . .	44.951,68
Grèce . . . . .	3.703,11
Portugal . . . . .	7.097,63
Japon . . . . .	7.097,63
Pologne . . . . .	205,73
	<u>1.028.642,49</u>
Dépôt du Gouvernement français (Sarre) . . . . .	1.090,22
	<u>1.957.483,29</u>

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

	Tranche américaine \$	Tranche anglaise £	Tranche française £
1. SOLDES EN BANQUE au 16 octobre 1933 . . . . .	3.049.862,18	400,637. 8.10	104,277.16. 5
2. REÇU DU GOUVERNEMENT ALLEMAND pour:			
le service des intérêts . . . . .	2.805.240,81	431,600.18. 7	107,434.11.11
l'amortissement des obligations . . . . .	3.080.000,—	232,535.17. 4	58,133.18. 8
les frais . . . . .	9.744,—	1,222.13. 4	304.15. 3
3. INTÉRÊTS PERÇUS sur les fonds employés en attendant leur utilisation pour le service de l'emprunt . . . . .	3.343,28	1,449.12. 1	231. 8. 6
	8.948.190,27	1,067,446.10. 2	270,382.10. 9

## Paiements

1. INTÉRÊTS			
Coupons échus et intérêts courus sur les obligations rachetées pour le fonds d'amortissement . . . . .	4.376.145,69	659,513.14.10	179,810. 9. 8
2. AMORTISSEMENT			
Obligations sorties aux tirages et remboursées . . . . .	2.100,—	—	—
Obligations amorties par rachat . . . . .	3.102.479,63	232,554. 5.11	60,684. 3. 7
3. FRAIS			
Commission et frais des Agents Financiers et de l'Agent Fiscal et indemnités et frais des Mandataires (Trustees)	22.374,07	2,357. 5. 4	808. 4. 3
4. DEVICES TRANSFÉRÉES des tranches respectives et con- verties en francs suisses pour couvrir les frais généraux	8.000,—	700.—.—	150.—.—
5. SOLDES EN BANQUE au 15 octobre 1934, détenus aux fins indiquées à l'Annexe IV b . . . . .	1.437.090,88	172,321. 4. 1	28,929.13. 3
	8.948.190,27	1,067,446.10. 2	270,382.10. 9

NOTE — Pendant la dixième année de l'emprunt qui s'est terminée le 15 octobre 1934, le Gouvernement allemand les montants en devises nécessaires au service des obligations; en conséquence, les Mandataires (Trustees) n'ont tement, affecté les Recettes et Paiements de l'année, tels qu'ils sont indiqués dans les comptes ci-dessus, se ca-

### RECETTES

- 1) Les versements mensuels dus le 16 juillet 1934 et après cette date en ce qui concerne la dixième année de l'emprunt n'ont pas été reçus.
- 2) Le 2 juillet 1934, en vertu des dispositions de l'Annexe XI de l'Accord de La Haye de janvier 1930 concernant les Revenus Gagés qui Service a été bloquée dans le compte des Mandataires (Trustees); à cette dernière date, les Mandataires (Trustees), n'ayant pas reçu le des Revenus Gagés payés au Compte des Mandataires (Trustees). Le Gouvernement allemand a cessé alors de verser le produit des
- 3) Les Mandataires (Trustees) ont prié la Reichsbank de vendre contre devises le montant de garantie bloqué, soit 4.300.000,— reichs-d'accorder le consentement exigé par la législation allemande pour exécuter les instructions des Mandataires (Trustees). Le montant
- 4) Jusqu'au versement de juin 1934 inclusivement, le Gouvernement allemand a maintenu la procédure adoptée par lui en mai 1933 en ne et, par suite, la clause relative au paiement en monnaie-or (contenue dans l'Obligation définitive de cette tranche) n'a pas été respectée.

### PAIEMENTS

- 1) Des fonds suffisants ont été distribués pour payer intégralement à leur valeur nominale les coupons échus le 15 avril 1934, mais les
- 2) Les fonds reçus pour l'amortissement ont été utilisés (au fur et à mesure de leur réception) au rachat d'obligations sur le marché, à à l'amortissement d'obligations au pair, étant donné qu'il n'y avait pas d'obligations sur le marché, et, dans le cas de la tranche améri-de l'emprunt à partir du 1er juillet 1934; le solde du neuvième versement au fonds d'amortissement a été alors conservé en suspens.

En ce qui concerne les coupons venus à échéance le 15 octobre 1934, les Mandataires (Trustees), ainsi qu'il manière spécifiée dans l'Obligation Générale. Toutefois, grâce à certains accords de transferts et de clearing, auxquels vernement allemand et les Gouvernements des pays dans lesquels l'emprunt a été émis, à l'exception pourtant des États-

### CERTIFICAT DES

Nous avons vérifié les livres et les comptes de l'Agent Fiscal des Mandataires (Trustees) de l'Emprunt Ex-certifions que l'État des Recettes et des Paiements ci-dessus est conforme à ces livres et comptes et Nous avons aussi vérifié, au moyen de déclarations des dépositaires, l'existence des fonds en caisse

BÂLE, le 19 Février 1935.

## L'EMPRUNT EXTÉRIEUR ALLEMAND DE 1924

année de l'Emprunt (du 16 Octobre 1933 au 15 Octobre 1934)

Tranche belge £	Tranche hollandaise £	Tranche allemande £	Tranche suisse £	Tranche suisse Frs. suisses	Tranche italienne Lires	Tranche suédoise Cour. suéd.	Frais généraux Frs. suisses
53,865.17. 3	84,280. 2. 3	11,430. 4. 3	80,122.19. 9	522.683,20	3.586.742,95	1.608.843,81	—
54,073.17.10	89,811. 8. 1	11,477.17.10	85,842.11. 9	542.740,73	3.646.842,87	949.331,24	—
29,067. 1. 4	48,445.—.—	6,200.19. 4	45,732.—.—	290.670,—	1.937.666,70	488.000,—	—
153. 1. 4	254. 9.—	—	242. 1. 1	2.640,—	10.283,—	2.625,—	68.323,76
61.—. 3	97.10. 6	23.18. 8	184. 5.11	1.176,30	8.140,17	3.891,95	—
137,220.18.—	222,888. 9.10	29,133.—. 1	212,123.18. 6	1.359.910,23	9.189.675,69	3.052.692,—	68.323,76

87,862. 6. 1	141,171. 1. 2	19,206. 8. 6	131,217.13.10	829.740,75	5.564.365,65	1.811.425,—	—
—	—	—	—	—	1.000,—	1.234.000,—	—
32,732.13.11	48,523.10. 1	6,961.11. 8	45,778. 8. 3	290.930,—	2.047.562,—	—	—
350. 8.10	747.14.11	11. 4. 9	503. 5. 4	4.460,13	23.382,65	3.367,43	112.401,87
80.—.—	110.—.—	25.—.—	70.—.—	800.—	4.500,—	250,—	— 44.078,11
16,195. 9. 2	32,336. 3. 8	2,928.15. 2	34,554.11. 1	233.979,35	1.548.865,39	3.649,57	—
137,220.18.—	222,888. 9.10	29,133.—. 1	212,123.18. 6	1.359.910,23	9.189.675,69	3.052.692,—	68.323,76

a déclaré (le 14 juin 1934) qu'il lui serait impossible, après le 1<sup>er</sup> juillet 1934, de fournir aux Mandataires (Trustees) pas pu appliquer intégralement les termes de l'Obligation Générale. Les mesures qui ont, directement ou indirectement par les principaux faits suivants :

garantissent l'emprunt, la contre-valeur approximative en reichsmarks (RM 4.300.000) des devises dues pour le versement du 16 juillet 1934 au titre du versement dû, ont annulé l'ordre permanent par lequel ils avaient donné pouvoir à la Reichsbank de remettre au Gouvernement allemand le montant Revenus à ce compte.

marks, mais la Reichsbank, au nom du Gouvernement allemand, a répliqué qu'en raison de la situation devises de l'Allemagne, il n'était pas possible de 4.300.000,— reichsmarks se trouve donc encore détenu à la Reichsbank.

versant que les fonds suffisants pour effectuer le service de la tranche américaine de l'emprunt à sa valeur nominale en monnaie ayant cours légal

coupons échus le 15 octobre 1934 n'ont pu être payés qu'à concurrence de 50 % de leur valeur nominale.

l'exception des fonds affectés à la tranche américaine et à la tranche suédoise. Dans le cas de la tranche suédoise, les fonds reçus ont été utilisés caine, les rachats sur le marché ont été interrompus le 14 juin 1934, à la suite de l'annonce par le Gouvernement allemand de la suspension du service

a été dit plus haut, ont utilisé les fonds en leur possession pour le service des diverses tranches de l'emprunt de la les Trustees n'étaient pas partie, conclus après la déclaration du Gouvernement allemand du 14 juin 1934 entre le Gouvernement d'Amérique, les porteurs qualifiés aux termes des divers accords ont touché le montant intégral de ce coupon.

## COMMISSAIRES-VÉRIFICATEURS

térieur Allemand de 1924, pour la dixième année de l'emprunt ayant pris fin le 15 octobre 1934, et nous qu'il reproduit correctement, avec la Note qui l'accompagne, les transactions de la période précitée: détenus au 15 octobre 1934 aux fins indiquées à l'Annexe IV b.

PRICE, WATERHOUSE & Co.  
Chartered Accountants.

## AGENT FISCAL DES TRUSTEES DE État indiquant les Fonds entre les

	Tranche américaine \$	Tranche anglaise £
Les soldes en banque au 15 octobre 1934 étaient détenus pour:		
1. les coupons échus et les titres sortis aux tirages, non encore présentés:		
coupons échus . . . . .	1.106.880,25	162,273.13.—
obligations sorties aux tirages, y compris les coupons non échus et détachés d'obligations annulées . . . . .	591,50	—
2. les frais encourus au 15 octobre 1934 mais non liquidés à cette date	3.150,89	421.—.—
Fonds détenus pour la liquidation des engagements existants et futurs	1.110.622,64	162,694.13.—
3. le compte d'amortissement des obligations . . . . .	208.246,87	32.16.11
4. les autres fonds en caisse . . . . .	118.221,37	9,593.14. 2
Total des soldes en banque d'après l'État des Recettes et des Paiements — Annexe IV a . . . . .	1.437.090,88	172,321. 4. 1

### État indiquant les obligations

Valeur nominale des obligations émises . . . . .	110.000.000	12,000,000
Moins la valeur nominale des obligations amorties, sorties aux tirages ou annulées pendant:		
1. les neuf premières années de l'emprunt . . . . .	46.208.400	2,553,500
2. la dixième année de l'emprunt . . . . .	4.158.200	287,900
Valeur nominale des obligations non amorties au 15 octobre 1934 (voir note ci-dessous) . . . . .	59.633.400	9,158,600

NOTE: Quand elles sont amorties par tirages, les obligations

## L'EMPRUNT EXTÉRIEUR ALLEMAND DE 1924

mains des Dépositaires au 15 Octobre 1934

Tranche française £	Tranche belge £	Tranche hollandaise £	Tranche allemande £	Tranche suisse £	Tranche suisse Frs. suisses	Tranche italienne Lires	Tranche suédoise Cour. suéd.
26,646.—	15,036.—	30,607.10.—	2,625.—	33,033.—	220.797,50	1.476.413,75	—
52.10.—	3.10.—	—	—	3.10.—	1.105,—	2.445,—	—
66. 7.11	58. 9. 6	95. 3. 7	—	81.14. 4	554,16	4.295,50	—
26,764.17.11	15,097.19. 6	30,702.13. 7	2,625.—	33,118. 4. 4	222.456,66	1.483.154,25	—
1.12.10	48.17.—	6. 1.11	62. 9. 9	47.17. 9	644,85	1.614,05	—
2,163. 2. 6	1,048.12. 8	1,627. 8. 2	241. 5. 5	1,388. 9.—	10.877,84	64.097,09	3.649,57
28,929.13. 3	16,195. 9. 2	32,336. 3. 8	2,928.15. 2	34,554.11. 1	233.979,35	1.548.865,39	3.649,57

non amorties au 15 Octobre 1934

3,000,000	1,500,000	2,500,000	360,000	2,360,000	15.000.000	100.000.000	25.200.000
643,900	312,000	535,100	107,600	486,500	3.114.000	20.218.500	4.772.000
77,600	39,400	60,800	8,700	53,100	341.000	2.233.000	549.000
2,278,500	1,148,600	1,904,100	243,700	1,820,400	11.545.000	77.548.500	19.879.000

de la tranche américaine sont remboursables à 105%.

# TRUSTEE DE L'EMPRUNT INTERNATIONAL

## État des Recettes et des Paiements pour la quatrième

### Recettes

	Reichsmarks		Dollars	
	Reichsmarks	Dollars	Reichsmarks	Dollars
1. SOLDES EN BANQUE au 2 juin 1933 . . . . .	532.072,35	1.389.458,35		
2. REÇU DU GOUVERNEMENT ALLEMAND pour:				
le service des intérêts . . . . .	1.872.583,72	5.035.069,89		
les ajustements intervenus entre les Agents Financiers relativement aux coupons payés en d'autres monnaies que celle de l'émission	366.656,12	— 42.014,91		
l'amortissement des obligations . . . . .	38.388,80	111.928,91		
les frais . . . . .	5.748,62	15.142,79		
3. INTÉRÊTS PERÇUS sur les fonds employés en attendant leur utilisation pour le service de l'emprunt . . . . .	12.636,55	3.533,29		
4. CONVERSIONS DE DEVISES . . . . .	—	— 1,64		
	2.828.086,16	6.513.116,68		

### Paiements

	Allemande		Américaine	
	Allemande	Américaine	Allemande	Américaine
1. INTÉRÊTS				
Coupons échus et intérêts courus sur les obligations rachetées pour le fonds d'amortissement . . . . .	1.700.096,03	5.199.385,21		
Ajustements nécessités entre les Agents Financiers relativement aux coupons payés en d'autres monnaies que celle de l'émission . . .	366.676,22	— 49.595,23		
2. AMORTISSEMENT				
Obligations amorties par rachat . . . . .	38.345,50	148.643,25		
3. FRAIS				
Commission et frais des Agents Financiers . . . . .	5.259,47	14.196,21		
Commission du Mandataire (Trustee) . . . . .	—	—		
4. SOLDES EN BANQUE au 1 <sup>er</sup> juin 1934, détenus aux fins indi- quées à l'Annexe V b . . . . .	717.708,94	1.200.487,24		
	2.828.086,16	6.513.116,68		

NOTE — L'Obligation Générale qui garantit l'emprunt stipule que le service de toutes les tranches sera fait par le nement allemand n'a versé que les sommes permettant de payer à leur montant nominal respectif les coupons le 1er juin 1933 et après cette date. Le Mandataire (Trustee) a dû, en conséquence, fixer le mode suivant lequel toutes les dispositions de l'Obligation Générale et des obligations définitives respectives ainsi que des coupons y ches à leur montant nominal respectif. Certains porteurs prétendent que le montant global des fonds disponibles sujet. Les versements au fonds d'amortissement dus les 15 mai 1933 et 15 juin 1933 ont été effectués dans les pas été effectués, mais la Reichsbank a informé le Mandataire (Trustee) qu'elle garde dans un compte spécial au tants ainsi fournis ne tenaient pas compte, dans le cas des tranches américaine, anglaise et suédoise, de la clause quement impossible de recourir à la garantie collatérale qui est constituée en reichsmarks et qui couvre seulement

### CERTIFICAT DES

Nous avons vérifié les livres et les comptes du Mandataire (Trustee) de l'Emprunt International 5<sup>1</sup>/<sub>2</sub> %  
et nous certifions que l'État des Recettes et des Paiements ci-dessus est conforme à ces livres et  
période précitée. Nous avons aussi vérifié les soldes en banque

BAËLE, le 10 Octobre 1934.

## 5 1/2 % 1930 DU GOUVERNEMENT ALLEMAND

année de l'Emprunt (du 2 Juin 1933 au 1<sup>er</sup> Juin 1934)

Devises						
Belgas	Francs français	Sterling	Fiorins	Lires	Cour. suédoises	Francs suisses
917.376,92	66.274.160,24	305,600. 4. 3	1.057.143,31	2.899.045,38	2.067.317,06	2.398.429,70
1.800.138,02	130.328.251,04	616,005.10.—	3.727.446,87	5.725.167,37	5.647.682,98	4.733.178,75
— 21.404,09	172.178,—	8,685.14. 6	— 374.235,05	— 23.622,75	— 680.680,—	928.291,90
39.479,80	2.732.419,90	13,641. 2. 9	84.385,80	118.478,50	124.560,60	103.667,40
6.362,51	561.149,79	1,750.15. 9	9.656,52	21.442,65	14.297,98	171.316,26
8,46	611.723,85	924.13. 4	14.402,44	7.321,42	60,78	14.479,21
—	— 35,51	—	—	—	15,63	—
2.741.961,62	200.679.847,31	946,608.—. 7	4.518.799,89	8.747.832,57	7.173.255,03	8.349.363,22

Tranches et Devises y relatives						
Belge	Française	Anglaise	Hollandaise	Italienne	Suédoise	Suisse
1.805.518,78	130.365.835,51	622,332. 4.11	3.653.139,02	5.726.580,45	3.930.600,10	4.723.166,70
— 24.507,61	147.414,53	2,943. 8. 8	— 314.640,51	— 23.622,75	— 682.082,50	928.400,45
39.897,82	2.732.426,49	13,638. 2.11	84.412,68	118.706,—	124.941,25	104.340,—
5.090,72	503.628,55	1,629. 2. 4	9.193,58	23.361,20	11.801,34	15.719,87
—	—	—	—	—	—	153.871,07
915.961,91	66.930.542,23	306,065. 1. 9	1.086.695,12	2.902.807,67	3.787.994,84	2.423.865,13
2.741.961,62	200.679.847,31	946,608.—. 7	4.518.799,89	8.747.832,57	7.173.255,03	8.349.363,22

Gouvernement allemand sur une base-or. Toutefois, en ce qui concerne l'obligation relative à l'intérêt, le Gouvernement de toutes les tranches de l'emprunt — y compris les tranches américaine, anglaise et suédoise — venant à échéance il y aurait lieu de répartir les fonds ainsi fournis entre les diverses tranches de l'emprunt, en tenant compte de attachés. Après une consultation juridique, le Mandataire (Trustee) a décidé de payer les coupons de toutes les tranches d'être réparti pari passu entre tous les porteurs sur la base de la valeur-or et un procès est en cours à ce monnaies des tranches respectives; les versements en devises dus depuis le 15 juillet 1933 jusqu'au 15 mai 1934 n'ont nom du Mandataire (Trustee) la contre-valeur de ces devises en effets de commerce libellés en reichsmarks. Les mon-de «valeur-or». Pour assurer la mise à exécution des obligations imposées par l'Obligation Générale, il était prati-les deux tiers du service de l'emprunt.

## COMMISSAIRES-VÉRIFICATEURS

1930 du Gouvernement Allemand, pour la quatrième année de l'emprunt ayant pris fin le 1<sup>er</sup> juin 1934, comptes et qu'il reproduit correctement, avec la Note qui l'accompagne, les transactions de la au 1<sup>er</sup> juin 1934, au moyen de déclarations fournies par les dépositaires.

PRICE, WATERHOUSE & Co.  
Chartered Accountants.

# TRUSTEE DE L'EMPRUNT INTERNATIONAL

## État indiquant les Fonds entre les

	Allemande	Américaine
Les soldes en banque au 1 <sup>er</sup> juin 1934 étaient détenus pour :		
1. les coupons échus non encore présentés . . . . .	699.459,75	1.164.083,25
2. les frais encourus au 1 <sup>er</sup> juin 1934 mais non liquidés à cette date	1.748,75	6.644,33
3. les ajustements nécessaires entre les Agents Financiers relativement aux coupons payés en d'autres monnaies que celle de l'émission	813,28	7.902,53
Fonds détenus pour la liquidation des engagements existants et futurs	702.021,78	1.178.630,11
4. le compte d'amortissement des obligations . . . . .	77,62	25,75
5. les autres fonds en caisse . . . . .	15.609,54	21.831,38
Total des soldes en banque d'après l'État des Recettes et des Paiements — Annexe Va . . . . .	717.708,94	1.200.487,24

## État indiquant les obligations

Valeur nominale des obligations émises . . . . .	36.000.000	98.250.000
Moins la valeur nominale des obligations amorties pendant :		
1. les trois premières années de l'emprunt . . . . .	1.846.700	6.602.000
2. la quatrième année de l'emprunt . . . . .	49.100	342.400
Valeur nominale des obligations non amorties au 1 <sup>er</sup> juin 1934 . .	34.104.200	91.305.600

## 5 1/2 % 1930 DU GOUVERNEMENT ALLEMAND

mains des Dépositaires au 1<sup>er</sup> Juin 1934

Tranches et Devises y relatives						
Belge	Française	Anglaise	Hollandaise	Italienne	Suédoise	Suisse
904.656,50	65.702.807,50	301,770. 5. 4	1.103.984,75	2.868.910,—	3.703.081,80	2.391.125,—
2.262,08	240.414,46	763. 4. 2	4.678,38	10.507,95	9.999,29	5.977,65
3.894,06	27.878,42	1,128. 1. 8	— 47.941,04	6.210,—	58.693,87	— 350,36
910.812,64	65.971.100,38	303,661.11. 2	1.060.722,09	2.885.627,95	3.771.774,96	2.396.752,29
37,95	245,40	28.15. 5	4,78	26,62	81,61	1,—
5.111,32	959.196,45	2,374.15. 2	25.968,25	17.153,10	16.138,27	27.111,84
915.961,91	66.930.542,23	306,065. 1. 9	1.086.695,12	2.902.807,67	3.787.994,84	2.423.865,13

non amorties au 1<sup>er</sup> Juin 1934

35.000.000	2.515.000.000	12.000.000	73.000.000	110.000.000	110.000.000	92.000.000
2.266.100	140.038.000	799.900	5.172.000	5.900.000	7.227.000	5.933.000
97.500	5.993.000	25.800	210.600	197.000	287.000	241.000
32.636.400	2.368.969.000	11.174.300	67.617.400	103.903.000	102.486.000	85.826.000

# TRUSTEE DE L'EMPRUNT INTERNATIONAL

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

	Reichsmarks	Dollars
Valeur nominale des obligations émises . . . . .	36.000.000,—	98.250.000,—
Valeur nominale des obligations restant en circulation au 1 <sup>er</sup> déc. 1934	34.104.200,—	91.305.600,—
<b>Recettes</b>		
1. SOLDES EN BANQUE au 2 juin 1934 . . . . .	717.708,94	1.200.487,24
2. REÇU DU GOUVERNEMENT ALLEMAND pour:		
le service des intérêts . . . . .	344.936,68	378.934,93
l'amortissement des obligations . . . . .	—	—
les frais . . . . .	910,58	1.089,20
3. INTÉRÊTS PERÇUS sur les fonds employés en attendant leur utilisation pour le service de l'emprunt . . . . .	823,85	504,62
	1.064.380,05	1.581.015,99
<b>Paie-</b>		
1. INTÉRÊTS		
Coupons échus . . . . .	1.138.499,13	1.056.851,79
2. FRAIS		
Commission et frais des Agents Financiers et commission du Mandataire (Trustee) . . . . .	2.845,58	7.167,11
3. CONVERSIONS DE DEVISES . . . . .	— 121.340,37	12.205,39
4. SOLDES EN BANQUE au 1 <sup>er</sup> décembre 1934 pour:		
l'amortissement des obligations . . . . .	77,62	25,75
les coupons échus non encore présentés . . . . .	27.603,42	481.564,65
des postes divers . . . . .	16.694,67	23.201,30
	1.064.380,05	1.581.015,99

NOTE — Pendant le semestre, le Mandataire (Trustee) n'a reçu dans les monnaies des tranches respectives de respectifs des coupons venus à échéance le 1<sup>er</sup> décembre 1934; le Gouvernement allemand n'a pas fourni les d'amortissement.

5<sup>1</sup>/<sub>2</sub> % 1930 DU GOUVERNEMENT ALLEMANDments pour le semestre ayant pris fin le 1<sup>er</sup> Décembre 1934

Belgas	Francs français	Sterling	Florins	Lires	Couronnes suédoises	Francs suisses
35.000.000,— 32.636.400,—	2.515.000.000,— 2.368.969.000,—	12.000.000.—.— 11.174.300.—.—	73.000.000.— 67.617.400,—	110.000.000.— 103.903.000,—	110.000.000.— 102.486.000,—	92.000.000.— 85.826.000,—
915.961,91	66.930.542,23	306.065. 1. 9	1.086.695,12	2.902.807,67	3.787.994,84	2.423.865,13
135.334,42	10.226.634,90	46.866. 3. 6	312.984,56	465.634,60	343.255,—	587.741,45
—	—	—	—	—	—	—
388,26	42.363,10	134. 7. 3	889,16	1.917,05	1.015,52	14.600,34
1,49	84.158,35	160.12.11	3.257,88	1.149,76	13,63	2.368,45
1.051.686,08	77.283.698,58	353.226. 5. 5	1.403.826,72	3.371.509,08	4.132.278,99	3.028.575,37
860.845,07	63.770.898,56	295.621. 5. 7	901.515,87	2.823.914,50	1.626.842,83	2.885.911,30
2.275,58	236.991,75	742. 4. 3	4.184,39	11.484,05	4.686,46	90.839,44
19.379,65	281.711,57	5.843. 4. 7	144.624,46	7.054,35	55.027,23	— 395.129,80
37,95	245,40	28.15. 5	4,78	26,62	81,61	1,—
165.025,11	12.080.846,12	49.159.12.11	332.104,22	515.730,14	2.422.926,08	416.117,98
4.122,72	913.005,18	1.831. 2. 8	21.393,—	13.299,42	22.714,78	30.835,45
1.051.686,08	77.283.698,58	353.226. 5. 5	1.403.826,72	3.371.509,08	4.132.278,99	3.028.575,37

l'emprunt que le premier versement mensuel au titre des intérêts représentant un sixième des montants nominaux sommes en devises nécessaires pour les cinq autres versements au titre des intérêts et les six versements au fonds

# TRUSTEE DE L'EMPRUNT INTERNATIONAL DE

## État des Recettes et des Paiements pour la quatrième Recettes

	Tranche américaine \$	Tranches anglaise et hollandaise £
1. SOLDES EN BANQUE au 1 <sup>er</sup> juillet 1933 . . . . .	850.826,—	119.308. 8. 9
2. REÇU DU GOUVERNEMENT AUTRICHIEN pour :		
a) les arriérés de la troisième année de l'emprunt concernant :		
le service des intérêts — en vue d'effectuer le paiement des coupons de la tranche autrichienne sur une base-or .	—	—
l'amortissement des obligations		
espèces . . . . .	11,—	38.—
obligations remises par le Gouvernement autrichien pour annulation (voir ci-dessous) . . . . .	464.508,—	64.845.—
b) la quatrième année de l'emprunt concernant :		
le service des intérêts		
espèces . . . . .	1.612.214,83	226.213. 9. 8
intérêts courus sur les obligations remises par le Gou- vernement autrichien pour annulation (voir ci-dessous)	12.008,84	1.479. 8. 6
l'amortissement des obligations		
espèces . . . . .	746,09	5.378. 5. 2
obligations remises par le Gouvernement autrichien pour annulation (voir ci-dessous) . . . . .	496.644,91	64.089.14.10
les frais . . . . .	8.916,80	1.125. 6.—
3. INTÉRÊTS PERÇUS sur les fonds employés en attendant leur utilisation pour le service de l'emprunt . . . . .	1.339,91	301. 7. 3
	3.447.216,38	482.779.— 2

## Paiements

1. INTÉRÊTS		
Coupons échus et intérêts courus sur les obligations rache- tées pour le fonds d'amortissement . . . . .	1.630.805,63	229.983.12.11
Intérêts courus sur les obligations remises par le Gouverne- ment autrichien (voir ci-dessus) . . . . .	12.008,84	1.479. 8. 6
2. AMORTISSEMENT		
Obligations sorties aux tirages et remboursées . . . . .	—	—
Obligations amorties par rachat . . . . .	556,25	5.350. 7. 1
Obligations remises par le Gouvernement autrichien (voir ci-dessus) . . . . .	961.152,91	128.934.14.10
3. FRAIS		
Commission et frais des Agents Financiers et indemnités et frais du Mandataire (Trustee) . . . . .	4.788,70	1.355. 2. 8
4. SOLDES EN BANQUE au 30 juin 1934, détenus aux fins indiquées à l'Annexe VII b . . . . .	837.904,05	115.675.14. 2
	3.447.216,38	482.779.— 2

NOTE -- Les versements mensuels au fonds d'amortissement pour la tranche autrichienne de l'emprunt ont été régu- autres tranches, pendant les quatorze mois qui vont du mois de juillet 1932 au mois d'août 1933, les versements de reprendre le service mensuel régulier de l'emprunt à partir du mois d'août 1933, à condition qu'il fût possible de lation, prises au cours de 99 pour cent, exception faite de la tranche suédoise dont les arriérés devaient être payés ver que la cession d'obligations dans ces circonstances n'était pas conforme aux dispositions de l'Obligation Gé- Toutefois, comme le Gouvernement autrichien faisait de la cession d'obligations sur cette base une condition gations en règlement des arriérés du fonds d'amortissement. L'obligation définitive de la tranche américaine de saires pour donner effet à cette clause en ce qui concerne la quatrième année de l'emprunt.

### CERTIFICAT DES

Nous avons vérifié les livres et les comptes du Mandataire (Trustee) de l'Emprunt International 30 juin 1934, 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

BÂLE, le 10 Octobre 1934.

# LA RÉPUBLIQUE FÉDÉRALE D'AUTRICHE 1930

## année de l'Emprunt (du 1<sup>er</sup> Juillet 1933 au 30 Juin 1934)

Tranche italienne Lires	Tranche suédoise Cour. suéd.	Tranche suisse Frs. suisses	Tranche autrichienne Schillings	Frais généraux	
				£	Frs. suisses
3.424.253,42	341.826,82	880.009,80	1.809.815,27	—	—
—	—	—	463.599,84	—	—
340,—	167.615,—	30,—	—	—	—
1.799.820,—	—	453.420,—	—	—	—
6.540.699,16	671.341,78	1.628.938,33	4.156.072,96	—	—
27.019,80	—	8.967,57	—	—	—
352.158,—	178.640,—	115.549,26	1.229.757,46	—	—
1.575.262,—	—	369.960,74	—	—	—
34.507,—	3.291,75	8.725,02	18.625,91	300.—,—	22.000,—
9.259,64	3.611,48	1.673,68	27.637,47	—	—
13.763.319,02	1.366.326,83	3.467.274,40	7.705.508,91	300.—,—	22.000,—

6.646.352,08	679.000,—	1.667.460,25	4.234.967,23	—	—
27.019,80	—	8.967,57	—	—	—
—	166.860,—	—	—	—	—
352.284,80	—	115.722,95	1.272.660,10	—	—
3.375.082,—	—	823.380,74	—	—	—
39.375,70	3.597,50	8.982,93	24.284,56	300.—,—	22.000,—
3.323.204,64	516.869,33	842.759,96	2.173.597,02	—	—
13.763.319,02	1.366.326,83	3.467.274,40	7.705.508,91	300.—,—	22.000,—

lièrement reçus en espèces et utilisés à l'amortissement d'obligations au moyen de rachats sur le marché. Quant aux fonds d'amortissement n'ont pas été effectués à l'échéance. Le Gouvernement autrichien a exprimé son intention régler les arriérés des versements au fonds d'amortissement par la remise d'obligations de l'emprunt aux fins d'annu- en espèces, les obligations de cette tranche ne se trouvant pas sur le marché. Le Mandataire (Trustee) a fait obser- nérale régissant la cession normale d'obligations à valoir sur les versements mensuels au fonds d'amortissement. préalable de la reprise du service normal de l'emprunt, le Mandataire (Trustee) s'est cru obligé d'accepter les obli- l'emprunt contient une clause de «monnaie-or», mais le Gouvernement autrichien n'a pas fourni les sommes néces-

### COMMISSAIRES-VÉRIFICATEURS

de la République Fédérale d'Autriche 1930. pour la quatrième 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 banque au 30 juin 1934, 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 1934 étaient détenus pour:

1. a) les coupons échus non encore présentés . . . . .
- b) les coupons à échéance du 1<sup>er</sup> juillet 1934 . . . . .
2. les frais encourus au 30 juin 1934 mais non liquidés à cette date . . . . .
  
- Fonds détenus pour la liquidation des engagements existants et futurs . . . . .
3. le compte d'amortissement des obligations . . . . .
4. les autres fonds en caisse (dont 7.012,25 francs suisses déposés dans une banque, anciennement Agent Financier, qui a suspendu ses paiements) . . . . .
  
- Total des soldes en banque d'après l'État des Recettes et des Paiements — Annexe VIIa . . . . .

## État indiquant les obligations

- Valeur nominale des obligations émises . . . . .
- Moins la valeur nominale des obligations amorties pendant:
1. les trois premières années de l'emprunt . . . . .
  2. la quatrième année de l'emprunt:
    - au titre des versements au fonds d'amortissement dus pendant la troisième année de l'emprunt . . . . .
    - au titre des versements au fonds d'amortissement dus pendant la quatrième année de l'emprunt . . . . .
- Valeur nominale des obligations non amorties au 30 juin 1934 (voir note ci-dessous) . . . . .

NOTE: Quand elles sont amorties par tirages,

## LA RÉPUBLIQUE FÉDÉRALE D'AUTRICHE 1930

## des Dépositaires au 30 Juin 1934

Tranche américaine \$	Tranches anglaise et hollandaise £	Tranche italienne Lires	Tranche suédoise Cour. suéd.	Tranche suisse Frs. suisses	Tranche autrichienne Schillings
19.341,— 792.246,— 2.082,98	1.797.15. 5 111.237.—.— — . 1. 9	25.520,25 3.214.960,— 16.310,11	— 333.830,— 1.886,97	19.810,— 799.890,— 4.098,76	50.071,70 2.053.139,20 10.265,73
813.669,98 231,42 24.002,65	113.034.17. 2 73. 4. 8 2.567.12. 4	3.256.790,36 252,90 66.161,38	335.716,97 179.480,— 1.672,36	823.798,76 107,06 18.854,14	2.113.476,63 54,06 60.066,33
837.904,05	115.675.14. 2	3.323.204,64	516.869,33	842.759,96	2.173.597,02

## non amorties au 30 Juin 1934

25.000.000,—	3.500.000,—	100.000.000,—	10.000.000,—	25.000.000,—	50.000.000,—
1.222.100,—	168.900,—	4.011.000,—	300.000,—	1.051.000,—	2.871.400,—
469.200,—	65.500,—	1.818.000,—	162.000,—	458.000,—	—
673.100,—	87.400,—	2.315.000,—	—	637.000,—	1.299.600,—
22.635.600,—	3.178.200,—	91.856.000,—	9.538.000,—	22.854.000,—	45.829.000,—

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 1934	22.272.500,—
<b>Recettes</b>	
1. SOLDES EN BANQUE au 1 <sup>er</sup> juillet 1934 . . . . .	837.904,05
2. REÇU DU GOUVERNEMENT AUTRICHIEN pour:	
le service des intérêts:	
espèces . . . . .	763.411,37
intérêts courus sur les obligations remises par le Gouvernement autrichien pour annulation (voir ci-dessous) . . . . .	5.217,18
l'amortissement des obligations:	
espèces . . . . .	1.370,42
obligations remises par le Gouvernement autrichien pour annulation (voir ci-dessous) . . . . .	270.883,58
les frais . . . . .	1.926,—
3. INTÉRÊTS PERÇUS sur les fonds employés en attendant leur utilisation pour le service de l'emprunt . . . . .	574,25
	1.881.286,85
<b>Paie-</b>	
1. INTÉRÊTS	
Coupons échus et intérêts courus sur les obligations rachetées pour le fonds d'amortissement . . . . .	793.345,—
Intérêts courus sur les obligations remises par le Gouvernement autrichien (voir ci-dessus) . . . . .	5.217,18
2. AMORTISSEMENT	
Obligations amorties par rachat . . . . .	—
Obligations remises par le Gouvernement autrichien (voir ci-dessus) . . . . .	270.883,58
3. FRAIS	
Commission et frais des Agents Financiers et indemnités et frais du Man- dataire (Trustee) . . . . .	2.260,01
4. SOLDES EN BANQUE au 31 décembre 1934 pour:	
le service des coupons à échéance du 1 <sup>er</sup> janvier 1935 . . . . .	779.537,50
les obligations sorties aux tirages remboursables le 1 <sup>er</sup> janvier 1935 . . . . .	—
les coupons échus non encore présentés . . . . .	18.242,—
l'amortissement des obligations . . . . .	1.601,84
des postes divers (dont 7.012,25 francs suisses déposés dans une banque, anciennement Agent Financier qui a suspendu ses paiements) . . . . .	10.199,74
	1.881.286,85

## LA RÉPUBLIQUE FÉDÉRALE D'AUTRICHE 1930

ments pour le semestre ayant pris fin le 31 Décembre 1934

Sterling	Lires	Couronnes suédoises	Francs suisses	Schillings
3,500,000.—	100.000.000,—	10.000.000,—	25.000.000,—	50.000.000,—
3,133,700.—	90.425.000,—	9.538.000,—	22.518.000,—	45.219.500,—
115,675.14. 2	3.323.204,64	516.869,33	842.759,96	2.173.597,02
108,118. 5.—	3.130.603,50	332.455,39	784.203,66	1.994.462,78
651. 9. 6	21.296,92	—	4.618,25	—
223.15. 2	53.193,20	92.155,—	10.214,09	673.100,81
37,569. 4.10	991.541,80	—	254.835,91	—
651.14. 2	15.509,—	1.488,75	17.876,04	9.284,52
155. 6. 3	4.759,08	2.131,61	1.173,89	10.848,72
263,045. 9. 1	7.540.108,14	945.100,08	1.915.681,80	4.861.293,85
111,397.11.—	3.176.215,40	333.830,—	803.263,60	2.070.226,42
651. 9. 6	21.296,92	—	4.618,25	—
223. 9.—	52.060,60	—	9.935,—	673.054,—
37,569. 4.10	991.541,80	—	254.835,91	—
761.12. 9	17.354,85	1.669,15	18.109,74	11.972,57
109,679.10.—	3.164.875,—	333.830,—	788.130,—	2.025.833,60
—	—	179.220,—	—	—
1,640. 5. 5	64.860,25	—	16.660,—	44.257,40
73.10.10	1.385,50	92.415,—	386,15	100,87
1,048.15. 9	50.517,82	4.135,93	19.743,15	35.848,99
263,045. 9. 1	7.540.108,14	945.100,08	1.915.681,80	4.861.293,85

## EMPRUNTS INTERNATIONAUX

pour lesquels la Banque est Trustee ou Agent Fiscal des Trustees

Fonds en caisse au 31 Mars 1935

	Emprunt Extérieur Allemand de 1924	Emprunt International 5 1/2% 1930 du Gouvernement Allemand	Emprunt International de la République Fédérale d'Autriche 1930	Total
	Francs suisses au pair monétaire			
FONDS DÉTENUS POUR:				
l'amortissement d'obligations .	646.246,63	753,08	112.620,43	759.620,14
le service des intérêts — Pro- vision pour l'échéance du pro- chain coupon . . . . .	—	—	3.557.733,00	3.557.733,00
les obligations sorties aux tirages mais non encore présentées au remboursement . . . . .	4.329,19	—	—	4.329,19
les coupons échus mais non encore présentés . . . . .	390.739,80	2.049.158,11	223.187,18	2.663.085,09
des postes divers . . . . .	580.686,42	340.101,88	25.276,35	946.064,65
TOTAL .	1,622.002,04	2.390.013,07	3.918.816,96	7.930.832,07

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

**État des Recettes et des Paiements  
pour la période du 1<sup>er</sup> Avril 1934 au 31 Mars 1935**

(EN REICHSMARKS)

## Recettes

	Reichsmarks
I — Soldes au 1 <sup>er</sup> avril 1934:	
a) Soldes déposés à des comptes spéciaux portant intérêts, conformément à l'Article IV f) du Contrat de Mandat (Trust), et réservés pour le paiement des livraisons en nature . . . . .	952.497,22
b) Solde du compte de Trust des Annuités représentant les dépôts minima prescrits à l'Article IV e) du Contrat de Mandat (Trust) . . . . .	125.000.000,—
II — Reçu du Gouvernement allemand à valoir sur les trois versements mensuels payables du 15 avril au 15 juin 1934 (voir Note):	
a) pour le service de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924 . . . . .	12.672.071,49
b) pour deux tiers du montant requis pour le service de l'Emprunt International 5 1/2 % 1930 du Gouvernement Allemand . . . . .	10.069.788,13
<b>TOTAL</b>	<b>148.694.356,84</b>

## Paiements et soldes

	Reichsmarks
I — Aux Mandataires (Trustees) pour le service de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924, conformément à l'Article IV a) du Contrat de Mandat (Trust) . . . . .	12.672.071,49
II — Au Mandataire (Trustee) pour le service de l'Emprunt International 5 1/2 % 1930 du Gouvernement Allemand, conformément à l'Article IV b) du Contrat de Mandat (Trust)	10.069.788,13
III — Pour livraisons en nature, conformément à l'Article VII du Contrat de Mandat (Trust):	
Pour le compte des Gouvernements suivants:	
Français . . . . .	293.072,04
Yougoslave . . . . .	3.443,20
Japonais . . . . .	22.000,—
	318.515,24
IV — Soldes au 31 mars 1935:	
a) Soldes déposés à des comptes spéciaux portant intérêts, conformément à l'Article IV f) du Contrat de Mandat (Trust), et réservés pour le paiement des livraisons en nature	633.981,98
b) Solde du compte de Trust des Annuités représentant les dépôts minima prescrits à l'Article IV e) du Contrat de Mandat (Trust) . . . . .	125.000.000,—
<b>TOTAL</b>	<b>148.694.356,84</b>

NOTE — Le Gouvernement allemand n'a pas effectué, dans les monnaies des tranches respectives, les versements mensuels dus après le 1<sup>er</sup> juillet 1934 pour le service de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924 et de l'Emprunt International 5 1/2 % 1930 du Gouvernement Allemand. En ce qui concerne les versements mensuels antérieurs, y compris les trois versements qui figurent dans l'état ci-dessus, il convient de considérer ce qui suit:

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

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

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

En tant que Commissaires-Vérificateurs de la Banque des Règlements Internationaux, nous avons examiné l'état ci-dessus et nous l'avons comparé avec les livres de la Banque. Conformément à l'Article XVII du Contrat de Mandat (Trust) conclu entre les Gouvernements créanciers et la Banque, nous certifions qu'à notre avis ledit état — avec la Note qui l'accompagne — reflète correctement toutes les opérations de la Banque concernant l'annuité allemande, y compris le service de l'Emprunt Extérieur Allemand de 1924, pour l'année ayant pris fin le 31 mars 1935.

BÂLE, le 3 Mai 1935.

PRICE, WATERHOUSE & Co.  
Chartered Accountants.

**CONSEIL D'ADMINISTRATION**

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

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

**Suppléants**

- Pierre Fournier, Paris.
- H. A. Siepman, Londres.
- Dott. Pasquale Troise, Rome.
- Dr. Wilhelm Vocke, Berlin.
- Paul van Zeeland, Bruxelles.

**DIRECTION**

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

\* Le Dr. Trip devient Président de la Banque et Président du Conseil d'administration; il entre effectivement en fonctions le 13 mai 1935. M. J. W. Beyen, nommé Suppléant du Président, exerce effectivement ses fonctions depuis le 1<sup>er</sup> mai 1935.

\*\* Il sera remplacé par M. Paul Hechler, à partir du 13 mai 1935.