

CONFIDENTIEL

SOMMAIRE : L'index de la Bourse. — La conférence internationale de l'assurance-crédit —
La marche à l'étalon-or. — Le règlement du fonds d'amortissement. — Infor-
mations financières. — Informations économiques générales. — Statistiques.

L'INDEX DE LA BOURSE DE BRUXELLES.

Le *Moniteur des Intérêts Matériels*, du 8 décembre 1926, publie son index périodique de la Bourse de Bruxelles :

	1 ^{er} février 1925	1 ^{er} mai 1925	1 ^{er} août 1925	1 ^{er} nov. 1925	1 ^{er} février 1926	30 avril 1926	1 ^{er} juin 1926	1 ^{er} août 1926	1 ^{er} nov. 1926
Fonds d'Etat ...	72.88	69.79	69.37	68.09	67.72	59.82	61.30	60.19	70.73
Obligations	86.13	85.65	85.11	85.70	83.57	88.38	91.68	102.62	108.54
Banques	134.16	126.88	128.07	131.37	114.85	105.14	110.90	144.42	201.79
Entrepr. immobil.	—	—	—	—	385.92	462.65	491.91	530.43	503.28
Chemins de fer ...	135.38	133.62	140.86	130.13	145.65	144.—	158.82	195.60	211.29
Tramways	496.17	477.12	454.86	450.39	—	—	—	—	—
Tramways	—	—	—	—	194.74	231.74	221.64	279.35	321.84
Tramways et élec- tricité (trusts) ..	—	—	—	—	403.95	445.86	465.48	594.17	689.58
Electricité	—	—	—	—	231.89	228.97	228.80	271.27	341.46
Métallurgie	129.14	126.49	128.98	119.85	107.40	110.23	120.22	151.79	225.67
Fours à coke	756.15	702.21	750.91	622.45	543.60	539.54	599.07	647.74	685.32
Charbonnages ...	185.08	157.99	166.96	147.59	129.16	120.65	149.68	181.20	240.38
Zinc et mines	172.11	159.41	163.63	189.72	153.72	153.23	162.68	190.48	220.69
Glaceries	596.66	550.44	595.08	558.20	643.94	770.26	770.64	824.74	882.87
Verreries	130.36	91.23	94.58	78.90	69.01	60.73	71.88	76.87	91.33
Eaux	116.14	124.50	135.73	130.70	124.—	142.15	154.19	183.26	207.76
Construction	138.55	122.74	123.46	125.08	111.20	102.15	114.03	129.91	137.28
Electricité	540.79	508.16	528.45	502.05	—	—	—	—	—
Textiles	313.79	275.06	292.58	294.29	258.67	289.58	308.77	348.74	398.26
Chimiques	111.46	106.49	115.80	113.11	101.44	88.66	86.15	101.24	118.87
Coloniales	344.90	324.14	403.83	519.93	583.30	496.—	527.06	643.—	792.48
Alimentation	—	—	—	—	250.—	260.72	300.35	355.16	387.44
Diverses	—	—	—	—	201.95	204.03	210.64	249.59	270.89
Diverses	311.40	311.51	325.32	309.45	—	—	—	—	—
Pétroles	60.91	53.91	68.51	64.02	73.48	63.25	63.17	71.80	73.37
Sucreries	98.45	94.16	92.14	89.35	75.91	73.52	84.03	95.31	136.91
Moyenne titres à revenu fixe	83.38	82.36	81.85	82.04	80.03	82.20	85.10	93.43	97.50
Moyenne titres à revenu variable	236.68	217.66	230.—	196.67	213.33	224.28	235.06	276.63	320.58
Moyenne générale	223.09	206.—	216.97	188.05	203.88	213.85	224.05	262.34	308.87

Ce tableau ne tient pas compte des augmentations de capital qui furent effectuées par prélèvement sur les réserves. Le professeur Chlepner (1) s'exprime comme suit à cet égard :

« L'examen de ce tableau pourrait donner lieu à des conclusions erronées si l'on ne tenait pas compte de la manière dont l'indice est obtenu. Il est établi en relevant les cours d'un certain nombre de titres aux dates indiquées et en les comparant au cours initial, c'est-à-dire celui du 31 décembre 1913. Mais depuis la guerre, tout particulièrement pendant les premières années qui suivirent l'armistice, un grand nombre de sociétés augmentèrent leur capital et émirent des titres nouveaux à des conditions très avantageuses pour les actionnaires anciens. Le capital fut donc représenté par un nombre plus grand de titres, ce qui provoqua au moment de l'augmentation du capital, une baisse nominale des titres anciens. Mais cette baisse était compensée, pour les actionnaires, par le droit de souscription aux titres nouveaux. Pour que l'indice fût exact, il faudrait, chaque fois que le capital social est augmenté, majorer le cours boursier des titres anciens au montant du droit de souscription. Comme cette précaution n'a pas été prise, la hausse des cours est inférieure à la hausse réelle des titres. »

Au 8 novembre 1918, les fonds d'Etat étaient à 100,08, les obligations de sociétés à 101,70, les banques à 125,12, la métallurgie à 103,10, les charbonnages à 166,89, les coloniales à 208,30, la moyenne générale s'établissant à 126,36.

« Au lendemain de l'armistice, la plupart des cours, nous ne parlons pour le moment que des actions, — commencent à monter. Cette hausse est, pour ainsi dire, ininterrompue jusqu'en mars 1920. L'indice du 1^{er} février 1920 nous en montre à peu près le point culminant. Elle est favorisée par l'abondance des disponibilités, par la reprise de l'activité industrielle et par la baisse du franc. La hausse est particulièrement marquée pour les industries exportatrices, telles les glaceries, les verreries, les charbonnages, les textiles. Par contre, les tramways et les affaires de gaz et d'électricité ne participent pas à la hausse : ces sociétés exploitent presque toujours des concessions accordées par les pouvoirs publics. Qu'elles travaillent en Belgique ou à l'étranger, leurs frais d'exploitation s'accroissent par la hausse des prix et des salaires, tandis qu'elles n'obtiennent que péniblement les autorisations nécessaires pour majorer leurs tarifs. L'indice pour les banques hausse à peine, mais la plupart d'entre elles ont procédé à une augmentation de capital, ce qui — comme nous venons de l'expliquer — masque l'augmentation réelle de la valeur des titres.

Au printemps 1921, une crise boursière éclate. Elle est provoquée par l'exagération même de la hausse — des avertissements étaient, d'ailleurs, partis des milieux parlementaires notamment; enfin, la crise économique se faisait déjà sentir.

(1) **B.-S. Chlepner**, *La Belgique restaurée*, VII, p. 465.

La baisse dure jusqu'au dernier trimestre de 1921 environ. A noter que pendant cette période non seulement la dépression économique persiste, mais qu'en outre le change ne présente que des variations de peu d'amplitude.

Pendant le dernier trimestre de 1921 et le premier de 1922, la tendance boursière n'est pas bien caractérisée; les cours subissent tantôt des hausses, tantôt des baisses.

En effet, la crise économique s'atténue, mais le change n'a pas de tendance bien caractérisée et la situation diplomatique est complexe, le problème des réparations notamment est décevant : tantôt une solution semble proche, tantôt, au contraire, elle paraît s'éloigner.

Vers le milieu de 1922, une hausse des cours se dessine, stimulée avant tout par la reprise industrielle. A partir de la fin de 1922, elle s'accroît et devient vertigineuse dans le courant de 1923. C'est avant tout la dépréciation du franc qui, cette fois, provoque l'envolée des cours. En outre, la situation prospère de plusieurs industries (métallurgie, charbonnages, etc.) favorisées par le chômage de la Ruhr, n'a pas manqué de stimuler la tendance à la hausse.

Bien qu'entrecoupée, à quelques moments, par des mouvements régressifs, la hausse persista durant toute l'année 1923 et atteignit son apogée durant le premier trimestre de 1924. La baisse foudroyante des changes en mars 1924 provoqua une réaction générale.

Depuis lors, la Bourse est restée dans le marasme. Le change fut relativement stable, en outre une dépression industrielle très caractérisée se produisit dans la seconde moitié de 1924.

Bien qu'à certains moments, des mouvements de hausse se soient dessinés — notamment en août et septembre 1925, sous l'influence d'une nouvelle tension des changes — on peut dire cependant que, depuis le milieu de 1924, l'indécision et la faiblesse dominent.

Le public, dérouté par les fortes variations des cours depuis l'armistice et incertain — jusqu'à la stabilisation monétaire — quant à l'évolution ultérieure des changes, se confina dans une prudente abstention. En outre, la hausse des prix et le renforcement de la pression fiscale lui enlevaient une partie de ses disponibilités.

Enfin, le resserrement du crédit, dont nous parlerons plus loin, obligea les banques à se montrer plus prudentes dans l'octroi de crédits à la spéculation et à augmenter le taux des reports.

Si l'on voulait synthétiser les observations qui précèdent, on pourrait dire qu'avant la guerre, les mouvements boursiers étaient déterminés surtout par la situation industrielle et par le taux d'intérêt — abstraction faite de facteurs accidentels qui pouvaient provoquer des variations temporaires. Actuellement, d'autres facteurs ajoutent leur influence à celle des précédents. Les emprunts continus de l'Etat et, plus tard, la pression fiscale, provoquèrent un renchérissement du taux d'intérêt qui contribua à déprécier les

valeurs à revenu fixe et à peser même sur les cours des valeurs industrielles. Mais l'influence perturbatrice la plus profonde résulte naturellement de la situation monétaire.

L'inflation, au lendemain de l'armistice, favorisa l'envolée des cours. Lorsque, dans la suite, les effets de l'inflation se firent sentir dans tous les compartiments de l'activité économique, lorsque prix, salaires, etc. haussèrent, il n'y eut plus surabondance de monnaie et l'effet stimulant de l'inflation sur la Bourse n'aurait persisté que si elle avait continué à se développer.

Enfin, les variations du change exercèrent une influence profondément perturbatrice; la hausse sensible du change entraînait, en général, une hausse des cours et inversement. L'action de ce facteur ne s'est quelque peu atténuée que depuis les derniers mois de 1924; les cours en Bourse ne sont plus influencés automatiquement par les variations du dollar. On peut l'expliquer en partie par le resserrement monétaire et surtout par le scepticisme du public, qui, après plusieurs années de variations constantes du change, ne considère plus toute hausse ou toute baisse comme devant nécessairement persister.

Il y a tout lieu de croire que la stabilisation du franc apportera ici encore un élément de régularité et que l'activité boursière pourra se développer dans des conditions plus saines et plus rationnelles; tout au moins au point de vue de l'intérêt de la masse du public (1). »

Quant aux valeurs à revenu fixe, le change fut le facteur essentiel qui exerça sur leurs cours l'influence la plus profonde.

Au lendemain de l'armistice, la masse du public s'apercevait à peine de la légère hausse du change et ne la considérait que comme un phénomène passager. On souscrivait volontiers aux emprunts de l'Etat et aux obligations émises par les sociétés. La baisse des titres émis avant la guerre n'était qu'une adaptation à la hausse du taux d'intérêt. La rente d'avant-guerre rapportait 3 p. c. — elle était bien au-dessous du pair avant la guerre déjà — et les obligations des sociétés rapportaient généralement 4 p. c. Les emprunts nouveaux, émis au lendemain de l'armistice, furent en général du type 5 p. c., aussi les titres anciens devaient-ils baisser.

Mais à mesure que la dépréciation du franc s'accroissait, la clientèle se détournait de plus en plus des placements en valeurs à revenu fixe. L'Etat et les sociétés se virent contraints d'augmenter le taux d'intérêt alloué aux souscripteurs — l'Etat dut le porter au delà de 6 p. c. pour les emprunts intérieurs, certaines sociétés l'élevèrent à 8 ou 9 p. c., — finalement, le placement d'obligations devint presque impossible.

Cet état de choses aggrava la situation de la Trésorerie. D'un côté, l'Etat se vit forcé d'augmenter à tout

prix le rendement des impôts; d'autre part, il dut recourir à nouveau aux emprunts extérieurs, dans des conditions désavantageuses; l'emprunt de 100 millions de dollars, contracté fin 1924, comporte un intérêt d'environ 7,85 p. c.

Quant aux sociétés, elles ne purent se procurer des ressources nouvelles que par des augmentations de capital, ce qui déprécia le cours des titres anciens.

Un changement sensible s'est donc produit sur le marché financier. Avant la guerre, l'épargne engageait une partie de ses capitaux dans la souscription d'actions, comportant un bénéfice aléatoire, et plaçait l'autre partie en obligations d'Etat ou de sociétés, comportant un intérêt modéré, mais fixe. Actuellement, le recours à ce procédé n'est plus possible.

La hausse du taux d'intérêt et la désaffection du public pour les titres à revenu fixe provoqua finalement une baisse, non seulement des obligations anciennes, mais encore de celles émises depuis l'armistice. Or, les titres à revenu fixe étaient le placement préféré de la petite épargne. Les petits rentiers et, en général, les modestes épargnants furent donc affectés de plusieurs manières. Ils touchent les intérêts en franc-papier et de plus, en cas de réalisation, ils subissent des pertes dues non seulement à la dépréciation du franc, mais encore à la baisse des cours. »

La période, dont le tableau ci-dessus nous donne la représentation de l'activité boursière, est très intéressante à étudier. En effet, elle couvre celle de stabilisation du franc au cours approximatif de 107 (octobre 1925-mars 1926), embrasse les jours tragiques où notre franc s'avalissait de plus en plus, ceux où il regagna le cours de 175 qu'il ne quitta plus, et enfin l'époque récente de stabilisation officielle et d'abrogation du cours forcé.

Si nous examinons le mouvement des fonds d'Etat, une première remarque nous arrête de suite: la fusion sous une même rubrique des emprunts d'avant 1914 et de ceux qui suivirent la guerre ne permet pas de se rendre compte de la dépréciation plus considérable des premiers par suite de leur rendement plus modeste. On pourrait également estimer que le revenu plus élevé des nouveaux emprunts a contribué fortement à arrêter leur chute.

La période de stabilisation à 107 a vu baisser lentement les cours des fonds d'Etat, la Bourse, si l'on s'en souvient, ayant été très mauvaise pendant cette période. Le désordre des changes qui suivit a fait perdre près de dix points aux valeurs d'Etat, mais la stabilisation légale les a fait remonter, en franc-papier, à un cours ne s'écartant que de deux points de celui du 1^{er} février 1925.

Comme pour les fonds d'Etat, la période octobre 1925-mars 1926 a été caractérisée par la lourdeur des obligations industrielles. Le désordre du change les a vu remonter et la stabilisation leur a été nettement favorable, entraînant une plus-value de plus de 22 points sur le 1^{er} février 1925. La crainte d'une crise industrielle due à une stabilisation à un taux qui était

(1) B.-S. Chlepner, *op. cit.*, p. 467.

dénoncé comme trop bas a-t-elle inquiété les porteurs ? Un taux assez élevé leur a-t-elle fait entrevoir une période d'essor de l'industrie, favorisée encore par la crise minière britannique qui s'est prolongée pendant plus de sept mois, du 1^{er} mai aux premiers jours de décembre.

La rubrique des banques nous retiendra tout particulièrement. Leurs cours, lourds jusqu'en novembre 1925, se sont manifestement effondrés au 1^{er} février 1926 et la tension des changes aggrave la situation qui ne s'améliore qu'en août. La stabilisation, devenue effective au 1^{er} novembre, permet d'enregistrer, en trois mois, une hausse de 60 points. Cette évolution est facile à expliquer, tout au moins par ses causes apparentes : octobre 1925-mars 1926 ont marqué une période de réduction de crédit qui devait affecter doublement les établissements de crédit.

1) Les banques belges, à l'encontre des banques anglaises, ont largement recours au réescompte. La sévérité de la politique de crédit de l'institut d'émission, caractérisée entre autres par la hausse du taux de l'escompte, empêchait plus encore qu'auparavant, l'admission dans son portefeuille d'effets à caractère commercial discutable que les banques auraient été amenées à accepter, pendant les années précédentes et les forçait ainsi à se montrer plus sévères dans leurs nouvelles opérations, ce qui laissait entrevoir une baisse du rendement.

2) Le retrait de dépôts, les discussions relatives à la consolidation des bons du Trésor, dont les banques détenaient un important paquet, ébranlèrent la confiance et ce fut la période où cinq banques importantes déposèrent leur bilan, ou furent déclarées en faillite. Des établissements connus devaient, à certains mo-

ments, recourir au réescompte de la plus grande partie de leur portefeuille. Les informations relatives à ces difficultés, qui transpirèrent dans la presse quotidienne, influencèrent les cours. Par la suite, l'aide apportée aux banques par l'institut d'émission, le règlement favorable pour elles de la question des bons du Trésor, la stabilisation à un taux préconisé par certains financiers, la plus-value de leur portefeuille, furent autant de causes qui contribuèrent à un relèvement des cours des actions bancaires.

A chaque catégorie de titres, on peut assigner pour l'évolution de leurs cours des causes générales et particulières, dont l'exposé détaillé nous entraînerait fort loin, en fait, à l'étude du marché des différents produits industriels.

Les titres de la métallurgie et de la construction semblent avoir profité à la fois du décalage provisoire entre les prix intérieurs et les prix mondiaux, consécutif à la baisse du franc, de la grève des mineurs anglais, paralysant l'industrie métallurgique britannique et de l'accord international des industries de l'acier. Le mouvement des titres de charbonnages est tout particulièrement intéressant. Du 1^{er} février 1925 au 30 avril 1926, ils subissent une chute de 65 points, due à la crise mondiale du charbon, à l'accumulation des stocks. La Bourse enregistre immédiatement le « boom » consécutif à la grève anglaise et porte les valeurs de charbonnages, le 1^{er} novembre 1926, au double des cours du 30 avril 1926.

Les glacières, l'électricité et les sociétés coloniales ont subi une évolution intéressante depuis l'armistice. Ces catégories d'entreprises méritent une mention spéciale parce que leur histoire a été mouvementée.

	8-11-18	1-2-20	1-8-21	1-5-22	1-2-24
Glacières	89.81	315.05	171.57	187.63	817.12
Gaz et électricité	89.22	92.30	92.66	137.71	743.15
Valeurs coloniales	208.30	233.25	87.03	85.42	285.52

Pour les autres dates, on se reportera au premier tableau. La désorganisation du commerce d'exportation des glaces : usines détruites, transports difficiles, etc. a fait tomber les cours, à l'armistice, en dessous de ceux de 1913, mais le « boom » de 1920 les a relevés, la crise de baisse des prix de 1921 les a affectés, mais depuis lors leur hausse n'a cessé de se poursuivre de façon progressive.

La plupart de nos entreprises électriques ont des intérêts à l'étranger. Les cours marquent l'hésitation des premières années quant à la reprise des relations internationales, les dégagements de l'influence allemande dans les entreprises d'électricité. Puis, les dividendes payables en francs sont gonflés par les bénéfices réalisés en devises appréciées et les cours s'en ressentent.

Quant aux valeurs coloniales, la prospérité du

Congo pendant la guerre, en a fait doubler les cours ; la crise qui a affecté la Colonie en 1921 les a fait violemment retomber en dessous de ceux pratiqués en 1913. Depuis, malgré des augmentations de capital qui ont pesé sur les cours, la confiance dans la prospérité de la Colonie, attestée tout d'abord par les banques, a porté les capitalistes vers ces valeurs, d'autant plus que le Congo exporte la plus grande partie de sa production vers l'étranger.

L'examen des moyennes des cours des catégories marque nettement l'influence des fluctuations du change et des ébranlements de la confiance. Mais la Bourse est-elle toujours sage dans ses mouvements ? Elle a inscrit, dans les mouvements des cours des changes des pays centraux et alliés tous les grands événements politiques et militaires. Mais la faculté d'enregistrement ne veut pas dire qu'elle fasse la cri-

tique des événements. La révolution russe de 1917 a fait hausser le rouble, car on croyait à des actions militaires plus vigoureuses inspirées par Kerensky. On a vu ce qu'il en est advenu. L'emballement pour les valeurs caoutchoutières, l'enthousiasme actuel pour les valeurs de charbonnages ne marquent pas un choix tout à fait arbitraire, mais dénotent certainement un

manque de prévoyance. Remarquons, du reste, que la valeur réelle des entreprises industrielles n'a pas été traduite par les cours de Bourse. Actuellement, seulement, un effort se dessine dans ce sens.

Voici, en effet, quels étaient les index en or au 1^{er} novembre 1926 par rapport aux précédents :

	Au 30 avril 1926	Au 1 ^{er} juin 1926	Au 1 ^{er} août 1926	Au 1 ^{er} nov. 1926
Banques	18.33	18.11	19.52	29.08
Entreprises immobilières	80.66	80.33	71.70	72.53
Chemins de fer	25.11	25.93	26.44	30.45
Tramways	40.40	36.19	37.76	46.38
Tramways et électricité	77.73	76.—	80.31	99.38
Electricité	39.92	37.36	36.67	49.21
Sidérurgie	19.22	19.63	20.52	32.52
Fours à coke	94.07	97.82	87.56	98.77
Charbonnages	21.04	24.44	24.49	34.64
Zincs et mines	26.72	26.56	25.75	31.81
Glaceries	134.29	125.84	111.48	127.24
Verreries	10.59	11.74	10.39	13.16
Eaux	24.78	25.18	24.77	29.94
Construction	17.81	18.62	17.56	19.79
Textiles	50.49	50.42	47.14	57.40
Chimiques	15.46	14.07	13.68	17.13
Coloniales	86.48	86.06	86.91	114.21
Alimentation	45.46	49.05	48.—	55.84
Diverses	35.57	34.40	33.74	39.04
Pétrole	11.03	10.32	9.70	10.57
Sucreries	12.82	13.72	12.88	19.73
Moyenne générale act.	39.10	38.38	37.39	44.52
Cours du dollar	29.725	31.7375	38.10	35.96

LA CONFERENCE INTERNATIONALE DE L'ASSURANCE-CREDIT.

Les délégués de dix-huit pays ont assisté à la première Conférence internationale de l'assurance-crédit, réunie à Londres sous la présidence de M. Heath, président de la « Trade Indemnity Cy » (1).

Vu l'importance de cette manifestation, il a été jugé utile de donner un compte rendu complet de ce congrès.

Le président, M. Heath, déclara tout d'abord que l'un des principes fondamentaux de l'assurance-crédit entre des gens d'affaires de différentes nationalités est que cette assurance-crédit devait être internationale. Il serait préférable que les crédits étrangers soient assurés par des sociétés représentant les pays respectifs du débiteur et du créancier, plutôt que par une société d'assurance du seul pays du créancier. Ce qui précède s'applique, non seulement à la prise en charge du risque, mais aux conditions de la police et au règlement des indemnités éventuelles.

L'assurance-crédit repose sur des informations précises et absolument confidentielles sur les « risques »

L'assurance-crédit a pour mission d'encourager le commerce intérieur et international; aussi, seuls les « risques commerciaux » doivent-ils être couverts. Trois

sociétés d'assurance britanniques ont été conduites à la faillite pour avoir assuré des opérations de placement de fonds, qui n'ont rien à voir avec l'assurance-crédit.

M. H. Spain, également de la « Trade Indemnity Company », émit l'opinion qu'il a toujours été considéré comme désirable que le vendeur assure une part du risque, attendu que le montant brut de l'assurance comprend également le bénéfice de ce dernier. En outre, le vendeur est mieux placé que la société d'assurance pour connaître l'état du marché et la solvabilité de son client.

En ce qui concerne les barèmes d'assurance, ils ne pourront être établis d'ici plusieurs années, surtout pour le commerce international. Même dans les transactions intérieures, l'évolution constante des affaires s'opposera longtemps à l'élaboration d'un tarif fixe.

Il serait utile de mettre sur pied un système de réassurance entre les différents pays et que chacun d'entre eux demeure libre de fixer ses tarifs intérieurs. Les traités de réassurance devraient être divisés en deux parties. Une pour les risques intérieurs, acheteur et vendeur étant domiciliés dans le pays de l'assureur, une autre pour les affaires extérieures, le domicile de l'acheteur étant en dehors du pays de l'assureur. L'expérience montrerait rapidement quel serait le taux équitable à appliquer aux diverses polices.

(1) Cfr. *Bulletin* n° 7, du 16 décembre 1926, p. 632.

Il existe en outre une certaine différence entre les crédits commerciaux et les crédits financiers. L'assurance de ces derniers s'est développée moins rapidement par suite d'une demande moins forte et des nombreux problèmes que soulève cette question.

Dans les crédits commerciaux, il existe une certaine uniformité de conditions et il est possible de formuler des principes généraux sur lesquels tout le monde peut se mettre d'accord; il est loin d'en être de même dans les opérations financières.

Jusqu'à présent les banquiers n'ont pas encouragé le développement de l'assurance-crédit, en ce qui concerne les opérations financières entre eux et leurs clients. Le banquier britannique s'est tellement habitué à exiger une garantie qu'il est presque impossible de lui faire accepter une police d'assurance lui laissant une certaine part de responsabilité. Si les banquiers avaient fait preuve de vues plus larges dans les opérations de crédit pendant la période critique traversée depuis huit ans par la plupart des pays, l'assurance-crédit internationale aurait pris plus de développement et en Grande-Bretagne, notamment, le gouvernement n'aurait pas dû accorder sa garantie aux opérations d'exportation. L'assurance-crédit s'appliquant aux opérations financières entraîne les plus grandes difficultés, surtout du fait que le banquier ne veut pas accepter sa part du risque de l'opération.

La parole fut ensuite donnée au Dr Herzfelder, de Berlin, au sujet du rapport entre les banques et les sociétés d'assurance. Il suggéra la nomination d'une commission spéciale, destinée à étudier les moyens de gagner les banques au principe de l'assurance-crédit et assurant à ces opérations une place de premier rang dans les garanties modernes du crédit. Jusqu'à présent, les banques n'ont pas accepté ces polices comme des garanties de premier ordre, sur le même pied que des titres ou des hypothèques, bien qu'une police d'assurance soit plus liquide qu'une hypothèque. En ces toutes dernières années, on a pu constater une évolution favorable, mais encore insuffisante. Chaque banque importante devrait avoir un service spécialisé dans l'assurance-crédit, comme dans les assurances-incendie et les assurances maritimes.

Les banques se plaignent souvent de devoir attendre plusieurs mois le règlement des polices, ce qui les prive de liquidités. On peut cependant estimer qu'à l'exception de valeurs de Bourse, de premier ordre, la réalisation des autres gages ne va pas non plus sans certains délais.

M. A. de Rougemont, de l'Urbaine-Crédit de Paris, continua l'étude sur la même question, en dénonçant l'erreur du banquier qui regarde l'assureur comme un concurrent. Le banquier doit fournir des fonds et éviter le risque. L'assureur, au contraire, ne fait qu'assumer la responsabilité du risque.

Les risques courus par les banquiers ont été peu à peu réduits à l'insolvabilité pure et simple du débiteur. Il serait logique qu'ils accueillent avec faveur la protection que leur offrent les assureurs, puisqu'elle leur permet de réduire les risques du financement du

commerce. L'accord entre les deux parties est essentiel pour préserver l'intégrité des principes distincts de la finance et de l'assurance. La méthode la plus pratique serait que non seulement la banque soit assurée, mais ait la disposition de la police et que l'assureur supporte une partie du risque encouru par le banquier plutôt que de celui encouru par le commerçant. La méthode présenterait les avantages suivants :

1° Le banquier garderait le contrôle entier de la création du crédit et, par conséquent, des opérations commerciales;

2° Le commerçant, dont le but, en s'assurant, est d'obtenir de meilleures conditions de crédit, serait aidé pour autant que le banquier le considérerait digne de confiance;

3° Le risque de l'assureur serait diminué;

4° Il serait possible d'abaisser le montant des primes;

5° Les banques pourraient procurer des opérations nombreuses, surtout dans les pays où l'escompte se pratique comme en France.

M. F.-H. De Groot, de l'Amsterdamsche Bank, voulut considérer du point de vue banquier l'assurance-crédit qui est un genre nouveau d'opération aux Pays-Bas. Elle entraîne, à son avis, un renchérissement du crédit qui nécessiterait un accord préalable des banques.

L'assemblée vota ensuite le vœu suivant :

« Les représentants de sociétés d'assurance de divers pays déclarent être disposés en principe à prendre une part de chaque crédit accordé à des entreprises fixées dans leur pays respectif, approuvées par eux, à condition que le volume des affaires le permette. »

Le Dr Kohler, de la Société Fédérale d'Assurance de Suisse, exposa les vues de sa compagnie sur la coopération. Elle n'est pas organisée pour réunir des informations et si besoin en était, elle s'adresserait à une agence de renseignements. Il ne voyait qu'un moyen de coopérer à l'assurance-crédit : demander à deux agences de renseignements des renseignements aux frais des correspondants étrangers, les compléter éventuellement et faire connaître son intention de participer à une opération de réassurance.

Le second vœu fut voté :

« Les délégués s'engagent à essayer d'obtenir des renseignements précis sur les entreprises dont le nom leur sera communiqué et faire parvenir les rapports y relatifs. Ils s'engagent à ne demander le paiement des frais que sur la base d'accords préalables. »

Le membre du Parlement britannique Sir Philip Dawson, prononça ensuite un important discours en attirant l'attention sur les risques résultant de calamités. Le monde a été tellement éprouvé par la guerre que ce n'est qu'en accordant des crédits prolongés que l'on peut enlever des commandes.

Le fermier a besoin de machines agricoles, d'engrais et de semences qu'il ne peut payer qu'après la récolte.

Le fabricant a besoin de coton et de laine qu'il ne peut payer qu'après avoir vendu les produits finis.

Ce qui est nécessaire, c'est un organisme permet-

tant d'accorder des crédits à l'étranger, sans devoir courir des risques résultant de l'insolvabilité du client. Les frais de cette garantie devraient être conçus de façon à ne pas élever indûment les prix.

Cette garantie est fournie par l'assurance-crédit, grâce à laquelle le vendeur, moyennant le paiement d'une prime modérée, peut couvrir ses risques sans devoir être exposé au recours de son banquier.

Des renseignements précis et étendus sur les clients forment la base des assurances-crédit et il est donc entièrement à l'avantage des producteurs que l'on crée un organisme international chargé de coordonner les services nationaux de renseignements.

Le rôle des sociétés d'assurance est particulièrement efficace dans les questions de crédits à long terme.

De même, dans les constructions de ponts, de chemins de fer, et dans les autres entreprises, de fortes immobilisations sont nécessaires avant que l'on puisse escompter un rendement quelconque.

Le risque est ici plus grand, principalement en ce qui concerne les opérations effectuées dans les pays neufs. Il contient même un élément imprévisible, l'élément « calamité » que cette dernière soit due à une cause politique ou autre : moratorium ou révolution. Les gouvernements pourraient assumer cette part du risque, en recevant une indemnité appropriée; cette intervention n'empêcherait pas que les assurances seraient effectuées par des entreprises privées; elles seraient très utiles à la grosse métallurgie.

Le gouvernement ne devrait pas accorder directement sa garantie au client, mais ne traiter qu'avec les principales firmes.

Un délégué français, M. A.-J. Duhamel, traita la question de l'assistance réciproque des sociétés en cas de défaillance d'un client. A son avis, dans ces circonstances, la société étrangère assureuse devrait céder sa créance à une société du pays du défaillant. Au point de vue psychologique, un conflit entre deux personnes d'un même pays est plus facilement résolu que si ce sont deux étrangers qui sont en présence.

En outre, la procédure serait considérablement simplifiée.

L'assemblée émit ensuite le vœu suivant :

« Les délégués s'engagent à se prêter mutuellement assistance pour obtenir des renseignements sur des débiteurs défaillants, habitant dans leurs pays respectifs.

» Pour autant que possible, ils aideront au choix d'un conseiller juridique et, de commun accord, prendront les mesures jugées nécessaires à la défense des intérêts respectifs.

» En aucun cas, il ne sera compté de frais supérieurs aux dépenses réellement effectuées. »

LA MARCHE A L'ETALON D'OR.

Dans le *Bulletin* n° 10, du 19 août 1926, il a été publié, sous le titre : *Le Miracle du Rentenmark et la leçon à en tirer pour la France et la Belgique*, la traduction d'un article de A. Lansburgh, publié dans *Die Bank*. Vu l'importance de la nouvelle étude publiée dans le numéro de décembre de cette revue par le même économiste, il a paru opportun d'en donner une nouvelle traduction qui fait donc suite à celle parue au mois d'août :

« De gré ou de force, les gouvernements européens, les uns après les autres, s'orientent vers la monnaie stable, dont personne ne met plus désormais en doute l'identité avec l'étalon-or. Mais combien divergents sont les chemins par lesquels on cherche à atteindre ce but ! Dans la plupart des pays, ce sont des fausses routes, bien qu'il soit d'ores et déjà certain que, même dans ces pays, l'on regagnera un jour, par un détour, la voie si simple et si droite de la reconnaissance et de l'ancrage légaux de la valeur intérieure de fait de la monnaie.

» A vrai dire, seule, jusqu'à ce jour, la **Belgique** a mis en œuvre un procédé absolument incontestable et correct. Sans tergiverser indéfiniment et sans se soucier des hésitations de la France et des autres membres de la défunte Union monétaire latine, elle a, du jour au lendemain, stabilisé son étalon sur la base de 175 fr. pour une livre sterling-or, créé une nouvelle unité monétaire, le belga (équivalent à 72 centimes-or), décidé en principe la convertibilité en or des billets en circulation, sur la base de la nouvelle relation — bien qu'en la suspendant provisoirement et en y substituant des remises de devises, — le tout sans autre préparation que l'émission en Amérique d'un emprunt or et la garantie d'un emprunt auxiliaire en dollars obtenue auprès des grandes banques européennes d'émission. Il est à noter que ces crédits ne seront appelés à jouer à proprement parler que le rôle d'un moyen de suggestion, étant donné qu'ils accroissent le stock d'or et de devises de la banque bien au delà du montant pratiquement nécessaire pour le succès de la stabilisation. Les Belges se sont habilement prémunis contre le danger de nouveaux recours de la trésorerie à la Banque Nationale, qui auraient pu gêner l'action entreprise, en amenant les détenteurs des bons du Trésor à court terme, au moyen d'avantages ou de pénalités obligatoires d'intérêts, à convertir leurs droits échus en actions de préférence de la Société des Chemins de fer de l'Etat belge. Toutes ces mesures habilement conçues ont réparé les erreurs inflationnistes du printemps dernier et ont abouti à un succès immédiat, car l'on n'a pas tenté d'expériences ni de revalorisation, mais on a laissé le franc à la valeur qui correspondait à son pouvoir d'achat intérieur.

» Les deux Etats nordiques — **Danemark** et **Norvège** — qui étaient placés devant le problème de la stabilisation, n'ont pas opéré aussi habilement. Au **Danemark**, on a commis il y a dix-huit mois l'impru-

dence d'annoncer un programme de revalorisation, s'étendant sur sept ans, avec le résultat que l'économie nationale ne s'est pas tenue aux termes fixés, mais a rétabli la valeur de la parité de la couronne dans un délai considérablement plus court. Présentement, la couronne, contrairement à la volonté exprimée par la Banque Nationale, se tient environ au pair, alors qu'elle ne valait encore que 60 ores d'or au milieu de 1924; restauration beaucoup trop rapide de l'ancienne valeur monétaire qui, naturellement, a provoqué de graves ébranlements de l'organisme économique et de violentes luttes sociales.

» En **Norvège**, l'on n'a pas encore tout à fait atteint le pair, mais on s'en rapproche très rapidement, à nouveau contre la volonté des dirigeants monétaires, qui voulaient, tout d'abord, souffler à 82 p. c. et qui constatent maintenant que leur cheval les gagne à la main. Après que la Banque de Norvège a établi les conditions préalables du retour au pair par une déflation méthodique, il n'est plus en son pouvoir de retarder davantage l'heure de l'assainissement définitif (sauf en provoquant délibérément une nouvelle inflation).

» C'est dans les deux nations latines — France et Italie — que l'on procède de la façon la moins adéquate, on pourrait dire la plus dilettantiste. Il est vrai qu'au regard de l'opinion publique naïve, qui se forme d'après les résultats apparents, de véritables magiciens financiers sont à l'œuvre dans ces contrées, car les deux monnaies ont enregistré des améliorations concrètes plus frappantes que partout ailleurs. Que ces améliorations aient été réalisées sans plan préétabli, par la simple utilisation de circonstances favorables et, notamment, des fautes commises antérieurement par la spéculation internationale — qu'elles doivent infailliblement avoir pour conséquence une crise économique redoutable, si elles ne sont pas corrigées et atténuées après coup — c'est ce que la grande masse ne peut naturellement pas reconnaître. Mais les économistes de ces deux pays devraient élever la voix avant qu'il ne soit trop tard.

» En **Italie**, on a pris le chemin d'une restriction sévère des crédits (déflation) qui doit porter le cours de la lira à un niveau encore inconnu, mais en tout cas fantastiquement élevé. Dans cet Etat, l'on a ordonné une conversion forcée de non moins de 21,5 milliards de liras de bons du Trésor en titres d'emprunt consolidé, afin de mettre la trésorerie d'Etat en situation d'amortir une grande partie de sa dette envers la Banque d'Italie. Si cette dernière opération se réalise effectivement, il sera aisé de relever la lira au double ou au triple de la valeur qu'elle avait au moment de sa dépression maximum d'août 1926. Mais ce redressement s'effectuera sur les ruines de l'économie italienne, qui souffre aujourd'hui déjà au plus haut degré, bien qu'une petite fraction seulement de la route ait été parcourue. Les exportations décroissent rapidement, l'industrie touristique est anéantie, les faillites se multiplient et la Bourse enre-

gistre des reculs de cours allant d'un tiers à la moitié du niveau de l'été — et cela bien que l'évolution des changes soit encore dépourvue de toute base solide et ne soit que la traduction d'anticipations spéculatives de mesures escomptées pour l'avenir (1).

» Mais c'est la **France** qui se trouve placée dans la situation la plus curieuse. Dans ce pays, l'on ne se rend aucunement compte du caractère du mouvement que le franc a accompli depuis sa dépression maximum (environ 240 francs par livre) jusqu'à ses cours actuels (environ 120/130). Il était évident à l'avance qu'une amélioration interviendrait dès que la Banque de France cesserait de se livrer à des émissions de billets. Dans le numéro de juillet 1926 de *Die Bank*, nous avons signalé en temps utile à nos lecteurs qu'il fallait évaluer à environ 150 francs par livre la valeur intérieure du franc français et qu'une stabilisation devrait se baser sur cette relation. En fait, le mouvement de hausse du franc se déclancha dès que l'on eut annoncé que M. Poincaré envisageait de consolider le franc sur cette base. Mais l'effet rapide que la nouvelle d'une telle intention, combinée avec une énergique politique d'intervention de la Banque de France, exerça sur la spéculation internationale, qui se mit à thésauriser des francs avec le même enthousiasme avec lequel elle en avait vendu auparavant à découvert, rendit le gouvernement français présomptueux. Son appétit grandit en mangeant et la conscience de sa puissance financière s'enfla avec le succès. Vers le milieu de novembre, on murmurait dans les milieux touchant de près au président du Conseil que celui-ci comptait avec la possibilité d'arriver à rétablir la convertibilité des billets français à leur pleine valeur-or nominale, c'est-à-dire à faire monter le franc jusqu'au pair. Il suffit de se représenter les chiffres en cause — 50 milliards de francs-or ou devises — pour reconnaître le caractère insensé de ce soi-disant espoir du cabinet français. Mais, même si l'ambition du gouvernement français ne se hausse pas jusqu'à faire descendre la livre à 25, mais seulement à 75, ou 100 fr., elle n'en est pas moins vouée, de prime abord, à l'échec. Certes, si l'on pouvait pratiquer une politique de bon plaisir à l'italienne et procéder à la déflation la plus violente, on pourrait facilement atteindre les cours précités. Mais la France n'est pas l'Italie. Même si le cours du franc doit rester longtemps au niveau de 100, le gouvernement se heurtera à la résistance de tous les milieux de la production, qui ne peuvent pas se laisser imposer une politique monétaire ruineuse. La valeur intérieure du franc correspond désormais à une relation d'environ 150 par livre et, par conséquent, la monnaie française ne saurait être stabilisée à aucun niveau substantiellement plus élevé sans blesser violemment tous les inté-

(1) Les deux articles publiés dans les *Bulletins* nos 25 et 26 au sujet de l'Italie et basés sur des opinions britanniques confirment point par point la thèse de A. Lansburgh.

rêts économiques. Mais au lieu de reconnaître cette donnée de fait évidente et de se guider d'après cette directive, le Sénat français, à la date du 19 novembre, a adopté une loi sur la spéculation illicite, à l'aide de laquelle on espère apparemment faire baisser le niveau des prix et relever en conséquence le pouvoir d'achat intérieur du franc!

A. LANSBURGH,

» *Die Bank*, décembre 1926. »

LE REGLEMENT DU FONDS D'AMORTISSEMENT

Vu la loi du 7 juin 1926 instituant un Fonds d'amortissement de la Dette publique;

Vu l'article 13 de cette loi aux termes duquel les mesures relatives à son exécution sont réglées par arrêté royal;

Sur la proposition de Nos Ministres, délibérée en Conseil,

Nous avons arrêté et arrêtons:

Siège.

Article 1^{er}. Le Fonds d'amortissement de la Dette publique institué par la loi du 7 juin 1926 (*Moniteur belge* n° 175, du 24 juin 1926), a son siège dans l'agglomération bruxelloise.

Il est géré par un conseil d'administration, un comité permanent et un directeur général constitués ou nommé conformément à l'article 3 de la dite loi.

Conseil d'administration.

Art. 2. Le conseil d'administration a la gestion générale des affaires.

Il règle l'emploi des ressources attribuées au Fonds, en se conformant, pour l'affectation de la dotation extraordinaire de 1,500,000,000 francs minimum, au plan d'amortissement arrêté d'accord avec le gouvernement.

Il donne des directives pour l'emploi des ressources ordinaires du Fonds, en respectant ce qui est prévu à cet égard dans les lois et contrats d'emprunt. Il détermine le placement temporaire de ses disponibilités.

Il nomme son secrétaire et fixe sa rétribution.

Il organise ses services administratifs et délègue le pouvoir de prononcer les peines disciplinaires au comité permanent ou au directeur général en réservant aux intéressés la faculté de se pourvoir en appel auprès de lui.

Il arrête, chaque année, dans le courant du mois de décembre au plus tard, le budget des dépenses d'administration de l'année suivante et le communique à Notre Ministre des Finances. Il établit ses prévisions séparément pour les dépenses de personnel et pour les dépenses de matériel. Le cas échéant, il ouvre, en cours d'exercice, les crédits supplémentaires qui seraient reconnus nécessaires.

Il contrôle et vérifie les opérations et écritures, en se faisant éventuellement assister par des experts de son choix; il approuve les situations semestrielles du Fonds et le compte annuel de gestion.

Dans la limite tracée par l'article 7, 2^o, de la loi du 23 juillet 1926, il nous présente, à chaque vacance, une liste double des candidats pour les postes d'administrateur de la Société Nationale des Chemins de fer belges.

Conformément aux articles 9 et 11 de la même loi, il donne son avis, à la demande du gouvernement, sur le taux de l'intérêt fixe, ainsi que sur la date et les conditions d'émission des actions privilégiées de la Société Nationale des Chemins de fer belges et il tient un compte spécial de l'émission de ces actions.

Il constitue chaque année, au mois de décembre, un comité permanent choisi dans son sein, qui assumera la gestion courante pendant l'année suivante.

Le conseil désigne un délégué pour assister, à Bruxelles, aux tirages au sort des titres amortissables.

Art. 3. Le conseil d'administration se réunit sur la convocation de son président, aussi souvent que la gestion du Fonds l'exige et au moins une fois par trimestre. Il doit aussi être convoqué chaque fois que trois de ses membres ou Notre Ministre des Finances le demandent.

Les décisions sont prises à la majorité des votants; en cas de parité, la voix du président est prépondérante.

Les délibérations ne sont valables que si la majorité des membres sont présents; si le conseil n'est pas en nombre, une nouvelle réunion pourra délibérer valablement sur le même objet, quel que soit le nombre des membres présents.

Art. 4. Tout membre qui n'exerce plus les fonctions à raison desquelles il siège de droit au conseil d'administration cesse d'en faire partie.

Art. 5. Les membres du conseil d'administration ont droit au remboursement de leurs frais de déplacement.

Comité permanent.

Art. 6. Le comité permanent a la gestion courante. Il instruit les affaires à soumettre au conseil d'administration et veille à l'exécution des décisions prises par celui-ci.

En cas d'urgence, il prend les mesures nécessaires, sous réserve de les soumettre à la ratification du conseil d'administration à la plus prochaine séance.

Il nomme et révoque les employés et fixe leur rétribution, d'accord avec le Ministre des Finances.

Il règle, s'il y a lieu, les signatures à donner pour le Fonds, en dehors de celle du directeur général.

Il assure la surveillance de la destruction des titres amortis.

Art. 7. Le comité permanent choisit dans son sein un président.

Il se réunit sur convocation de celui-ci ou du directeur général aussi souvent que l'exigent les mesures à prendre.

Les deux derniers paragraphes de l'article 3 sont applicables au comité permanent.

Art. 8. Les membres du comité permanent ont droit au remboursement de leurs frais de déplacement.

Directeur général.

Art. 9. Le directeur général remplit les fonctions de rapporteur près le conseil d'administration et le comité permanent de gestion.

Il exécute leurs décisions, ordonne toutes les opérations, dirige et surveille le travail des bureaux, assure la bonne tenue des écritures et veille à l'imputation régulière des dépenses d'administration.

Il représente le Fonds dans les actes publics et sous seing privé. Les actions judiciaires sont intentées et défendues à ses poursuites et diligences.

Il est comptable des deniers et valeurs.

Il rend annuellement au conseil d'administration, avant le 1^{er} mars, le compte de sa gestion. Ce compte est transmis par le conseil à la Cour des comptes, appuyé des pièces justificatives des recettes et des dépenses faites dans le cours de cette gestion.

Sa rémunération est fixée par Nous, sur la proposition de Notre Ministre des Finances.

Art. 10. Le directeur général dispose des fonds versés en compte courant et opère le retrait des titres en dépôt à la Banque Nationale de Belgique, respectivement au moyen de mandats et de bons dont la forme est déterminée par le comité permanent et qui doivent, outre sa signature, porter celle d'une personne déléguée à cette fin par le conseil d'administration.

Art. 11. En cas d'absence ou d'empêchement du directeur général, le comité permanent désigne celui de ses membres dont la signature remplacera celle du directeur général.

Commissaire du gouvernement.

Art. 12. Notre Ministre des Finances nomme un commissaire du gouvernement qui assiste, quand il le juge utile, aux réunions du conseil d'administration et du comité permanent, auxquelles il doit être régulièrement convoqué.

Opérations du Fonds.

Art. 13. Les dotations ordinaires d'amortissement sont mises à la disposition du Fonds aux époques fixées par les prescriptions légales ou contractuelles.

La dotation annuelle extraordinaire de 1 milliard 500.000.000 de francs minimum est versée par acomptes mensuels de 125 millions de francs minimum. Suivant les ressources du Trésor, le Ministre des Finances pourra toujours anticiper les versements mensuels minima fixés ci-dessus.

Le décompte du produit réel des suppléments temporaires d'impôts et de taxes décrétés par les lois des 7 et 8 juin 1926, est établi par année budgétaire.

L'excédent éventuel au delà du minimum de 1.500.000.000 de francs, accusé par ce décompte, est mis immédiatement à la disposition du Fonds d'amortissement par le Trésor.

Un décompte trimestriel de ces ressources est établi à titre documentaire.

En ce qui concerne les impôts et taxes dont les suppléments sont inséparables de la partie revenant exclusivement à l'Etat, de même que pour la surtaxe fon-

cière perçue anticipativement, un accord à intervenir entre le Ministre des Finances et le Fonds d'amortissement, fixe la quote-part due à ce dernier.

Les ressources du Fonds qui lui sont attribuées par l'article 4, alinéa 2, 1^o et 2^o, de la loi du 7 juin 1926, lui sont versées au fur et à mesure de leur encaissement.

Toutes ces sommes sont portées à un compte courant spécial à ouvrir dans les livres de la Banque Nationale de Belgique.

Celle-ci accepte en dépôt toutes valeurs de portefeuille reçues par le Fonds en attendant leur réalisation ou leur encaissement.

Art. 14. Les dépenses d'administration sont supportées par le Fonds.

Les rétributions sont payées sur états et les autres dépenses sur déclarations des intéressés.

Art. 15. En exécution de l'article 11 de la loi du 23 juillet 1926, le Fonds reçoit les actions privilégiées de la Société Nationale des Chemins de fer belges et en fait l'émission.

Il peut disposer des ressources dérivant du placement contre espèces de ces actions pour racheter tous titres quelconques dont le service ou la garantie incombent à l'Etat, comme il peut également faire toutes opérations relatives à ces titres.

Il met à la disposition de la Société nationale, en vue de constituer son fonds de roulement, sur le produit du placement des actions privilégiées, les sommes dont le montant sera déterminé conventionnellement entre l'Etat et la Société Nationale des Chemins de fer belges.

Art. 16. L'amortissement des titres de la Dette publique a lieu, conformément aux lois et contrats d'emprunt, soit par rachats à la Bourse de Bruxelles ou sur les places étrangères, soit par voie de tirage au sort.

Lorsqu'il s'agira de dettes indirectes dérivant du rachat par l'Etat de concessions de chemins de fer, les tirages au sort auront lieu conformément aux tableaux d'amortissement existant au moment de la mise en vigueur du présent arrêté. Lorsqu'il s'agira d'emprunts émis à l'étranger, pouvant donner lieu à des tirages au sort, ces tirages s'effectueront conformément aux conventions contractées avec les prêteurs.

Les tirages au sort des titres des emprunts à désigner pour l'amortissement, se font par un délégué du Ministre des Finances, en présence d'un délégué du conseil d'administration et du directeur général du Fonds d'amortissement et d'un délégué de la Cour des comptes.

Il est dressé procès-verbal de ces opérations; un extrait de cet acte est immédiatement publié au *Moniteur*.

Annulation des titres amortis.

Art. 17. Les titres rachetés pour l'amortissement sont annulés au moment de leur dépôt à la Banque Nationale de Belgique, par perforation et apposition d'un timbre portant: « Amortissement. — Delging. »

Les titres amortissables par voie de tirage au sort sont remboursés et annulés par la Banque Nationale de Belgique, qui les transfère ensuite au Fonds d'amortissement contre versement au Trésor des sommes décaissées.

Les titres amortis sont conservés par la Banque Nationale de Belgique, agissant comme caissier de l'Etat, pour le compte du Fonds d'amortissement, en attendant leur destruction, à laquelle il doit être procédé dans les six mois de leur acquisition par celui-ci.

Art. 18. La destruction des titres amortis est annoncée par la voie du *Moniteur*; elle a lieu publiquement, pour chaque dette, après l'échéance du coupon d'intérêt en cours au moment du rachat ou du tirage au sort de ces titres, en présence d'un délégué du Ministre des Finances, d'un délégué du comité permanent, du directeur général du Fonds d'amortissement et d'un délégué de la Cour des comptes.

Il est dressé procès-verbal de cette opération en triple expédition dont l'une est conservée par l'Administration de la Trésorerie et de la Dette publique, l'autre par la Cour des comptes et la troisième par le Fonds d'amortissement.

Comptes et rapports.

Art. 19. Le conseil d'administration rédige chaque année, avant le 31 mars, et pour la première fois avant le 31 mars 1927, un rapport sur les opérations du Fonds d'amortissement pendant l'année écoulée; ce rapport est inséré au *Moniteur*.

Trimestriellement, le directeur général établit la situation, du Fonds, laquelle est également publiée au *Moniteur* après avoir été approuvée par le conseil d'administration.

Donné à Bruxelles, le 13 novembre 1926.

Moniteur belge, du 9 décembre 1926.

INFORMATIONS FINANCIÈRES

LE RENDEMENT DU PLAN DAWES (1).

Trois premiers mois de la troisième annuité.

L'agent général des paiements de réparations vient de communiquer l'état détaillé des recettes et des paiements pour le mois de novembre dernier, troisième mois de la troisième année d'application du plan Dawes.

La troisième annuité, qui s'étend sur la période allant du 1^{er} septembre 1926 au 31 août 1927, comporte un versement de 1.500 millions de marks-or (1.200 millions prévus en principe par le plan et un supplément de 300 millions résultant de l'arrangement intervenu au mois d'août entre la Commission des Réparations et l'Allemagne). Cette somme de 1.500 millions de marks-or, qui représente 375 millions de dollars, et au cours actuel du change environ 9 1/2 milliards de francs, est applicable à l'ensemble des charges du traité de Versailles (réparations, frais d'occupation, commissions interalliées, etc.).

Les recettes du mois de novembre 1926 se sont élevées au total à mks-or 94.787.131,52. Celles des trois premiers mois de la troisième annuité se montent à mks-or 274.392.187,80, ainsi répartis (en marks-or):

I. — A titre de complément de la seconde annuité.	
a) Impôt sur les transports	8.095.425,61
b) Intérêts des obligations des chemins de fer	45.000.000.—
II. — Au titre de la troisième annuité.	
a) Contribution budgétaire normale	27.500.000.—
<i>A reporter</i>	80.595.425,61

(1) Cfr. *Bulletin* n° 24, du 25 novembre 1926, p. 554.

	<i>Report</i>	80.595.425,61
b) Contribution budgétaire supplémentaire		36.000.000.—
c) Impôt sur les transports		67.500.000.—
d) Intérêts des obligations des chemins de fer		90.000.000.—
III. — Intérêts perçus		296.702,19
		274.392.127,80

Comme il restait au 31 août 1926 un solde en espèces de mks-or 93.626.074,81, il en résulte que l'agent général des paiements a disposé pendant les trois premiers mois de la troisième annuité d'une somme globale de mk-or 368.018.202,61.

Les paiements effectués pendant les mois de septembre, d'octobre et de novembre derniers se sont élevés au total à mks-or 261.342.854,33 (soit environ 1.650 millions de francs au cours actuel du change). Il restait donc un solde en espèces au 31 octobre de mk-or 106.675.348,28.

Les paiements effectués pendant les trois premiers mois de la troisième année d'application du plan Dawes se répartissent ainsi (en marks-or):

Payements aux puissances	335.317.056,90
Service de l'emprunt Dawes	20.578.457,54
Dépenses des commissions interalliées et des organismes d'arbitrage	3.311.975,43
Escompte et différences de change	2.135.364,16

LES EMPRUNTS BELGES AUX PAYS-BAS.

Des banquiers hollandais vont prochainement offrir en Bourse d'Amsterdam les obligations:

1^o De l'emprunt extérieur belge 7 p. c. 1925, au cours de 101 1/4 p. c.;

2° De l'emprunt de consolidation 6 p. c. 1921, à 79 p. c. (rendement 7,40 p. c.).

L'inscription de ces titres à la cote officielle sera demandée.

Le marché hollandais se montre très disposé à absorber des emprunts belges, ainsi que le prouvent l'opération ci-dessus, l'émission de la tranche hollandaise de l'emprunt de stabilisation, de l'emprunt colo-

nial de Kilo-Moto et de la tranche hollandaise des actions de la Société Nationale des Chemins de fer belges.

Certains journaux financiers préconisent l'extension des émissions belges en Hollande, afin de fortifier la Bourse de Bruxelles par sa solidarité avec la place d'Amsterdam.

LES EMISSIONS EN ALLEMAGNE.

On trouvera ci-dessous, selon *Die Bank*, la statistique des émissions au cours du mois d'octobre :

Catégorie d'industrie	Augmentation de capital				Sociétés nouvelles			
	Nombre de sociétés		Capital nominal en 1.000 Mk.-or		Nombre de sociétés		Capital nominal en 1.000 Mk.-or	
	Sept.	Oct.	Septembre	Octobre	Sept.	Oct.	Septembre	Octobre
Banques	4	8	7.000	21.930	—	2	—	850
Sociétés d'assurances	1	2	500	2.930	—	—	—	—
Métallurg. et mécanique	3	7	6.600	5.534	2	8	32.250	4.000
Mines et charbonnages	1	—	?	—	—	1	—	1.500
Industrie chimique	4	1	4.225	175	1	3	100	1.560
Gaz et électricité	3	1	13.500	15	—	—	—	—
Industrie textile	1	2	24	1.460	—	1	—	750
Alimentation	6	5	3.175	450	2	—	1.560	—
Poterie céramique	1	1	70	200	—	—	—	—
Papeteries	—	1	—	750	—	—	—	—
Construction	2	1	5.488	55	—	1	—	1.000
Transport	—	3	—	69.500	—	—	—	—
Cuir et caoutchouc	2	—	26.750	—	—	—	—	—
Divers	3	7	680	2.890	4	4	1.200	400
Total	31	39	68.012	105.859	9	20	35.110	10.060

Au cours du mois d'octobre, les associations suivantes ont été créées :

	Crédit		Consommation		Divers	
	G. M. unb. H. (1)	G. M. B. H. (2)	G. M. unb. H.	G. M. B. H.	M. unb. H.	G. M. B. H.
Octobre 1926	1	12	—	1	13	122
Octobre 1925	26	25	—	8	5	104

(1) Société à responsabilité illimitée.

(2) Société à responsabilité limitée.

Au total, il s'est créé :

Octobre 1926 :

14 sociétés à responsabilité illimitée ;
135 sociétés à responsabilité limitée ;

Octobre 1925 :

31 sociétés à responsabilité illimitée ;
132 sociétés à responsabilité limitée.

**LA VENTE COOPERATIVE
DU CHARBON BRITANNIQUE.**

La commission nommée pour étudier la question de la vente coopérative du charbon vient de publier deux rapports.

Le premier, rapport majoritaire, est signé par huit commissaires. Celui de la minorité est signé par les trois autres.

La majorité de la commission considère que la vente coopérative serait favorable à l'industrie. Mais elle rencontre une sérieuse difficulté du fait que l'industrie charbonnière est aux mains de nombreuses compagnies; la vente coopérative ne peut donc devenir profitable que le jour où la concentration aura réduit à quelques unités le nombre des sociétés contrôlant l'industrie minière. Dans certains districts, notamment dans les districts exportateurs, l'industrie y est nettement opposée. Par conséquent, en l'état actuel des choses, le champ d'action de la coopérative volontaire est assez limité. C'est ce qui amène la commission à envisager le moyen de la rendre obligatoire ainsi que la mise en commun des wagons.

La commission propose qu'une minorité dissidente, contrôlant 25 p. c. au plus du tonnage extrait, puisse être obligée à adhérer à une organisation régionale de vente, englobant 75 p. c. de la production. Une commission centrale trancherait souverainement. Les deux membres travaillistes de la commission ont refusé d'approuver la fusion obligatoire et ont proposé de s'en tenir d'abord à la coopération volontaire jusqu'à ce qu'il soit démontré que toute l'industrie doit être obligatoirement groupée en coopératives de vente. La commission a marqué, qu'à son avis, il serait en outre nécessaire d'établir un conseil national coordonnant les organisations de vente des districts exportateurs et prêt, à la première occasion favorable, à négocier un accord international.

Le rapport de la minorité se base sur le fait que les consommateurs devaient payer plus cher le charbon vendu par des coopératives et que pour en assurer le fonctionnement, le contrôle de la production serait nécessaire. Les rapports entre le capital et le travail, ce dernier luttant pour obtenir de hauts salaires rendus possibles par des prix excessifs imposés aux consommateurs par un marché artificiellement protégé ne pourraient s'améliorer et, par là même, on rétablirait indirectement le subside aux charbonnages. Une organisation internationale ne pourrait englober l'Afrique du Sud, l'Inde et le Japon, dont la production croissante amènerait la dissolution du trust.

Bien que s'abstenant de commentaires, le *Financial Times*, par la place qu'il donne au rapport de la minorité, lui marque sa préférence, consistante avec son attitude à l'égard du rapport Samuel, mais contradic-

toire avec la satisfaction avec laquelle il enregistre les fusions industrielles.

D'autre part, l'*Economist* manifeste ouvertement ses sympathies pour une organisation coopérative du marché charbonnier anglais. Il considère que les ouvriers mineurs ont reçu une rude leçon et que leur acceptation de conditions nouvelles est un indice qu'ils ne feront plus obstacle à la reprise de l'activité industrielle.

« La possibilité d'améliorer l'industrie est aux mains des employeurs. Rien ne serait plus désastreux que de tâcher de tirer parti de la défaite des mineurs pour abaisser leurs salaires ou dissoudre leurs organisations syndicales. Les patrons doivent s'efforcer d'augmenter le rendement de leurs hommes, afin de les payer mieux. Il est présumable que l'avenir immédiat verra un accroissement des affaires et il y a des arriérés à combler. Mais à moins que l'organisation interne de l'industrie ne soit fondamentalement modifiée, cette prospérité sera aussi courte que celle qui a suivi la guerre. La minorité ne fait pas connaître ce qui arrivera si la demande de charbon se ralentit, comment l'industrie inorganisée de la Grande-Bretagne pourrait concurrencer des cartels de vente étrangers capables de consentir des rabais. Il est regrettable que des représentants des patrons charbonniers n'ont pu une fois de plus dire autre chose que tout va bien et continuera à bien aller pourvu qu'on les laisse tranquilles. »

**UN GROUPEMENT DE CONSOMMATEURS
DE CAOUTCHOUC.**

Il a déjà été fréquemment fait allusion aux sentiments ressentis par les Américains à l'égard de la politique de restriction de la production adoptée par les planteurs britanniques de caoutchouc. De par le nombre considérable d'automobiles en circulation sur leur territoire, les Etats-Unis sont les plus grands consommateurs de caoutchouc du monde et, en même temps, ils dépendent exclusivement des puissances étrangères pour leur ravitaillement.

Pour remédier à cette situation qui peut un jour présenter de très graves inconvénients en dehors de la question des prix un groupe de fabricants de pneus et d'automobiles, comprenant: United States Rubber, Goodyear, Goodrich, Firestone, Fisk, Kelly, Springfield, Automobile Manufacturers, General Motors, Willys Overland, Dodge, Packard, Studebaker, organisent une coopérative d'achat de caoutchouc afin de stabiliser les prix de la matière. Le capital sera fourni par les entreprises intéressées et la fabrique de caoutchouc Goodyear sera probablement l'agent d'exécution. Des banquiers auraient assuré au nouveau groupe

un crédit de 30 millions de dollars pour permettre l'achat de 35.700 tonnes de caoutchouc brut. Les stocks à Londres s'élèvent actuellement à 43.859 tonnes. Le caoutchouc serait entreposé et cédé aux fabricants dès que le prix du marché dépasserait un certain niveau.

LA CONCENTRATION EN ALLEMAGNE.

Les assemblées générales des actionnaires des trois sociétés formant la Rhein-Elbe-Union: Bochumer Verein, Deutsch-Luxemburgische et Gelsenkirchen ont, en dépit de l'opposition d'une forte minorité, voté la fusion des sociétés, qui s'effectuera par l'échange des actions des deux premières contre des actions de Gelsenkirchen. Cette dernière entreprise augmente son capital de 118.400.000 Reichsmarks; elle vient au troisième rang parmi les sociétés allemandes importantes, après l'I. G. Farben-Industrie A. G. et le Stahlverein.

LES CHEMINS DE FER TCHECOSLOVAQUES.

Un groupe anglo-américain, dont fait partie le « promoteur » belge Loewenstein, poursuit des négociations avec le gouvernement tchécoslovaque, par l'intermé-

diaire de la plus grande banque tchécoslovaque: la Zivnostenska Banka, en vue du rachat du réseau des chemins de fer. Les négociations n'ont encore revêtu aucun caractère officiel.

DECLARATIONS DE FAILLITE ET HOMOLOGATIONS DE CONCORDATS PREVENTIFS A LA FAILLITE PUBLIEES AU « MONITEUR DU COMMERCE BELGE ».

Date de publication	Nombre de	
	faillites	concordats homologués
10 décembre 1926	10	7
1 ^{er} janv.-11 décemb. 1926	628	—
1 ^{er} janv.-11 décemb. 1925	483	—

COURS DES METAUX PRECIEUX A LONDRES.

Dates	Or		Argent		Rapport or argent
	En sh. et p. par once (2) d'or fin	En francs (1) par kg. d'or fin	En deniers par once (2) au titre stand (222/240)	En francs (1) par kg. de fin	
1926					
1 ^{er} janvier	84/11	14.601,43	31 11/16	490,87	29,75
1 ^{er} février	84/9 3/4	14.587,61	30 15/16	479,39	30,43
1 ^{er} mars	84/11 1/2	14.610,98	30 9/16	473,52	30,86
1 ^{er} avril	84/10	18.321,66	30	583,71	31,39
3 mai	84/11 1/2	20.223,13	29 15/16	642.—	31,50
1 ^{er} juin	84/11 1/2	21.066,47	30 1/16	671,56	31,37
1 ^{er} juillet	84/11 1/2	24.088,16	30 1/4	772,68	31,17
3 août	84/10 1/4	24.553,10	29 3/16	760,86	32,27
1 ^{er} septembre	84/11 1/2	23.661,37	28 11/16	719,79	32,87
1 ^{er} octobre	84/9 3/4	24.396,19	26 5/16	681,87	35,78
1 ^{er} novembre	84/11 1/2	23.801,36	24 15/16	629,40	37,82
1 ^{er} décembre	84/11 1/2	23.820,14	24 11/16	623,58	38,20

(1) Conversion effectuée au cours de la livre sterling à Bruxelles à la date de la cotation.

(2) L'once troy = 31,103496 grammes.

Marché du change.

Ainsi que la décision en avait été prise au lendemain de la réforme monétaire, toutes les entraves qui paralysaient depuis de nombreuses années la circulation des capitaux entre notre pays et l'étranger, ont été levées. Notre devise a pris librement contact avec les grands marchés extérieurs sans que sa tendance en soit affectée. C'est une preuve nouvelle de bonne santé. Certains jours, le marché est encore largement alimenté. Les offres ont, en général, une origine commerciale. Les achats de titres, par masses, pour compte de l'étranger, ont cessé en grande partie.

La livre, le dollar et le franc français à terme ont quelque peu renchéri. Pour une période de trois mois, la première oscille entre 0,20 et 0,25 de déport, contre 0,25 à 0,30 il y a huit jours. Le second est obtainable au cours du comptant moins 3 à 4 centimes pour un délai identique. Quant au franc français, il perd pour un trimestre fr. 2,60 au lieu de 3 francs environ la semaine précédente. Au comptant, cette devise, après avoir eu un marché remarquablement stable pendant plusieurs jours, fit une saute brusque dans la journée de lundi. La livre s'affaissa sur le marché de Paris, de 121,50 à 119,50. Ce recul inattendu provoqua un grand désarroi tant sur le marché du change que sur celui des titres : l'un entraîna l'autre. Toutefois, depuis vingt-quatre heures, on assiste à une reprise de la livre qui s'achemine progressivement vers son point de départ, c'est-à-dire 121,50.

A New-York, le sterling a dû céder une partie du terrain gagné ces temps derniers. Après avoir franchi facilement le cours de 4,85 1/4, il a fléchi d'une bourse à l'autre à 4,85.

A Londres, l'Espagne a sensiblement amélioré sa position jusqu'à 31,70, venant de 32, cours qu'elle avait péniblement défendu pendant plusieurs semaines.

En ce qui concerne le marché des capitaux, l'approche de la fin de l'année incite les banques à maintenir une trésorerie largement alimentée. L'escompte hors banque est inchangé à 4 1/2 p. c. et l'argent « on call » est offert à 1 p. c.

Marché des titres.

Les mêmes bonnes dispositions enregistrées depuis quelque temps à l'égard de nos titres de rente, se sont accentuées au cours de la semaine écoulée, et c'est en hausse marquée qu'on les relève tous.

Ce fait est symptomatique de l'évolution qui s'opère dans la mentalité des capitalistes dont on peut dire qu'à l'heure actuelle, la presque totalité des disponibilités va aux fonds à haut rendement fixe. La foi dans la réussite de la stabilisation monétaire s'affirme avec persévérance par ces achats qui sont doublement intéressants : du point de vue rendement d'abord, ensuite du point de vue des possibilités de plus-value que les cours enregistreront au fur et à mesure que, conditionné par les circonstances qui ne peuvent manquer de s'améliorer du fait même de la stabilisation, le loyer de l'argent deviendra moins cher.

Aux autres rubriques de la cote, c'est le calme à peu près général, sauf de-ci de-là, quelques rares exceptions dont bénéficient certaines valeurs, sous l'effet de circonstances qui leur sont particulières.

Cette situation n'a rien qui doive étonner, et l'on pourrait plutôt dire qu'elle est normale, si l'on considère que nous sommes en période de fin d'année et que c'est le moment où l'on procède à des réalisations extraordinaires, soit pour faire le nettoyage des portefeuilles, soit pour assurer l'échéance du 31 décembre, choisie par beaucoup de fournisseurs pour les règlements de comptes.

Selon toute vraisemblance, la semaine qui suivra aura le même caractère de calme classique, et ce n'est que fin courant et au début de janvier que l'on assistera à une orientation différente du marché que viendront alimenter les rentrées importantes du 1^{er} janvier.

Parmi les exceptions auxquelles il est fait allusion ci-dessus, nous relevons entre autres, au groupe des banques, la hausse de l'action Banque Nationale qui, de 7.950 francs, passe à 8.350 francs (ex-coupon de 100 francs net) à la suite des décisions prises à l'assemblée extraordinaire du 13 courant, et sur l'annonce que les actionnaires auront un droit de souscription aux actions nouvelles à émettre contre espèces.

Le 22 décembre 1926.

Par suite des fêtes de Noël et du Nouvel-An, le bulletin ne paraîtra que le 8 janvier 1927.

STATISTIQUES

Banque Nationale de Belgique

Principaux postes des situations hebdomadaires (En milliers de francs)

ACTIF	1913	1925	1926	
	30 décembre	17 décembre	9 décembre	16 décembre
Encaisse :				
Or	249.026	273.862	3.101.229	3.101.229
Traites et disponibilités « or » sur l'étranger	170.328	30.223	2.156.364	2.207.520
Argent, billon et divers.	57.351	91.235	201.142	200.603
Portefeuille effets s/ la Belgique et s/ l'étranger	603.712	1.040.880	2.420.398	2.458.491
Avances sur fonds publics	57.901	784.471	166.437	159.071
Prêts s/ Bons des Provinces belges.	—	480.000	—	—
Avances à l'État pour le retrait des marks	—	5.200.000	—	—
Bons du Trésor belge (solde de l'avance à l'État) amortissable suivant arrêté du 25-10-26	—	—	2.000.000	2.000.000
PASSIF				
Billets en circulation	1.049.762	7.475.352	8.815.947	8.787.815
Comptes Courants particuliers	88.333	530.767	995.569	1.121.141
Compte Courant du Trésor	14.541	13.236	97.255	79.282
TOTAL des engagements à vue	1.152.636	8.019.355	9.908.771	9.988.238
Quotité % de l'encaisse par rapport aux engage- ments à vue	41,36 %	4,93 %	53,06 %	53,15 %
Taux d'escompte des traites acceptées	5,— %	7,— %	7,— %	7,— %
Taux des prêts s/ fonds publics	5,— %	7,50 %	8,— %	8,— %

Cours des changes à Bruxelles.

DATES 1926	LONDRES £ = 35 belgas	PARIS 100 fr. = 138,77 b.	NEW-YORK courrier \$ = 7,10193 b.	AMSTERDAM 100 fl. = 289,086 b.	GENÈVE 100 fr. = 138,77 b.	MADRID 100 P. = 138,77 b.	ITALIE 100 livres = 138,77 b.	STOCKHOLM 100 cr. = 192,736 b.	OSLÖ 100 cr. = 192,736 b.	COPENHAGUE 100 cr. = 192,736 b.	PRAGUE 100 cr. = 145,7275 b.	MONTREAL \$ = 7,19193 b.	BERLIN 100 M. = 171,321 b.	VIENNE 100 sch. = 101,20 b.	VARSOVIE 100 zl. = 138,77 b.
16-12	34,885	28,70	7,1835	287,255	130,05	109,60	32,45	102,375	181,25	191,35	21,325	7,1825	171,10	101,325	70,50
17-12	34,89	28,76	7,185	287,575	130,05	109,425	32,30	102,30	181,10	191,275	21,30	7,179	171,125	101,325	70,70
20-12	34,8875	28,85	7,186	287,525	130,025	109,525	32,70	102,25	181,25	191,375	21,325	7,1825	171,100	101,325	80,50
21-12	34,8825	28,90	7,187	287,55	130,0625	110,—	32,325	102,20	181,35	191,35	21,3175	7,1835	171,125	101,325	80,40
22-12	34,8875	28,63	7,186	287,55	130,0125	109,70	31,90	102,20	180,85	191,325	21,3125	7,1825	171,125	101,25	80,125

TAUX DE L'ESCOMPTE A BRUXELLES.

DATES 1926	Taux officiel d'escompte P. c.	Taux « hors banque »		Taux « on call » P. c.	Report (R) ou déport (D)	
		Papier commercial	Papier financier		En £ pour 3 mois	En fr. fr. pour 3 mois
13 décembre	7.—	4,50 V	4,75	1,—	D 0,275	D 3,65
14 décembre	7,—	4,50	4,75	1,—	D 0,275	D 3,325
15 décembre	7,—	4,50	4,75	1,—	D 0,275	D 3,325
16 décembre	7,—	4,75	5,—	1,—	D 0,175 A	D 3,15 A
17 décembre	7,—	4,75	5,—	1,—	D 0,175	D 2,60
18 décembre	—	—	—	—	—	—
19 décembre	—	—	—	—	—	—
20 décembre	7,—	4,375	4,75	1,—	D 0,20	D 2,70
21 décembre	7,—	4,—	4,25	1,—	D 0,20	D 2,725
22 décembre	7,—	4,25	4,—	1,—	D 0,20	D 2,60

RENDEMENT D'EMPRUNTS BELGES. Belgique et Congo (sans lots) (11 décembre 1926).

EMPRUNTS	Mode d'amortissement	Impôt	Cours au 9 décembre 1926	Taux effectif correspon- dant à ce cours	Remarques
Rente belge 3 % 1 ^{re} série ..	A considérer comme perpétuité	2	54.25	5.42	Les taux effectifs sont calculés en tenant compte des impôts.
Restauration nat. 1919,5 % ..	Idem	—	71.—	7.04	
Consolidé 1921,6 %	Idem	2	81.—	7.26	
Congo 1906,4 %	Idem	2	57.50	6.82	
Congo 1896,4 %	Idem	—	65.20	6.13	
Congo 1904,3 %	Idem	—	60.10	4.99	
Intérieur à primes 1920,5 % ..	En 75 ans par tirages au sort	—	362.50	7.65 (1)	A encore 69 ans à courir.
Kilo-Moto 1926,6 %	Par tirages en 40 ans à partir de la 2 ^e année	2	435.— (2)	6.85 (4)	
Domages de guerre 1922 5 % (3)	En 90 ans par tirages au sort	—	175.—	8.15	A encore 86 ans à courir.
Congo 1909,4 %	Idem	2	61.50	6.71	A encore 73 ans à courir.

(1) En faisant abstraction des primes, on a 7,08.

(2) Cours d'achat proposé ?

(3) Titres de 250 francs remboursables à 300 ou avec lots.

(4) Plus un dividende ?

Banque d'Angleterre

(En milliers de £)

	1913	1925	1926	
	27 décembre	17 décembre	9 décembre	16 décembre
ACTIF				
Encaisse métallique				
(Issue Department et Banking D ^e)	33.098	144.802	153.234	152.093
Placements du « Banking Depart. »				
(Effets, prêts s/ titres et fonds publics)	47.129	126.495	104.878	103.191
dont } valeurs garanties par l'Etat	11.199	48.368	36.153	28.878
} autres valeurs	35.930	78.127	68.725	76.313
PASSIF				
Billets en circulation	29.361	144.154	139.635	139.889
Comptes Courants :				
du Trésor (Trésor, Caisse d'Epargne et Caisse				
d'amortissements)	9.421	10.719	8.806	11.146
de Particuliers	42.091	118.297	114.587	108.100
Quotité % de l'encaisse (or, argent et billets en				
réserve) par rapport au solde des Comptes				
Courants du « Banking Department »				
(Proportion of reserve to liabilities)	43,1 %	15,8 %	27,7 %	26,7 %
Taux d'escompte officiel	5,— %	5,— %	5,— %	5,— %

Banque de France

(En milliers de francs)

	1913	1925	1926	
	26 décembre	17 décembre	9 décembre	16 décembre
ACTIF				
Encaisse métallique	4.157.455	5.866.737	5.889.522	5.889.522
Or, argent et devises achetés (loi du 7 août 1926)	—	—	1.508.609	1.526.370
Disponibilités et avoir à l'étranger.	—	562.852	81.667(*)	83.451(*)
Portefeuille	1.526.383	3.433.664	3.805.910	3.616.023
Avances s/ titres, monnaies et lingots	772.403	2.578.940	2.235.394	2.193.939
Avances à l'Etat	205.398	34.200.000	36.900.000	36.650.000
Bons du Trésor français escomptés pour				
avances de l'Etat à des Gouvernements				
étrangers	—	5.208.000	5.559.000	5.566.000
PASSIF				
Billets en circulation	5.713.551	49.627.523	53.294.363	52.536.447
Comptes Courants du Trésor et des Particuliers	978.684	3.280.873	5.292.915	5.312.238
Quotité % de l'encaisse métallique par rapport				
aux engagements à vue	62,12 %	11,09 %	10,05 %	10,18 %
Taux d'escompte officiel	4,— %	6,— %	7,50 %	6,50 %

(*) La créance sur la Banque de l'Etat russe qui figurait à l'actif et au passif pour un montant de fr. 499.087.368,50 n'y figure plus de part et d'autre que pour mémoire.

Reichsbank

(En milliers de Reichsmarks)

	1913	1925	1926	
	31 décembre	15 décembre	7 décembre	15 décembre
ACTIF				
Encaisse métallique	1.446.803	1.275.029	1.883.929	1.904.870
Devises étrangères admises dans la couverture des billets	—	394.875	478.780	460.064
Billets d'autres banques	12.763	29.977	41.953	17.988
Portefeuille effets	1.490.749	1.565.026	1.267.913	1.277.969
Avances s/ nantissement	94.473	8.673	143.267	44.711
PASSIF				
Billets en circulation	2.593.443	2.566.327	3.290.861	3.163.804
Divers engagements à vue	793.120	763.029	528.290	653.737
Quotité % de l'encaisse métallique par rapport au total des engagements à vue	42,72 %	38,27 %	49,33 %	49,87 %
Taux d'escompte officiel	5,— %	9,— %	6,— %	6,— %

Nederlandsche Bank

(En milliers de florins P. B.)

	1913	1925	1926	
	27 décembre	14 décembre	6 décembre	13 décembre
ACTIF				
Encaisse métallique	160.506	474.633	444.530	443.359
Portefeuille effets :				
» s/ la Hollande	67.504	74.741	63.402	60.481
» s/ l'Etranger	14.300	246.716	180.952	181.718
Avances s/ nantissement	86.026	127.507	133.921	123.763
Compte du Trésor (débit)	9.235	—	10.485	2.259
PASSIF				
Billets en circulation	312.693	874.779	845.838	823.670
Comptes courants :				
de particuliers	4.333	41.762	21.844	20.636
du Trésor (créditeur)	—	7.742	—	—
Assignations de banque	1.522	497	407	400
Quotité % de l'encaisse métallique par rapport aux engagements à vue	50,39 %	51,32 %	51,21 %	52,60 %
Taux d'escompte officiel	5,— %	3,1/2 %	3,1/2 %	3,1/2 %