

CONFIDENTIEL

**LES FUNERAILLES DE M. OMER LEPREUX,
VICE-GOUVERNEUR
DE LA BANQUE NATIONALE.**

Mercredi dernier ont été célébrées les funérailles de notre regretté vice-gouverneur. L'administration, les agents et le personnel de la Banque y ont assisté en corps. Les amis du défunt sont venus, en foule, lui rendre un suprême hommage. Dans la chambre mortuaire, le cercueil disparaissait sous les fleurs amoncées. Outre les membres du Conseil général de la Banque, on remarquait dans l'assistance de nombreuses personnalités appartenant au monde de l'armée, de la politique et des affaires.

.. Nous reproduisons ci-dessous les discours prononcés

par M. le Ministre des Finances, représentant le gouvernement et par M. Louis Franck, gouverneur de la Banque.

Le cortège funèbre s'ébranla vers 11 heures sous la conduite des deux fils du défunt, MM. Marcel et Robert Lepreux, lieutenants de réserve d'artillerie.

Des détachements d'artillerie et de cavalerie rendaient les honneurs militaires.

L'inhumation eut lieu ensuite au cimetière d'Etterbeek.

**DISCOURS DE M. LE BARON HOUTART,
MINISTRE DES FINANCES.**

.. Au nom du gouvernement, je viens déposer un hommage reconnaissant devant la dépouille mortelle d'Omer LEPREUX, vice-gouverneur de la Banque Nationale.

Comme tant d'autres grands administrateurs, c'est à l'École militaire et au sein de l'armée qu'il acquit les fortes disciplines qui dominèrent toute sa vie; c'est là aussi que s'alluma en lui la flamme qui, dans les épreuves de la Patrie, devait briller d'un si vif éclat.

Entré à la Caisse générale d'Épargne et de Retraite comme directeur en 1891, il en devint directeur général en 1896.

.. Ses brillantes qualités de financier, d'organisateur, d'administrateur trouvèrent là un champ fécond. Léon Mahillon, son prédécesseur, l'avait associé à la mise en pratique des idées rénovatrices qu'il professait en matière d'épargne et de prévoyance. La mort prématurée de ce chef éminent appela M. Lepreux à une œuvre belle et féconde entre toutes, et

c'est sous sa clairvoyante direction que la Caisse d'Épargne prit l'essor qui la conduisit à ce degré de prospérité et de perfection que nous lui connaissons aujourd'hui.

La réputation que M. Lepreux s'était acquise de la sorte lui ouvrit les portes de la Banque Nationale. Mais il ne cessa point, malgré ses nouveaux devoirs, de se passionner pour les problèmes relevant de la prévoyance. Dans ce domaine où il était passé maître, bien souvent encore le gouvernement eut recours à ses conseils avisés.

Et c'est un titre à l'hommage que nous lui rendons aujourd'hui.

Nommé directeur de la Banque Nationale en 1905, il y avait acquis en quelques années de fonctions une grande autorité, lorsque l'invasion du pays et le devoir de résister à l'ennemi firent reparaître en lui le soldat.

L'envahisseur, à son entrée en Belgique, n'avait pas respecté l'encaisse des agences de la Banque. N'allait-il

pas porter la main sur les valeurs et sur le métal qui constituaient la garantie des billets? On avait les plus graves raisons de le craindre; et c'est pourquoi le gouvernement fit transporter le Trésor en Angleterre.

L'ennemi ne pardonna pas à la Banque Nationale cette heureuse évasion, et la persécution commença: campagne d'accusations, révocation du gouverneur et du commissaire de l'Etat, retrait du privilège d'émission.

Tandis que pleuvaient sur elle les tracasseries et les menaces, la Banque poursuivit son labeur patriotique.

Elle combattit le projet allemand de lever brusquement le moratoire des effets de commerce, et travailla patiemment à liquider sans trouble les engagements en cours.

Ses disponibilités s'utilisèrent en avances aux comités de secours et d'alimentation, aux communes et aux institutions de bienfaisance, aux caisses de prêts. Elle aida les entreprises industrielles, qu'un grand devoir condamnait au chômage, à couvrir les frais de l'inactivité.

Elle opposa une longue résistance à la prétention allemande de frapper chaque année le pays d'une nouvelle contribution de guerre, refusant d'admettre dans son portefeuille les titres représentatifs de ces contributions.

Dans ces mesures bienfaisantes, dans ces actes courageux, la part du directeur Omer Lepreux fut prépondérante. Le grand âge et l'état de santé du vicomte de Lantsheere imposèrent à Lepreux le périlleux honneur d'exercer en fait les fonctions de gouverneur. Il accepta cette charge avec la crânerie qui le caractérisait. Et lorsque, en 1917, sommation fut faite aux

banques belges de payer une nouvelle contribution, plus élevée que les précédentes, il fit, au nom de la Banque Nationale, une énergique protestation, opposant aux prétentions de l'autorité occupante, qui se fondaient sur la Convention de La Haye, les pillages auxquels la même autorité se livrait couramment, au mépris des stipulations de La Haye.

Lepreux eut alors le sort de presque tous ceux qui, en ce temps-là, élevaient la voix au nom du droit contre un brutal arbitraire: il fut arrêté, conduit en Allemagne et interné au camp d'Holzminden.

Il est donc de ceux qui ont incarné la résistance belge sous l'occupation ennemie, qui l'ont pratiquée sans défaillance, inspirée par leur exemple, et payée du sacrifice de leur bien-être et de leur liberté. On honore une vie marquée de ce signe glorieux; on s'incline devant le cercueil qui enferme de si nobles souvenirs.

Et lorsque le pays libéré se redressa, aspirant avidement à la résurrection de ses forces et de ses richesses, Lepreux était toujours là, jeune d'intelligence, de cœur et d'activité, prêt à prendre sa part des tâches immenses qu'il faudrait accomplir.

Il la prit, en effet; et nous pensions que, longtemps encore, ce vieillard, plus jeune d'allure, d'expression et d'humeur que bien des jeunes, resterait à la Banque Nationale représentant d'une tradition, témoin et acteur d'événements mémorables... quand la mort est venue soudainement le frapper.

Devant la tombe entr'ouverte, repassons la vie dont elle est le terme. Revoyons le soldat, le directeur de la Caisse générale d'Épargne, le directeur et vices-gouverneur de la Banque Nationale, le glorieux déporté, et disons: Ici repose un bon serviteur de la Belgique.

DISCOURS DE M. LE GOUVERNEUR FRANCK.

M. le vice-gouverneur Lepreux appartenait à cette admirable école d'hommes qui depuis cinquante ans a fourni tant de fortes personnalités à toutes les grandes fonctions sociales: notre armée.

Brillant officier du génie, il entra le 15 octobre 1891 à la Caisse d'Épargne. C'était le moment où les œuvres de prévoyance se dégagèrent chez nous de l'empirisme et s'orientaient vers les méthodes objectives et sûres de la science actuarielle.

Mais quel effort ne fallut-il pas pour vaincre les préjugés et les traditions! M. Lepreux apporta à cette œuvre de progrès les ressources d'une intelligence lumineuse, d'une forte formation mathématique et d'un don de persuasion passionnée. Il passa quatorze ans à la Caisse d'Épargne comme directeur d'abord, comme directeur général, ensuite. C'est lui qui en fit

une institution de premier ordre, vraiment moderne dans son esprit et vraiment efficace dans son grand rôle démocratique.

Le 1^{er} octobre 1905, la Banque Nationale eut la bonne fortune de l'associer à sa direction.

Tous nos services, dépôts à découvert, comptabilité, escompte, bâtiments, imprimerie, change, passèrent successivement par ses mains. Partout, il laissa sa marque; partout, il simplifia, réorganisa, améliora avec clarté et méthode, dans un véritable esprit public et avec ce souci de bien faire, qui n'accepte ni les demi-mesures, ni les solutions approximatives.

La Banque Nationale lui doit la plus profonde gratitude pour ces vingt et une années d'activité féconde et d'inlassable dévouement.

Pour notre nombreux personnel, il ne fut pas seule-

ment le meilleur et le plus aimé des chefs, mais fidèle à la pensée dominante de sa vie, il prit l'initiative de créer ces institutions de prévoyance, qui furent un exemple et un modèle et qui longtemps encore feront bénir son nom par tous les humbles, par les vieux serviteurs, par les veuves et orphelins, sur lesquels sa science et sa bonté ont veillé avec tant de perspicacité et de sagesse.

Qui de vous, à côté du banquier, de l'économiste et de l'actuaire, n'évoque en ce moment, avec une poignante émotion, l'homme délicieux, l'ami dévoué? Esprit ouvert, causeur charmant, épris d'art, de musique, de lettres et de voyages, n'était-il pas brillant dans le monde autant que sage dans les conseils? D'une rare jeunesse d'allure, nul plus que lui n'aimait à découvrir et à dégager des talents jeunes. Et jamais, à ceux qu'il formait ainsi, il n'oubliait de montrer l'impérieux besoin de la culture générale, sans laquelle l'homme reste étroitement prisonnier de sa profession et de son milieu.

Vint la guerre!

Puisqu'il n'était plus d'âge à porter les armes, il fut au premier rang de la résistance civile. Sur les pages glorieuses, où la Banque Nationale peut inscrire l'histoire de sa lutte opiniâtre contre les abus et l'arbitraire, les exactions et la violence de l'envahisseur, Lepreux, son courage et son grand rôle ont une place d'honneur.

En même temps, dans toutes les œuvres de secours, et spécialement dans l'organisation des caisses de prêt, qui furent le salut des prévoyants de la petite bourgeoisie et de la classe populaire, il se dépensait sans compter.

En juin 1917, il paya son patriotisme et ses services de sa liberté et fut déporté en Allemagne, comme l'avait été un an auparavant M. Carlier, un autre de nos directeurs.

Il fut au camp d'Holzminden, ce qu'il avait été à la direction de la Banque; l'âme de la résistance.

D'aussi grands services, des capacités aussi vastes le firent appeler après l'armistice aux hautes fonctions de vice-gouverneur de la Banque, et lui valurent un peu plus tard l'honneur de siéger au Sénat.

L'armistice!

Qui ne se souvient de nos espérances d'alors?

Avec quelle ferveur avons-nous cru tous que la victoire, enfin venue, allait, après tant de douleurs et de peines, assurer au pays la juste récompense de son héroïsme!

Ce fut, au contraire, une longue et dure épreuve, ce furent des problèmes économiques et financiers d'une extraordinaire ampleur et d'une complexité presque tragique!

Pendant cette période si difficile, Lepreux ne se consacra pas seulement, sans trêve ni repos, à la Banque Nationale; il répondit aussi à tous les appels que le Gouvernement lui adressa, pour les négociations de la paix et pour les nombreuses conférences et délibérations qui suivirent. A Paris comme à Bruxelles, à Gênes comme à Genève, la situation qu'il prit ainsi dans ces réunions internationales fut vraiment considérable.

Après tous ces efforts, après des traversées multiples, à la limite de catastrophes, dont il avait mesuré la gravité, il eut la bonne fortune de voir commencer les temps meilleurs.

Il en était profondément heureux.

Il méritait d'en voir le développement.

Il en avait la volonté et semblait garder intacts la force et la jeunesse.

Il y a quelques jours à peine, il était encore venu parmi nous.

Jusqu'au milieu de ses heures de fièvre, il s'intéressa à la Banque, préoccupé des difficultés possibles, se réjouissant des événements favorables.

Symbole touchant d'une vie dominée par le sentiment du devoir!

Hélas! toutes ces hautes qualités, tant de mérites et tant d'œuvres, l'affection des siens, notre gratitude, les amitiés innombrables et fidèles qui lui faisaient cortège, rien de tout cela n'a pu arrêter la Mort.

Mais si elle a su abattre l'homme, elle n'a pu fléchir son courage.

Il est mort en pleine lucidité, ayant indiqué à ses proches le jour fatal, et quand il a senti son heure dernière, il est entré dans l'Éternité, confiant d'avoir accompli sa tâche, « heureux, a-t-il dit, de la belle vie qu'il avait pu vivre », et sans trembler.

SOMMAIRE : La dépréciation interne et externe des signes monétaires en période de cours forcé. — Les émissions étrangères aux États-Unis. — Informations financières. — Les émissions de capitaux en Grande-Bretagne, en Allemagne et en Hollande. — Informations économiques générales. — Statistiques.

LA DEPRECIATION INTERNE ET EXTERNE DES SIGNES MONETAIRES EN PERIODE DE COURS FORCE.

Les phénomènes qui accompagnent la dépréciation de l'unité monétaire sont déroutants, contradictoires, et donnent naissance aux théories les plus opposées qu'ils justifient ou réduisent à néant avec une égale indifférence. Certains points cependant sont acquis, d'autres s'offrent encore aux méditations et attendent une explication définitive.

Le processus de dépréciation au début d'une ère d'émissions successives de papier-monnaie en régime d'inconvertibilité est généralement le suivant: l'avilissement se manifeste d'abord par la hausse des devises étrangères et de l'or, ensuite par celle des valeurs à change, puis par le renchérissement des marchandises d'importation; ce n'est que par la suite que les articles d'exportation sont entraînés dans le mouvement de renchérissement, car, recherchés en vertu des bénéfices qu'ils procurent à l'extérieur, ils acquièrent à l'intérieur une valeur de rareté. Puis vient le relèvement général des prix de gros et des cours des valeurs de Bourse à revenu variable, l'augmentation des prix de détail et, en dernier lieu, se manifeste la hausse des salaires et de la valeur vénale et locative des immeubles.

Mais, dans la suite, toutes espèces de complications peuvent survenir: les devises peuvent baisser quand les prix de détail et les salaires sont en hausse.

Puis, si la dépréciation du papier-monnaie s'aggrave encore, se régularise et s'accélère, le processus de transmission se modifie: les prix intérieurs gagnent en sensibilité croissante; les marchands invoquant le coût de remplacement, graduent leurs prix d'après le change. Ces phénomènes constituent des symptômes graves.

La situation empire encore quand les prix intérieurs finissent par monter plus vite que les devises. Comme

pour le mark en 1923, le discrédit, provoqué par l'abus des émissions, est plus accentué à l'intérieur qu'à l'extérieur.

Le défaut de simultanéité dans la dépréciation du papier-monnaie et dans le mouvement des prix est ce que l'on a appelé le « décalage » qui, par moments, fait naître une « prime à l'exportation ».

Ce décalage, compris dans le sens le plus large, semble ébranler les doctrines quantitatives pures et il devient difficile d'admettre sans réserve avec Irving Fisher « que le niveau des prix ne peut s'élever que par suite d'un accroissement de la circulation monétaire et ne peut baisser que par suite de sa diminution ».

D'intéressantes études, publiées par Aftalion (1), paraissent même mettre complètement en défaut les théories quantitatives. Aftalion a groupé en trois catégories les pays ayant subi à divers degrés un avilissement de leur papier-monnaie, selon les phénomènes observés:

- a) Immobilité des changes et des prix malgré l'accroissement de l'inflation;
- b) Hausse des changes étrangers et des prix sans véritable inflation;
- c) Baisse des changes étrangers et des prix sans sérieuse déflation.

Sans entrer dans le détail des observations rassemblées, on peut cependant en dégager les conclusions suivantes: les prix sont, dans une forte proportion, solidaires des changes et non point de l'inflation; les changes n'obéissent pas nécessairement à la circulation. Ces conclusions, Aftalion les justifie par les théories du revenu et de la valeur psychologique de la monnaie (2), théories qui, elles-mêmes, se rattachent à

(1) A. Aftalion, *La Circulation, les Changes et les Prix*. Revue Economique Internationale: 25 février 1924 et juin 1926.

(2) A. Aftalion, *Revue d'Economie politique*, mai-juin 1925, juillet-août 1925 et septembre-octobre 1925.

cellés de l'utilité finale, mise en lumière par l'école autrichienne et, notamment, par von Wieser

Mais les observations d'Aftalion ne sont pas absolument probantes et les phénomènes sur lesquels il s'appuie ne semblent pas avoir été suffisamment isolés et dégagés d'influences sociales ou historiques particulières. A-t-il tenu compte de la force des syndicats ouvriers et de leur aptitude à agir sur les salaires, indépendamment des fluctuations monétaires ? A-t-il tenu compte, notamment, du fait qu'immédiatement après la guerre, en Allemagne, et malgré une inflation que l'on pouvait encore qualifier de modérée, les prix de certaines matières premières : cuirs, graisses, etc., haussèrent presque uniquement à cause de leur valeur de rareté. Il ne semble pas non plus avoir tenu compte des crédits spéculatifs accordés par les fournisseurs américains aux Belges et aux Français, crédits constitués dans les pays à monnaie avariée simplement en ne rapatriant pas immédiatement le produit des transactions. Ces crédits ont exercé une influence certaine sur le change et contribuent à expliquer pourquoi, après l'inflation massive, consécutive à la reprise des marks, le franc a mis plus de cinq ans à atteindre son taux réel de dépréciation.

Quelques chiffres ingénieusement choisis peuvent, à première vue, paraître appuyer une théorie qui n'aurait trouvé qu'un secours précaire dans un examen méthodique d'un ensemble de données statistiques.

Quoi qu'il en soit, Aftalion paraît, sous les auspices des théories psychologiques de la monnaie, se ranger à celles de la balance des comptes qui fait dépendre les prix des cours du change, lequel régit aussi la circulation.

Toutes ces théories, au premier abord, sont également attrayantes et la question suivante se présente à l'esprit : « Pourquoi toutes ces contradictions et ce désordre dans les phénomènes monétaires de notre époque, qui autorisent un esprit impartial à croire vérifiées tour à tour l'une ou l'autre des théories monétaires en présence » (1) ?

C'est à essayer de résoudre ce problème que M. André Fourgeaud a consacré un important ouvrage dont la partie théorique l'emporte de beaucoup en intérêt sur le travail descriptif.

Pour lui, il ne faut pas dresser une cloison étanche entre la dépréciation interne et la dépréciation externe et l'affirmation de Nogaro que la dépréciation extérieure et la dépréciation intérieure sont, à l'époque contemporaine, des phénomènes essentiellement distincts, lui paraît excessive. Il lui semble plus scientifique de dire : que la dépréciation interne (ou hausse moyenne des prix) et la dépréciation externe (ou perte au change) sont deux manifestations distinctes à notre époque, d'un même phénomène : la variation de la valeur de la monnaie, variation qui peut être fonction

d'un certain nombre de facteurs qu'il appartient à l'économiste de dégager ».

Ainsi, M. Fourgeaud s'efforce de réconcilier deux écoles en conflit et n'est pas très loin des théories personnelles du professeur Ansiaux (1).

Ce dernier considère que l'influence de l'inflation est de deux natures : directe et indirecte.

L'influence indirecte est psychologique : toute inflation nouvelle exerce une influence fâcheuse immédiate et inégale, du reste, sur les différents éléments susceptibles d'en être impressionnés, compte tenu de ce que le cours forcé n'est qu'un aspect d'un trouble économique plus étendu. Sous l'influence des facteurs psychologiques, le change se ressent de l'inflation, avant même la hausse des prix intérieurs. Le change alors influe sur les prix.

Il existe en outre une action directe que Nogaro n'admet que dans les cas d'inflation énorme.

Selon le professeur Ansiaux, l'action directe sur les prix peut être une **conjonction** ou une **conséquence**.

Dans le cas où l'inflation a agi sur le change, qui à son tour a réagi sur les prix, les prix ne peuvent se maintenir que parce que l'inflation fournit aux acheteurs les moyens de supporter la hausse des prix.

Si même l'inflation n'a pas agi sur le change, mais lui est simplement concomitante, la dépréciation du change entraîne la hausse des prix, qui est soutenue par l'inflation. Ici donc l'inflation agit sur les prix comme conjonction.

Elle peut encore agir comme conséquence lorsque, sous la pression de la spéculation à la baisse ou de l'état défavorable de la balance commerciale, le change se déprécie, les prix montent et déterminent bientôt une demande de crédit, donc un resserrement monétaire (2).

Les hommes d'affaires vont se préoccuper d'accroître leur fonds de roulement : mais l'augmentation de capital n'est pas à la portée de toutes les entreprises et l'on fait surtout appel au crédit. La banque d'émission, harcelée de demandes de crédit, peut y répondre par des émissions qui, évidemment, ont une contrepartie commerciale, mais la valeur des marchandises est surfaite, en un certain sens, par la hausse des prix : le portefeuille escompté est affecté d'inflation, cette dernière contribuant à consolider la hausse des prix provoquée par la baisse du change.

Cette théorie concilie à la fois certains principes de celle du change et de celle de la quantité.

En outre, le professeur Ansiaux ajoute qu'il faut affirmer la distinction entre les effets momentanés et les effets durables de l'inflation.

Pour les effets momentanés, il n'y a certainement

(1) André Fourgeaud, *La Dépréciation et la Revalorisation du mark allemand*. Payot, Paris, 1926, p. 149.

(1) M. Ansiaux, *Traité d'Economie politique*, III, p. 363.

(2) M. Ansiaux, op. cit., page 364, *Notenmangel trotz notenflut* : Manque de billets malgré l'abondance de ces derniers.

pas de synchronisme ; nombreux sont les exemples de discordance flagrante, qui peuvent s'expliquer par le décalage.

Pour les effets durables, on peut admettre que le parallélisme se rétablit dans une certaine mesure qui ne peut se chiffrer que de manière vague.

Mais M. Fourgeaud a voulu déterminer avec précision les causes des discordances flagrantes qui peuvent se produire entre les prix, les changes et l'inflation ; en d'autres termes, il a voulu rechercher pourquoi, à notre époque, les effets du phénomène de dépréciation sont dissymétriques, alors que, sous l'Assemblée nationale et la Convention, on constatait une symétrie à peu près parfaite dans les manifestations de la dépréciation des assignats.

Ces causes, croit-il, sont juridiques et psychologiques ; c'est l'intervention législative qui, de nos jours, en interdisant de coter l'agio de l'or, ne nous laisse plus comme signe imparfait et faussé de la dépréciation intérieure que le seul mouvement des prix.

Et voici les conclusions de M. Fourgeaud :

1° Les discordances étonnantes de la courbe des prix et du change ont pour origine, à notre époque, l'intervention de l'Etat dans ce domaine des effets de la dépréciation ;

2° Les effets de la dépréciation ont pour cause une variation de l'un quelconque des facteurs responsables des crises monétaires, variations créant, pour un équilibre donné, une dissymétrie ;

3° Les phénomènes-effets doivent varier dans un sens tel qu'ils tendent à la disparition de la dissymétrie des causes ;

4° Pour une position de symétrie donnée des facteurs, la variation de l'un quelconque d'entre eux, appelé F, l'autre F' restant constant, restitue le même phénomène-effet que la variation de F', le facteur F restant inchangé.

L'influence perturbatrice de la législation sur les phénomènes monétaires en période d'inflation avait déjà été mise en lumière par Cassel, qui l'assignait comme cause aux mouvements anormaux des changes s'écartant de la parité des pouvoirs d'achat (1) :

« Pendant la première période de la guerre, il existait encore une certaine liberté de commerce international et les taux des changes coïncidaient plus ou moins avec la parité des pouvoirs d'achat. Mais, plus tard, des restrictions sévères au commerce international ont souvent fait dévier les cours des changes de ces parités. »

M. Fourgeaud, lui, remonte à la Révolution française et s'appuie sur la dépréciation des assignats. En ce temps, l'agio sur le métal précieux et sur la monnaie métallique était libre. Le commerce en demeurait permis, de sorte que le change et l'agio étaient solidaires. Si, dès lors, en vertu de la loi de symétrie, « la

(1) G. Cassel, *Memorandum sur les problèmes monétaires du monde*, pages 16 et 17.

remarquable concordance constatée dans les courbes de la dépréciation interne et externe des assignats ne s'est pas reproduite lors des expériences monétaires contemporaines, notamment de celle du mark, il faut nécessairement que des obstacles aient été élevés pour en modifier le sens ».

Citons, parmi ces causes : l'interdiction de l'agio sur la monnaie métallique, l'interdiction de l'exportation de l'or, l'interdiction de la « clause-or » dans les contrats, la réglementation des prix, la politique des transports, les opérations de ravitaillement, les subsides alimentaires et, en Allemagne, « l'interdiction aux détaillants d'adapter les prix de vente à une baisse du change-mark, entre l'achat et la vente d'un stock, en les obligeant, sous peine de sanctions rigoureuses, à vendre les stocks à un prix de vente calculé sur le prix d'achat antérieur ».

Dès lors, pour calculer la dépréciation interne, il ne reste plus que le mouvement des prix, mesure toute relative du reste et souvent faussée elle-même. Ajoutons également que pour certains biens le prix est plus ou moins coutumier, tandis que le change est essentiellement spéculatif ; de sorte que le second peut enregistrer toutes les influences susceptibles de modifier la situation, tandis que le premier, alourdi par la tradition, est incapable de jouer ce rôle avertisseur. Ce détail semble avoir échappé à l'auteur ; cependant il n'est pas sans importance et il est bien évident que la fixité des prix des « menus services », établis par cahier des charges et par tradition : timbres-poste, parcours en tramways, journaux, etc., contribue pour une part à empêcher une cotation exacte de la dépréciation interne de l'unité monétaire.

Il ne resterait donc, en réalité, que l'indice externe de dépréciation : le cours du change. Encore celui-ci n'est-il pas indemne de toute intervention perturbatrice du législateur : contrôle des devises qui, en Allemagne, aboutissait à un véritable contrôle du commerce extérieur ; « soutien » du change par des interventions officielles, telle celle de la Banque de France en 1924 (1).

Dès lors, il est bien difficile de pouvoir discerner une relation indiscutable entre la circulation, les changes et les prix, et il n'est pas étonnant que des théoriciens aient voulu se dégager de la théorie quantitative, ainsi que l'a fait Nogaro. Peut-être bien, du

(1) *Compte rendu du Conseil général de la Banque de France pour 1924*, pages 4 et suivantes : « La gravité de cette crise sans précédent détermina le gouvernement à nous demander d'engager le crédit même de la Banque en vue d'obtenir à l'étranger les ressources nécessaires pour enrayer la panique, par une intervention sur le marché... Nous nous sommes servis, selon les vues du gouvernement, en toute indépendance, des disponibilités que nous assurait ce double crédit... Dès ce moment, nous avons pu borner nos interventions à arrêter quelques retours offensifs momentanés. »

reste, le désir d'atténuer les répercussions économiques de l'inflation provoque-t-il cette insurrection constante contre les classiques.

A côté des facteurs qui résultent de l'intervention parfois extrêmement énergique du législateur, il convient d'ajouter ce que M. Fourgeaud appelle les sous-facteurs psychologiques ou spéculatifs auxquels le public attribuerait une sorte d'action indépendante et étrangère au mécanisme de la balance des paiements. Cette action indépendante ne peut réellement exister comme telle: l'obtention d'un crédit extérieur, même purement spéculatif, modifie directement la balance actuelle; en sorte que la spéculation se manifestant par des demandes ou des offres de change parfois démesurées, agit à travers la balance actuelle des comptes.

» Les facteurs spéculatifs ou psychologiques, pour ne considérer que ceux-là, ne sont donc que des sous-facteurs au même titre que la situation des transactions purement commerciales, qui modifient dans un sens ou dans un autre, le rapport des engagements internationaux ou balance des comptes, facteur matériel unique, d'après lequel se fixe le taux du change à un moment considéré.

» On ne peut donc pas dire que le cours du change est influencé dans une certaine mesure par la balance des comptes; encore moins pourrait-on lui attribuer une influence limitée sur le cours du change, sauf à définir arbitrairement la balance des comptes: le rapport des créances et des dettes d'origine commerciale. » On reconnaît ici les théories de Decamps sur la balance des comptes et Fourgeaud le cite, du reste, à diverses reprises.

Ce sera donc, en dernière analyse, la balance actuelle des comptes qui agira sur les prix par l'intermédiaire du change, même si la balance a été faussée par la spéculation consécutive à un accroissement de la circulation.

Mais cependant, « il arrive un moment où l'Etat est impuissant à tenir la main à l'exécution des dispositions législatives qu'il a prises, et à l'assurer, quelque rigoureuses que soient les sanctions qui y sont attachées ». Les exemples abondent, en Allemagne: création d'une banque émettant des emprunts en marks fixes pour le compte de sociétés, salaires à valeur stable, ouverture de comptes-or par la Reichsbank à ses clients, perception des impôts en or, ouverture de comptes fiscaux à valeur constante, etc. L'agio interne réapparaît, non pas sur l'or, thésaurisé ou encavé à l'institut d'émission, mais bien sur les devises-or.

» Les prix s'établissaient alors d'après le taux du change-dollar, car les commerçants, semblables au navigateur dans la tempête, avaient les yeux fixés sur l'aiguille de ce baromètre de la valeur; ils modifiaient d'un instant à l'autre les étiquettes des prix, exprimés en monnaie légale, affichés dans les devantures. »

Finalement, les prix intérieurs se mirent à dépasser les prix extérieurs: prévoyant une hausse du

dollar, heure par heure, le négociant fixait ses prix au-dessus du niveau normal, pour éviter une perte ultérieure.

Certes, la démonstration de M. Fourgeaud a sa valeur, mais peut-on accepter ses conclusions sans réserve: il semble bien que non, et que, toute séduisante qu'elle soit, sa théorie de l'influence perturbatrice dominante de la législation sur les changes et les prix ne doit pas revêtir une importance que l'impatience contre le régime parlementaire pourrait lui donner aux yeux de certains.

Tout d'abord, il n'est pas inutile de le répéter, les prix intérieurs, y compris les salaires, sont dans une certaine mesure fixés par la coutume; tandis que le change est essentiellement fluctuant.

Ce dernier est infiniment mobile dans le temps; tandis que les prix des denrées et des salaires sont plus lents à se former: le salaire se modifie tous les mois suivant l'index; il doit être en retard sur le change; or, précisément, la masse des travailleurs constitue un pouvoir d'achat considérable qui, insuffisant par rapport au mouvement des prix librement influencé par le change, en retarde la hausse.

L'appréciation de la valeur d'une monnaie est toute différente si elle est formulée par un étranger ou un indigène. L'orgueil national soutiendra ce dernier qui puisera également un réconfort certain dans son ignorance compréhensible des questions monétaires; l'étranger sera plus malveillant et plus critique, parfois aussi mieux informé; car l'étranger qui manie les devises sera un professionnel versé, tout au moins sommairement, dans les principes financiers et monétaires. Les nationaux, la masse de tout le peuple, seront en général désorientés par les mouvements du change qu'ils ne sont pas à même de comprendre et dont la portée et surtout les causes dépassent leur entendement. Pour le peuple, pendant bien longtemps, **mark bleibt mark**: Ici encore l'action psychologique du gouvernement est certaine. Ce n'est qu'une fois le change absolument déréglé que le paysan et l'ouvrier pourront apprendre, **grosso modo**, à se prémunir contre ses écarts.

Ces quelques réflexions auxquelles d'autres pourraient s'ajouter, semblent donc corriger le point de vue trop exclusif de Fourgeaud.

Les conclusions de son livre ne sont pas non plus irréprochables, car, parlant de la stabilisation éventuelle de la devise française, il s'écrie non sans quelque lyrisme: « Cette solution est la plus acceptable, mais elle n'est pas sans critique. D'abord, elle est difficilement acceptable dans un grand pays comme le nôtre; on conçoit difficilement la France conservant indéfiniment une monnaie dévaluée... » A cet argument, répond ce passage du professeur Ansiaux (1): « Cette argumentation n'est pas économique au vrai sens du terme; elle est purement sentimentale. N'hésitons pas à dire, du reste, qu'elle part d'un faux point d'honneur.

(1) M. Ansiaux, op. cit., p. 409.

En ce qui concerne particulièrement les Etats qui ont été l'objet d'une injuste agression, comme la Belgique en 1914, il est certain qu'après avoir contribué à sauver par une héroïque résistance, leur indépen-

dance menacée, leur prestige ne subira aucune atteinte sérieuse, si elles se voient obligées par une réforme monétaire raisonnable, à consacrer le fait acquis d'une dépréciation subie en conséquence de la guerre. »

LES EMISSIONS ETRANGERES AUX ETATS-UNIS.

En 1926, le total des émissions étrangères aux Etats-Unis s'est élevé à 1.906.705.101 dollars, y compris les émissions qui n'y ont pas été annoncées publiquement. Le Dr Winkler commente ces faits en ces termes (1)

« De même que les guerres de Napoléon ont fait passer l'hégémonie financière d'Amsterdam à Londres, de même la guerre mondiale semble avoir, tout au moins pour un temps, déplacé le centre de la finance vers New-York. Que vous puissiez ravir de façon permanente la suprématie à Londres, est une question que seul le temps pourra résoudre. L'afflux, sans précédent, de capital américain vers les pays ruinés par la guerre n'est pas la conséquence d'une connaissance supérieure ou d'une plus grande familiarité avec les problèmes internationaux, mais bien plus celle du développement énorme de nos ressources et l'accumulation d'or, coïncidant avec l'épuisement de l'Europe et l'anéantissement du capital du vieux Monde.

» Les régions où ont eu lieu les premiers placements américains étant maintenant saturées, le capital américain se dirigera vers d'autres parties du monde. Les porteurs d'emprunts étrangers auront peut-être des appréhensions en considérant les progrès trop rapides que nous avons fait en finance internationale. Certains de nos placements pourraient bien, plus tard, ne pas échapper au sort qui a frappé d'autres pays créanciers.

» L'importance de l'exportation des capitaux américains ne réside pas seulement dans les chiffres absolus, mais encore dans l'usage qui en a été fait.

» Le tableau suivant donne le mouvement des emprunts étrangers aux Etats-Unis en 1926 :

| | Emissions et crédits | Consolidation |
|--|----------------------------|---------------|
| Gouvernements, Etats et municipalités \$ | 797.456.842 | 89.224.000 |
| Entreprises privées | 1.254.188.560 | 55.716.301 |
| Total ... \$ | 2.051.645.402 | 144.940.301 |
| Gouvernements, Etats et municipalités \$ | | 708.232.842 |
| Entreprises privées | — | 1.198.472.259 |
| Total ... \$ | | 1.906.705.101 |

(1) *The Economist*, « America's Foreign Investments », 8 janvier 1927, p. 47.

On comprend dès lors que la question des emprunts étrangers préoccupe les Américains.

Après avoir été pendant toute la période d'avant-guerre une nation débitrice, la république des Etats-Unis se trouve être créancière de la plus grande partie des Etats du monde. Chez ses banquiers ont afflué les demandes d'emprunt des gouvernements, des pouvoirs publics, des établissements de crédit et des industries des régions les plus diverses (1). Le marché américain a absorbé avec une facilité étonnante cette masse de valeurs mobilières, suscitant un problème aux multiples aspects dont nous n'étudierons que ceux qui intéressent plus particulièrement les Américains : quels éléments constituent la masse des porteurs de titres étrangers, comment assurer à ces épargnants la sécurité de leurs placements dans les régions lointaines et quelle est la politique adoptée par le gouvernement de Washington devant ce drainage de disponibilités.

Les Américains se préoccupent, à juste titre, de savoir quelles classes de la population absorbent les emprunts étrangers. On comprend leur préoccupation lorsque l'on sait qu'en 1916, la *Chicago Tribune* publiait, dans sa cote de Bourse, le cours de six valeurs étrangères seulement, et qu'en 1926 elle cotait celui de 128 valeurs, émanant de trente pays différents.

Quelques mots tout d'abord sur le mécanisme de l'émission aux Etats-Unis. Lorsqu'un emprunt étranger est offert aux épargnants des Etats-Unis, la maison d'émission, située à New-York, à Boston ou à Chicago, s'assure la coopération de cinq cents à mille banquiers répartis dans tous les Etats (2). Ces banquiers locaux jouent assez bien le rôle des agents de change en Belgique ou encore celui des succursales et agences du Crédit Lyonnais en France. Rappelons ici que l'interdiction légale faite aux banques des Etats-Unis d'avoir des réseaux de succursales et les difficultés mises à la création de « chaînes » donne au problème un tout autre aspect qu'en Belgique, où les groupes bancaires et les agents de change coopèrent aux émissions des grandes banques d'affaires bruxelloises.

Le banquier local américain doit alors trouver la personne possédant des économies et lui démontrer qu'il y va de son intérêt d'échanger ces dernières contre la promesse d'un gouvernement étranger.

En 1924, le président de l'Investment Bankers Association décida de mener une enquête pour savoir à quelle catégorie de capitalistes s'adressaient les placiers.

Une première investigation démontra que trois mai-

(1) Cfr. *Bulletin* n° 14, du 16 septembre 1926, p. 325.

(2) D.-W. Morrow, *Who buys foreign bonds?* Foreign Affairs, janvier 1927, page 218.

sons de placement, dépendant de J.-P. Morgan et Co, avaient, lors du lancement de l'emprunt autrichien garanti de 25 millions de dollars, atteint 409 personnes, dont la moyenne des souscriptions atteignait 2,350 dollars. Les mêmes banquiers, lors de l'émission de l'emprunt extérieur japonais, avaient reçu des souscriptions d'un montant moyen de 3.100 dollars, provenant de 1.741 clients.

Tout insuffisant qu'il fut, ce coup de sonde démontrait que les emprunts étrangers rencontraient un certain succès dans la moyenne épargne.

Un peu plus tard, la maison J.-P. Morgan et Co, dont les soucis scientifiques sont hautement louables, renouvela son enquête, en s'adressant cette fois à 24 intermédiaires, opérant dans tous les Etats de la république fédérale. Ces intermédiaires avaient réuni 2,965 souscripteurs pour l'emprunt autrichien, avec une moyenne individuelle de 2.994 dollars, et 8.211 souscrip-

teurs pour l'emprunt japonais, avec une moyenne individuelle de 3.905 dollars.

Enfin, au printemps 1926, MM. J.-P. Morgan et Co menèrent une troisième enquête relative à cinq emprunts d'ensemble 380.000.000 de dollars. Les 24 intermédiaires avaient placé ensemble 25 p. c. du montant total émis.

Les emprunts considérés furent les suivants :

Emprunt autrichien 7 p. c. : 25.000.000 de dollars, de juin 1923 ;

Emprunt japonais 6 1/2 p. c. : 150.000.000 de dollars, de février 1924 ;

Emprunt allemand 7 1/2 p. c. : 110.000.000 de dollars, d'octobre 1924 ;

Emprunt argentin 6 p. c. : 45.000.000 de dollars, de juin 1925 ;

Emprunt belge 7 p. c. : 50.000.000 de dollars, de juin 1925.

Le tableau ci-dessous donne le résultat de l'enquête :

| | Emprunt autrichien 7 p. c. 25.000.000 de dollars (juin 1923) | Emprunt japonais 6 1/2 p. c. 150.000.000 de dollars (février 1924) | Emprunt allemand 7 p. c. 110.000.000 de dollars (octobre 1924) | Emprunt argentin 6 p. c. 45.000.000 de dollars (juin 1925) | Emprunt belge 7 p. c. 50.000.000 de dollars (juin 1925) |
|---|--|--|--|--|---|
| P. c. de l'émission placé par les 24 intermédiaires | 35,5 | 21,4 | 22,2 | 33,0 | 21,3 |
| <i>Vente totale :</i> | | | | | |
| Nombre de souscripteurs | 2.965 | 8.211 | 7.654 | 3.431 | 2.832 |
| Montant placé \$ | 8.876.800 | 32.069.200 | 24.428.300 | 14.872.500 | 10.785.000 |
| Moyenne des souscriptions \$ | 2.994 | 3.905 | 3.194 | 4.335 | 3.808 |
| <i>Ventes de 100 \$ à 5.000 \$:</i> | | | | | |
| Nombre de souscriptions | 2.671 | 7.265 | 6.952 | 2.724 | 2.453 |
| P. c. du total des souscriptions | 90,1 | 88,4 | 88,4 | 79,4 | 86,6 |
| Montant placé \$ | 5.579.900 | 14.170.800 | 13.099.900 | 6.351.500 | 5.541.500 |
| P. c. du capital souscrit | 62,9 | 44,2 | 53,6 | 42,7 | 51,4 |
| <i>Ventes de 5.100 \$ à 10.000 \$:</i> | | | | | |
| Nombre de souscriptions | 207 | 600 | 433 | 532 | 269 |
| P. c. du total des souscriptions | 6,9 | 7,4 | 5,6 | 15,5 | 9,5 |
| Montant placé \$ | 1.761.900 | 5.305.300 | 3.847.400 | 4.132.500 | 2.483.500 |
| P. c. du capital souscrit | 19,8 | 16,5 | 15,8 | 27,8 | 23,0 |
| <i>Ventes de plus de 10.000 \$:</i> | | | | | |
| Nombre de souscriptions | 87 | 346 | 269 | 175 | 110 |
| P. c. du total des souscriptions | 3,0 | 4,2 | 3,5 | 5,1 | 3,9 |
| Montant placé \$ | 1.535.000 | 12.593.100 | 7.481.000 | 4.388.500 | 2.760.000 |
| P. c. du capital souscrit | 17,3 | 39,3 | 30,6 | 29,5 | 25,6 |

ou, sous une forme plus simplifiée :

| | Nombre de souscriptions | Montant moyen des souscriptions \$ |
|---------------------------------|-------------------------|------------------------------------|
| Emprunt autrichien 7 p. c. | 8.350 | 2.944 |
| Emprunt japonais 6 1/2 p. c. | 34.412 | 3.905 |
| Emprunt allemand 7 p. c. | 34.440 | 3.194 |
| Emprunt argentin 6 p. c. | 10.381 | 4.335 |
| Emprunt belge 7 p.c. | 13.130 | 3.808 |

L'analyse de ces tableaux nous apprend que dans chaque cas, 80 à 90 p. c. des souscriptions furent effectuées par des personnes dont les opérations ne portèrent pas sur plus de 5.000 dollars ; 3 à 5 p. c. des souscripteurs seulement s'engagèrent pour plus de 10.000 dollars.

Ces données purement numériques doivent être vérifiées par une analyse des tableaux au point de vue du montant respectif souscrit par chaque catégorie, car quelques gros acheteurs peuvent renverser la proportion sous ce rapport.

Le tableau qui suit nous indique, en effet, une légère modification de la première impression :

| | P. c. du nombre de personnes ayant souscrit pour moins de 5.000 dollars | P. c. du capital souscrit dans ces conditions |
|--------------------------------------|---|---|
| Emprunt autrichien 7 p. c. | 90.1 | 62.9 |
| Emprunt japonais 6 1/2 p. c. | 88.4 | 44.2 |
| Emprunt allemand 7 p. c. | 90.9 | 53.6 |
| Emprunt argentin 6 p. c. | 79.4 | 42.7 |
| Emprunt belge 7 p. c. | 86.6 | 51.4 |

Nous constatons de suite que ce sont les emprunts allemand et autrichien qui ont eu le plus de succès auprès des petits capitalistes américains. Ceci nous rappelle que l'on a dit en Amérique que les emprunts allemands aux Etats-Unis menaçaient d'être « the biggest gamble in the world » (1).

Il est bien évident que les enquêtes menées par MM. J.-P. Morgan et C^o sont fragmentaires et M. Morrow a parfaitement raison de ne pas vouloir leur donner une valeur absolue ; cependant, il semble bien que les émissions des Etats étrangers s'adressent aux Etats-Unis, comme ailleurs, à la petite et à la moyenne bourgeoisie, et que les conclusions de M. Morrow sont fondées : « La souscription aux emprunts étrangers représente les économies de celui qui consomme moins qu'il produit... Ces épargnants sont répandus partout aux Etats-Unis. Lorsque nous parlons du souscripteur aux emprunts étrangers, nous n'avons pas en vue une grande institution de New-York ou de Boston, mais bien des milliers de gens répandus aux Etats-Unis. »

Le gouvernement allemand a pris la peine de publier la décomposition, par catégorie d'emprunteurs, des souscriptions et des souscripteurs. On constate, sur le tableau qui en a été dressé (2), que dans le Reich également ce sont les très petits et les petits souscripteurs qui ont fourni le gros effort.

Voir tableau page 59.

Mais ici, au fur et à mesure que se prolonge la guerre, on constate l'épuisement des petits souscripteurs et le rôle de plus en plus important joué par les grands souscripteurs plus ou moins bénévoles.

* * *

Le caractère démocratique et petit bourgeois des souscriptions américaines aux emprunts étrangers soulève immédiatement le problème des garanties dont sont munis les porteurs. « Comment l'homme du Middle-West, invité par son banquier à acheter un

(1) J. Vander Gucht, *Le Système de Réserve fédérale et l'Organisation financière aux Etats-Unis*, Mss 1926.

(2) Ch. Rist, *Les finances de guerre de l'Allemagne*. Payot, 1921, pages 94 et suivantes.

titre autrichien ou japonais peut-il savoir si son placement est sûr ? En réalité, toute la responsabilité repose sur le banquier qui peut toujours se tromper. Cependant, « il ne doit jamais commettre l'erreur de proposer un placement lorsqu'il sait que les crédits obtenus ne serviront pas à des usages constructifs. Ceci peut paraître idéaliste. C'est pourtant tout simplement du bon sens. Aucun banquier sérieux n'avance des fonds qui ne serviront pas à des buts constructifs. L'usage qui est fait de l'argent constitue un facteur important pour la détermination de la capacité du créancier de faire face à ses engagements. »

Mais le banquier, sujet à l'erreur, mais désireux d'y verser le moins possible, peut-il se reposer sur une pression gouvernementale vis-à-vis des pays défallants ? Ici les avis diffèrent.

Il y a tout d'abord la question des dettes de guerre qui modifie le problème et où une action du gouvernement des Etats-Unis est clairement envisagée, dans l'intérêt national le plus général, il est vrai.

Dans le livre qu'il consacre à cette question (1), M. Dunn envisage nettement l'action politique au service des emprunts et réciproquement : « Ces chiffres (des engagements de l'Europe) montrent l'influence que peut exercer l'Amérique en Europe, sauf en Scandinavie, en Espagne, en Hollande et trois des pays ex-ennemis.

« L'importance des obligations résultant de la guerre lorsque le besoin se fait sentir de faire pression sur les pays dont les intérêts nationaux se heurtent à ceux des capitalistes américains, a été mise en lumière en 1924, dans le cas de la Roumanie. Le gouvernement roumain avait voté une loi tendant à la nationalisation des ressources du pays en pétrole. Ce qui inquiéta les compagnies pétrolières américaines qui avaient des placements en Roumanie. Opportunément, le département d'Etat rappela au gouvernement roumain que son emprunt arrivait à échéance. »

La position du gouvernement des Etats-Unis fut définie comme suit par M. Mellon (2) : « Au début de 1925, après mûres réflexions, il fut décidé qu'il était contraire aux intérêts supérieurs de notre pays de permettre aux gouvernements, qui avaient refusé de prendre des dispositions raisonnables pour régler leur dette vis-à-vis des Etats-Unis, de satisfaire partie de leurs besoins financiers sur notre marché. Les Etats, les municipalités et les entreprises privées des pays en cause furent englobés dans cette prohibition et les banquiers, consultant à ce sujet le département d'Etat, furent informés de ce veto.

» Bien que les Etats-Unis répugnent à exercer une pression de ce genre pour forcer un gouvernement à faire face à ses engagements, et bien que notre pays

(1) Robert-W. Dunn, *American Foreign Investments*, New-York, 1926, p. 17.

(2) John F. Dulles, *Our Foreign Loan Policy*, Foreign Affairs, octobre 1926, p. 35.

Nombre des souscripteurs.

| | 1 ^{er} emprunt | 2 ^e emprunt | 3 ^e emprunt | 4 ^e emprunt | 5 ^e emprunt | 6 ^e emprunt | 7 ^e emprunt | 8 ^e emprunt | 9 ^e emprunt |
|---|-------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| Jusqu'à 2.000 marks | 920.000 | 2.113.000 | 3.291.400 | 4.728.700 | 3.382.500 | 6.204.800 | 4.768.500 | 5.963.200 | |
| De 2.000 à 10.000 marks | 214.000 | 492.000 | 570.200 | 461.600 | 339.000 | 443.200 | 334.200 | 419.400 | |
| De 10.000 à 50.000 marks | 30.800 | 72.500 | 95.200 | 72.400 | 69.000 | 92.000 | 76.600 | 97.500 | |
| De 50.000 à 100.000 marks | 3.600 | 7.700 | 10.100 | 9.100 | 9.700 | 19.500 | 12.200 | 16.500 | |
| Au-dessus de 100.000 marks | 2.600 | 5.200 | 8.400 | 7.600 | 9.600 | 11.200 | 11.400 | 13.300 | |
| Total | 1.177.235 | 2.691.060 | 3.966.418 | 5.279.645 | 3.809.976 | 6.762.082 | 5.213.300 | 6.510.278 | 2.717.657 |
| Là-dessus, souscripteurs d'un million | 210 | 325 | 530 | V. | 725 | 770 | 1.032 | 1.106 | |

Montant global des souscriptions en millions de marks.

| | 1 ^{er} emprunt | 2 ^e emprunt | 3 ^e emprunt | 4 ^e emprunt | 5 ^e emprunt | 6 ^e emprunt | 7 ^e emprunt | 8 ^e emprunt | 9 ^e emprunt |
|---|-------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|
| Jusqu'à 2.000 | 734 | 1.662 | 2.271 | 2.194 | 1.519 | 2.226 | 1.493 | 1.953 | |
| De 2.000 à 10.000 | 1.029 | 2.411 | 2.765 | 2.154 | 1.679 | 2.158 | 1.684 | 2.148 | |
| De 10.000 à 50.000 | 717 | 1.671 | 2.024 | 1.646 | 1.633 | 2.110 | 1.885 | 2.303 | |
| De 50.000 à 100.000 | 315 | 648 | 850 | 734 | 809 | 1.062 | 1.023 | 1.211 | |
| Au-dessus de 100.000 | 1.665 | 2.668 | 4.190 | 3.984 | 5.011 | 5.420 | 6.367 | 7.148 | |
| Total | 4.460 | 9.060 | 12.101 | 10.712 | 10.652 | 12.978 | 12.457 | 14.766 | 10.433 |
| Là-dessus, souscriptions d'un million et plus | 869 | 1.162 | 1.730 | 1.812 | 2.448 | 2.348 | 3.145 | 3.424 | |

ait le vif désir que ses excédents de ressources puissent être mis au service de la reconstruction et du développement des pays étrangers, notre intérêt national exige que nos ressources ne puissent affluer dans les pays qui ne font pas face à leurs engagements vis-à-vis des Etats-Unis ou de leurs citoyens. »

Il n'y a pas à s'y tromper : le gouvernement américain serait disposé à user de son influence sur les banquiers pour boycotter un pays ne faisant pas face à ses obligations. Mais cette attitude est négative et rien n'empêcherait un pays peu scrupuleux de se dérober à ses engagements et d'exploiter ensuite un autre marché.

D'aucuns peuvent donc réclamer une attitude plus positive. M. Morrow (1) les met en garde en ces termes : « Certains croient que les prêts consentis par nos concitoyens à des gouvernements étrangers imposent à celui des Etats-Unis l'obligation de recourir à la force armée pour faire rentrer nos créances. »

En opposition avec cette croyance simpliste, nous avons une déclaration du secrétaire d'Etat Root, en 1906 : « Les Etats-Unis d'Amérique n'ont jamais jugé utile d'utiliser leurs forces de terre et de mer pour le recouvrement des dettes ordinaires contractées par des gouvernements étrangers vis-à-vis de leurs concitoyens. Depuis plus d'un siècle, le département d'Etat et celui des Affaires étrangères ont refusé de recourir à ce moyen, et cette abstention est devenue un des articles de notre politique étrangère. Une intervention armée serait en contradiction avec le respect à l'égard de la souveraineté des pays les plus faibles qui est essentiel pour leur protection contre l'agression du plus fort. Nous considérons que l'usage de la force pour le recouvrement des dettes est une invite aux abus et peut avoir des résultats bien plus néfastes à l'humanité que le non-paiement de dettes par n'importe quel pays. »

Il en résulte, à l'évidence, que c'est la confiance seule du capitaliste dans la bonne volonté de l'Etat débiteur qui peut déterminer son action, puisque, en cas de déception, il ne peut espérer déterminer son gouvernement à une action folle et qui, en dernière analyse, coûterait infiniment plus à la nation créancière que la défaillance de son débiteur.

Que dès lors, le capitaliste américain soit constamment préoccupé de la solvabilité de ces pays d'Europe si tourmentés par une guerre cruelle, rien de plus naturel.

M. Robinson a fait de la question une étude intéres-

(1) Morrow, op. cit., p. 228.

sante qui porte surtout sur l'Allemagne, la grande débitrice des Etats-Unis, surtout en 1926 :

| | Emprunts aux Etats-Unis |
|---------------------------------|-------------------------------|
| 1 ^{er} semestre 1926 : | |
| Allemagne | \$ 159.720.500 |
| Reste de l'Europe | 48.882.000 |
| Canada | 102.715.000 |
| Amérique latine | 114.970.000 |
| Extrême-Orient | 6.370.700 |
| | \$ 432.658.200 |

Mais l'auteur rassure ses lecteurs en leur démontrant : « que les charges du plan Dawes sont probablement moins lourdes que l'entretien des armées de terre et de mer de l'Allemagne avant 1914 » (1).

Ensuite, des organismes internationaux contrôlent les opérations du Reich, lequel à son tour, peut exercer une action directe sur ses ressortissants et le Comité des transferts est là pour prendre les mesures susceptibles d'empêcher que les paiements de réparation viennent entraver ceux faits par les particuliers, à cause de fluctuations du change résultant de transferts excessifs.

Toute la question des paiements officiels et privés a une influence indirecte sur la politique des Etats-Unis en ce qui concerne la consolidation des dettes alliées. Si les banques et les épargnants américains détiennent la plus forte part des engagements privés de l'Allemagne vis-à-vis de l'étranger (et cette éventualité semble devoir bientôt se réaliser) et si les paiements de réparation par l'Allemagne devaient être la condition première des versements de nos alliés (selon le désir de certains de nos débiteurs), nous pourrions être amenés à ce que notre gouvernement penche vers la priorité en faveur des paiements de réparation, tandis que les particuliers exigeraient d'abord le remboursement de leurs propres créances. Si, dans ces conditions, les paiements pour compte des réparations venaient à provoquer des opérations de change de nature à affecter le remboursement des créances particulières, nous nous trouverions dans une situation contradictoire, le gouvernement et les capitalistes privés réclamant chacun un traitement préférentiel. Dans ce cas, il semble que le pays allié qui aurait réussi à subordonner ses paiements aux versements de l'Allemagne, serait libéré de tout souci à cet égard. »

Et ceci nous amène à étudier, d'après un auteur amé-

(1) Henry-M. Robinson, *Are american loans abroad safe?* Foreign Affairs, octobre 1926, p. 79.

ricain (1), la politique étrangère des Etats-Unis en matière de prêts à l'étranger. Cette politique sera comprise ici dans son sens le plus étendu et laissera de côté la question tant controversée des dettes alliées, qui pour la Belgique ne présente plus qu'un intérêt historique puisque nous n'avons pas hésité à faire honneur à nos engagements.

Le 3 mars 1922, le département d'Etat publia une déclaration dans laquelle, prenant texte du nombre croissant d'émissions sur le marché américain de titres étrangers, il pria les banquiers américains envisageant l'émission d'un emprunt étranger à l'en informer afin qu'il puisse faire connaître ses objections éventuelles à une émission déterminée. Il reconnaissait en même temps qu'il ne pouvait appuyer cette requête d'aucune contrainte légale.

Cette politique nouvelle des Etats-Unis a, d'ailleurs, des précédents et la plupart des pays européens exercent un contrôle plus ou moins effectif sur les émissions étrangères effectuées sur leur propre marché.

En général, les banquiers américains ont répondu volontiers au désir de leur gouvernement qui, d'autre part, possède le pouvoir de fait de faire échouer toute émission lui paraissant critiquable à un point de vue quelconque.

Cependant, les banquiers se plaignent de ce que les rapports avec le département d'Etat entraînent certains délais, susceptibles de faire obtenir l'emprunt à un banquier d'un pays concurrent « et comme Londres regagne son importance dans le champ de la finance internationale », ces considérations revêtent une nouvelle importance.

D'après les précédents que l'on peut étudier, il semble que la politique du département d'Etat est dictée par les considérations suivantes :

- 1) Favoriser la réalisation d'une tendance nationale dans le domaine international;
- 2) Soutenir la propagation d'une conception humanitaire générale;
- 3) Poursuivre certaines réalisations favorables à la vie économique du peuple américain.

On a vu plus haut l'attitude du secrétaire Mellon à l'égard des emprunts contractés par des pays n'ayant pas rempli leurs engagements, — attitude basée sur le fait qu'il serait inopportun que les « ressources américaines aillent vivifier ces nations ». A quoi, M. J.-F. Dulles oppose le raisonnement suivant : « En réalité, ces emprunts ne servent jamais de façon directe ou indirecte, qu'à effectuer des achats en dollars dans le pays prêteur et les interdire revient tout simplement à établir un embargo partiel sur les exportations des Etats-Unis.

» La relation étroite qui existe entre les exportations et les emprunts étrangers est remarquablement mise en lumière par une étude récente du département du Commerce, intitulée : « The Balance of International

(1) J.-F. Dulles, op. cit.

Payments of the United States in 1925 » (1). Ce rapport montre que l'excédent des exportations de marchandises des Etats-Unis a atteint environ 690.000.000 de dollars pendant les quatre dernières années, tandis que les nouvelles exportations effectuées pour compte de l'étranger, abstraction faite des opérations de consolidation, se sont élevées à 680.000.000 de dollars. On peut donc raisonnablement conclure que nous avons placé l'excédent de nos exportations dans des opérations de prêt à l'étranger. » Ce point de vue ne peut évidemment qu'encourager les Etats-Unis à adopter une politique extrêmement libérale à l'égard des emprunteurs éventuels.

Le département d'Etat a refusé d'approuver certains emprunts dont le produit eut servi à renforcer les armements des pays solliciteurs. Il a également exercé son droit pour seconder sa politique de la « porte ouverte » dans certains pays où, auparavant, les emprunts étrangers avaient été utilisés pour s'assurer des concessions ou des zones d'influence mettant une puissance dans une situation privilégiée par rapport aux autres. Dans le cas de la Chine, on avait organisé le « Consortium International des Affaires de Chine » et les principaux pays ayant des affaires en Chine s'étaient engagés à transmettre au consortium les propositions financières qui seraient soumises à leurs ressortissants (2). La Belgique faisait partie de ce consortium où la banque qui la représentait faisait admettre que les commandes de matériel fussent passées en Belgique pour la part belge du Consortium. On espérait que le Consortium contribuerait à faire disparaître les sphères d'influence et que l'on pourrait établir la politique de la « porte ouverte ».

Cependant, par suite des troubles financiers et politiques qui ont suivi la réorganisation du Consortium chinois après la guerre, toutes opérations financières sérieuses ont dû être interrompues dans ce pays, et, dans ce domaine, la politique américaine ne présente actuellement qu'un intérêt académique.

Le gouvernement des Etats-Unis a également refusé de donner son approbation à des emprunts en faveur de monopoles approuvés par des gouvernements étrangers. Cette attitude, d'un point de vue strictement théorique, a provoqué aux Etats-Unis les critiques suivantes : Les Etats-Unis possèdent eux-mêmes actuellement un véritable monopole de crédit et, en réalité, ils ne peuvent faire que dresser ce monopole contre ceux de l'étranger, attitude que ne peut justifier aucun principe moral, d'autant plus que les monopoles étrangers découlent souvent d'une conception économique particulière à l'Europe et ne visent nullement à nuire aux Etats-Unis.

Enfin, il ne faut pas oublier « que le monopole finan-

(1) Cfr. *Bulletin* n° 1, du 10 juin 1926, p. 5.

(2) W. Oualid, *Le privilège de la Banque d'Indo-Chine et la Question des Banques coloniales*, pp. 154 et 167.

cier des Etats-Unis est un accident dû à la guerre et qui disparaît graduellement. Du capital nouveau se crée en Angleterre, aux Pays-Bas et ailleurs. » Il est remarquable de retrouver chez tous les économistes américains et notamment dans la politique du « Federal Reserve Board », cette conviction profonde que leur exceptionnelle abondance d'argent est toute passagère et qu'ils l'estiment beaucoup moins que les Européens (1). En outre, on retrouve partout également la crainte de voir la Grande-Bretagne retrouver rapidement sa supériorité première, qui lui reviendra d'autant plus facilement qu'elle a fait les sacrifices nécessaires pour adopter l'étalon-or. Déjà, l'Institut du Café de Sao Paulo, qui, par ses tendances monopolisatrices, avait échoué dans ses efforts d'obtenir un emprunt aux Etats-Unis, a pu s'adresser à Londres pour y obtenir les fonds qu'il désirait employer à la valorisation des cafés.

Ce qui diminue le prestige bancaire des Etats-Unis et peut même nuire aux consommateurs américains : le producteur étranger étant sûr de ne pouvoir obtenir aucun avantage financier, tâchera d'obtenir les plus hauts prix possibles.

Un point sur lequel il convient d'attirer l'attention avant d'abandonner cet intéressant sujet, c'est celui de la protection officielle que l'on pourrait croire que le département d'Etat accorde aux emprunts qu'il approuve et qui pourrait dégénérer sous l'influence de circonstances politiques, en une véritable garantie. C'est pourquoi le gouvernement américain évite soigneusement de se prononcer sur la valeur de ces emprunts comme placement. Mais il n'en reste pas moins que sa situation est pleine de périls, car peut-il laisser émettre un emprunt qui cadre complètement avec sa politique extérieure, mais dont le bénéficiaire, à sa connaissance, aurait les plus grandes difficultés à assurer le remboursement partiel ?

C'est pourquoi, la politique officielle en matière d'emprunts étrangers doit être d'une extrême discrétion, car elle peut, d'une part, influencer de petits porteurs peu instruits et, d'autre part, avoir des conséquences internationales. Quoi qu'il en soit, il n'était pas sans intérêt d'esquisser les problèmes qui se posent aux Etats-Unis à leur politique financière qui, pour le moment, domine celle de l'Europe.

INFORMATIONS FINANCIÈRES

LES EMISSIONS BRITANNIQUES EN 1926.

Le montant des émissions britanniques en 1926 a atteint approximativement celui de 1925, malgré la dépression industrielle et le grand conflit minier.

Si l'on fait abstraction des opérations effectuées par le gouvernement, on constate que les autres émissions ont atteint :

226 millions de livres sterling en 1926 ;

186 millions de livres sterling en 1925.

Cet accroissement s'explique par la levée de l'interdiction d'émettre des emprunts pour le compte de certains gouvernements étrangers : ces derniers ont contracté pour 24 millions de livres sterling en 1926.

Destination du nouveau capital.

| | Années | | | | | |
|--------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| | 1912 | 1913 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 |
| <i>Royaume-Uni :</i> | | | | | | |
| Gouvernement ... | £ nihil | £ nihil | £ 77.536.300 | £ 13.776.200 | £ 45.685.700 | £ 4.666.800 |
| Divers | 45.335.300 | 35.951.200 | 56.379.300 | 70.836.200 | 109.332.600 | 124.508.900 |
| | 45.335.300 | 35.951.200 | 133.915.600 | 84.612.400 | 155.018.300 | 129.175.700 |
| <i>Possess. britanniques :</i> | | | | | | |
| Gouvernement ... | 14.673.100 | 26.278.700 | 69.409.300 | 50.081.000 | 30.699.200 | 31.866.000 |
| Divers | 57.969.300 | 49.858.500 | 23.313.600 | 22.195.900 | 20.220.500 | 21.308.300 |
| | 72.642.400 | 76.137.200 | 92.722.900 | 72.276.900 | 60.919.700 | 53.174.300 |
| <i>Pays étrangers :</i> | | | | | | |
| Gouvernement ... | 9.584.500 | 26.158.200 | 26.461.900 | 40.619.900 | nihil | 23.818.000 |
| Divers | 83.287.800 | 58.290.400 | 18.292.800 | 11.816.900 | 16.276.500 | 24.614.600 |
| | 92.872.300 | 84.448.600 | 44.754.700 | 52.436.800 | 16.276.500 | 48.432.600 |
| Total général..... | 210.850.000 | 196.537.000 | 271.393.200 | 209.326.100 | 232.214.500 | 230.782.600 |

(1) *Moniteur des Intérêts Matériels*, « L'Expansion mondiale des Banques américaines », n° 318-319, 1926.

L'accroissement des émissions privées britanniques est une des caractéristiques de l'année qui s'achève. La modification de la destination géographique des capitaux est également remarquable. En 1913, 18 p. c. seulement de ces derniers étaient utilisés à l'intérieur du Royaume. En 1926, la proportion s'élevait à 66 p. c. et en 1926, à 59 p. c.

En 1926, les émissions pour l'étranger ont dépassé de 25 millions de livres sterling celles de 1925, mais

ont été de 23 millions de livres sterling inférieures à celles de 1924.

Les emprunts du gouvernement britannique, repris ici, ne comprennent pas les avances par Voies et Moyens, ni les bons du Trésor, non plus que les opérations de conversion de septembre portant sur 82,7 millions de livres sterling.

Le tableau que l'on trouvera ci-dessous analyse les émissions selon l'objet auquel les capitaux sont destinés.

| | Année 1925 | 1916 | | |
|---|---------------|---------------------------------|--------------------------|--------------|
| | | Trois premiers trimestres | 4 ^e trimestre | Total 1926] |
| Emprunts du gouvernement britannique | 45.685.700 | 6.116.800 | 1.450.000 | 4.666.800 |
| Emprunts des gouvernements des dominions et des colonies | 30.699.200 | 30.849.000 | 1.017.000 | 31.866.000 |
| Emprunts des gouvernements étrangers | nihil | 15.393.000 | 8.425.000 | 23.818.000 |
| Municipalités britanniques | 21.329.000 | 32.421.800 | 9.412.100 | 41.833.900 |
| Municipalités coloniales | 2.623.900 | 630.500 | 592.500 | 1.223.000 |
| Municipalités étrangères | 1.350.000 | 1.225.000 | 5.010.000 | 6.235.000 |
| Chemins de fer britanniques | 20.184.000 | nihil | nihil | nihil |
| Chemins de fer coloniaux | 1.681.200 | nihil | nihil | ni il |
| Chemins de fer étrangers | 3.785.000 | 3.217.200 | 5.000.000 | 8.217.200 |
| Mines d'Australie | 95.000 | nihil | nihil | nihil |
| Mines d'Afrique du Sud | 480.200 | 791.100 | nihil | 791.100 |
| Autres mines | 3.411.800 | 2.168.000 | 1.070.000 | 3.238.000 |
| Sociétés financières d'études | 14.128.500 | 9.255.000 | 13.668.300 | 22.923.300 |
| Brasseries et distilleries | 929.400 | 210.000 | nihil | 210.000 |
| Marchands, importateurs, etc. | nihil | 126.500 | 75.000 | 201.500 |
| Grands magasins | 1.203.800 | 4.106.600 | 3.195.700 | 7.302.300 |
| Sociétés foncières | 3.185.400 | 1.214.100 | 1.000.000 | 2.214.100 |
| Caoutchouc | 13.856.800 | 4.790.200 | 811.900 | 5.602.100 |
| Pétrole | 5.299.100 | 93.800 | 600.000 | 693.800 |
| Fer, acier, charbon et mécanique | 4.094.800 | 4.518.100 | 400.000 | 4.918.100 |
| Force et lumière électrique, télégraphes | 7.910.900 | 6.012.100 | 7.655.700 | 13.667.800 |
| Tramways et omnibus | 76.700 | 232.500 | nihil | 232.500 |
| Fabriques d'automobiles | 258.200 | 5.333.400 | 388.800 | 5.722.200 |
| Gaz et eau | 665.400 | 244.400 | nihil | 244.400 |
| Hôtels, théâtres, amusements | 596.600 | 75.000 | 420.000 | 495.000 |
| Exploitation de brevets | 580.000 | 75.000 | 600.000 | 675.000 |
| Docks, ports et navigation | 2.250.500 | 5.459.500 | 200.000 | 5.659.500 |
| Banques et assurances | 3.264.500 | 839.600 | 1.147.700 | 1.987.300 |
| Manufactures et divers | 42.588.900 | 19.572.300 | 16.572.400 | 36.144.700 |
| | 232.214.500 | 154.970.500 | 75.812.100 | 230.782.600 |

Il est probable que les emprunts des gouvernements et institutions publiques étrangères eussent été plus importants sans l'influence de la balance commerciale qui, devenue défavorable par suite de la grève des charbonnages, a rendu prudents les prêteurs pendant le dernier trimestre. Les Dominions et les gouvernements coloniaux ont contracté plus d'emprunts en 1925 qu'en 1926, et n'ont procédé à aucune conversion ni renouvellement. L'augmentation du poste « Fer, Acier, Charbon et Mécanique » est due à une émission de 2 1/2 millions de livres sterling pour les « Skoda Works », en Tchécoslovaquie. Les émissions pour les plantations de caoutchouc se sont ressenties du calme du marché du produit.

Le tableau qui suit donne le mouvement des capitaux pendant un certain nombre d'années :

Voir tableau page 64.

C'est le dernier trimestre de l'année écoulée qui, depuis trois ans, a permis d'enregistrer la plus grande activité financière, d'autant plus remarquable après la faiblesse du marché pendant le semestre précédent.

« Parmi les grands emprunts de l'année, écrit *The Economist*, le plus remarquable a été celui émis par la Belgique.

» Il a marqué une des dates de la stabilisation en Europe et a rencontré un énorme succès, étant souscrit plus de trente fois. »

(En millions de livres.)

| | Total | Gouvernement britannique | Gouvernements étrangers et coloniaux | Institutions publiques, britanniques, coloniales et étrangères | Chemins de fer étrangers | Mines, finances, (prospections) | Caoutchouc, pétroles | Divers |
|--|---------|-----------------------------|---|--|--------------------------------|---------------------------------------|-------------------------|--------|
| Année 1919 | 1.017.4 | 805.8 | 14.8 | 2.9 | — | 15.3 | 18.3 | 160.3 |
| » 1920 | 367.5 | 37.6 | 12.0 | 46.5 | 1.1 | 10.3 | 18.9 | 241.1 |
| » 1921 | 389.0 | 202.8 | 79.5 | 28.7 | 6 | 2.4 | 16.9 | 58.1 |
| » 1922 | 573.7 | 369.7 | 72.9 | 20.0 | 14.8 | 9.4 | 17.4 | 69.5 |
| » 1923 | 271.4 | 77.7 | 95.8 | 4.8 | 5.4 | 15.5 | 7.7 | 64.5 |
| 1924 : 1 ^{er} trimestre | 36.0 | Dr. 1.3 | 19.1 | 3.5 | — | 3.4 | 3 | 11.0 |
| 2 ^e trimestre | 69.6 | 11.8 | 22.1 | 5.6 | — | 1.4 | — | 28.7 |
| 3 ^e trimestre | 29.0 | Dr. 9 | 6.9 | 1.6 | 1.0 | 4.1 | 1.4 | 14.9 |
| 4 ^e trimestre | 74.7 | 4.1 | 42.5 | 8.1 | — | 3.8 | 6 | 15.6 |
| Total 1924 | 209.3 | 13.7 | 90.6 | 18.8 | 1.0 | 12.7 | 2.3 | 70.2 |
| 1925 : 1 ^{er} trimestre | 47.6 | 4.6 | 8 | 5.9 | 9 | 4.6 | 1.5 | 29.3 |
| 2 ^e trimestre | 64.4 | 2.2 | 13.0 | 12.4 | — | 5.1 | 2.2 | 29.5 |
| 3 ^e trimestre | 48.4 | 31.1 | 5.0 | 4 | — | 1.2 | 1.4 | 9.3 |
| 4 ^e trimestre | 71.8 | 7.7 | 11.9 | 6.6 | 2.9 | 7.1 | 14.0 | 21.6 |
| Total 1925 | 232.2 | 45.6 | 30.7 | 25.3 | 3.8 | 18.0 | 19.1 | 89.7 |
| 1926 : 1 ^{er} trimestre | 75.0 | 5.5 | 16.9 | 16.1 | 1.5 | 3.9 | 2.0 | 29.1 |
| 2 ^e trimestre | 45.7 | 2.1 | 18.7 | 10.6 | 1.7 | 4.0 | 1.3 | 7.3 |
| 3 ^e trimestre | 34.2 | Dr. 1.5 | 9.6 | 7.5 | — | 4.3 | 1.5 | 12.8 |
| 4 ^e trimestre | 75.8 | Dr. 1.4 | 9.4 | 15.0 | 5.0 | 14.7 | 1.4 | 31.7 |
| Total 1926 | 230.7 | 4.7 | 54.6 | 49.2 | 8.2 | 26.9 | 6.2 | 80.9 |

LES EMISSIONS ALLEMANDES EN 1926 (1).

Le nombre des émissions en 1926 a marqué une augmentation considérable sur les chiffres de 1925. Les entreprises ayant décidé une augmentation de capital sont, à la vérité, un peu moins nombreuses que les années précédentes, mais le montant des nouveaux capitaux a été trois fois plus élevé qu'antérieurement.

Si l'on tient compte de ce que, des R.-M. 2,07 milliards d'actions nouvelles créées en 1926, environ 1 milliard a été émis à l'occasion de fusions de sociétés, et que 0,5 milliard des 0,77 émis l'année précédente furent destinés au même but, on voit que le montant de 1 milliard de R.-M., correspondant au besoin réel de capitaux pendant l'année 1926, est quatre fois plus important que celui de l'année précédente.

Vu la hausse des cours de la Bourse, les prévisions relatives à l'émission d'actions nouvelles sont devenues plus favorables. On se base sur le fait que, tant que les anciennes actions se trouvaient cotées en dessous du pair, la plupart des sociétés se sont trouvées dans l'impossibilité d'introduire des actions nouvelles au marché officiel.

C'est en 1926 que reparurent pour la première fois sur le marché de nombreuses sociétés au capital important, dont les actions sont cotées officiellement en Bourse.

Les petites émissions, nombreuses en 1924 et 1925, et qui ne servaient le plus souvent qu'à se libérer d'autres engagements, ont peu à peu diminué.

Parmi les groupes industriels pris séparément, l'industrie métallurgique figure au premier plan, avec 945 millions de R.-M. d'actions nouvelles, dont la majorité a été émise à l'occasion de fusions (Stahlverein et Rhein-Elbe-Union). Dans l'industrie chimique, la création de 479 millions de R.-M. de nouvelles actions répond presque exclusivement à un besoin réel de capitaux; la plus grosse partie en a d'ailleurs été absorbée par l'émission monstre du groupe de la Farben Industrie. En troisième lieu, il convient de citer l'industrie des transports, avec 273 millions de R.-M. d'actions nouvelles, dont 100 millions de R.-M. se rapportent aux actions privilégiées des Chemins de fer de l'Etat. La plus grande partie des actions émises par l'industrie des constructions maritimes a été destinée à des fusions de sociétés.

L'émission d'actions de préférence à voix multiples a été peu importante au cours de l'année 1926. C'est plutôt le retrait des actions de préférence et des parts de réserve — c'est-à-dire la réduction du droit de vote de ces catégories d'actions — qui a fait des progrès.

Peu de sociétés par actions furent constituées au cours de l'année dernière. Leur nombre est inférieur d'un tiers à celui des sociétés créées en 1925, et du montant de 170 millions de R.-M., légèrement inférieur à celui de 1925 (187), la plus grande partie revient à

des sociétés par actions issues par transformation d'autres genres d'entreprises.

L'émission de valeurs à intérêt fixe a été active pendant toute l'année. Il a été mentionné par moins de 3.006,72 millions de R.-M. (précédemment 1.457,24) comme chiffre des émissions d'emprunts, dont 1.324,10 millions de R.-M. (144,57) ont été placés à l'intérieur, et 1.682,62 (1.412,67) à l'étranger. Ces chiffres ne tiennent pas compte d'émissions considérables d'obligations foncières hypothécaires et d'emprunts communaux.

Les conditions d'émission, pour les emprunteurs, se sont améliorées de mois en mois. Tandis qu'au début de l'année, pour les emprunts 7 p. c. émis à l'étranger, un paiement de 93 à 95 p. c. de la valeur des titres était de règle, on était parvenu, vers la fin de l'année, à placer à l'étranger 2 à 3 p. c. seulement en dessous du pair les emprunts 6 1/2 p. c. Les emprunts intérieurs étaient placés à des conditions un peu moins favorables.

On trouvera ci-dessous, selon le *Frankfurter Zeitung*, les statistiques relatives à chaque mois :

Voir tableau page 66.

Le tableau suivant donne les augmentations de capital et les constitutions de sociétés pour chaque catégorie d'industries en particulier :

Voir tableau page 66.

LES EMISSIONS HOLLANDAISES EN 1926.

Le marché des émissions, à Amsterdam, a été extrêmement actif au cours de l'année écoulée. Le chiffre des émissions a atteint une valeur triple de celle qu'il avait pendant les dernières années précédant la guerre. Le tableau ci-dessous, emprunté au *Telegraaf*, donne les montants des émissions depuis 1913 jusqu'à 1926 (en milliers de florins) :

Voir tableau page 67.

Il fut émis, en 1926, net 915 millions de florins, dont 460 millions de capital frais et 455 millions provenant d'emprunts de conversion. Ces chiffres peuvent difficilement nous renseigner sur la situation économique des Pays-Bas, vu la proportion considérable d'émissions étrangères qu'ils comprennent.

Les rapports entre les chiffres des différentes catégories d'émissions se sont modifiés, depuis 1913, au détriment du montant des émissions privées.

Grâce au rétablissement de leur budget, la Hollande et les Indes néerlandaises n'ont plus émis d'emprunt depuis deux ans. Les emprunts d'Etat émis à Amsterdam au cours de ces dernières années proviennent exclusivement de l'étranger, principalement de l'Allemagne, de l'Amérique du Sud (Brésil, Argentine, Pérou, Uruguay, Sao Paulo), de la Belgique, du Danemark et de la Bulgarie.

(1) Cfr. *Bulletin* n° 28, du 24 décembre 1926, p. 660.

| | Augmentation de capital | | Sociétés nouvelles | | Emission d'emprunts | |
|--|-------------------------|--------------------------------------|--------------------|--------------------------------------|---------------------|------------|
| | Nombre de sociétés | Capital nominal en millions marks-or | Nombre de sociétés | Capital nominal en millions marks-or | intérieurs | extérieurs |
| Moyenne d'un mois avant-guerre (1909-1914) | 20 | 20 | 10-20 | 10-20 | 200 | |
| 1924 | 505 | 230.12 | 1.359 | 128.52 | 176.32 | — |
| 1925 | 425 | 767.03 | 245 | 187.46 | 144.57 | 1.312.67 |
| | | | | | 1.457.24 | |
| 1925 Janvier | 76 | 80.50 | 35 | 21.35 | 49.92 | 198.10 |
| Février | 39 | 22.70 | 23 | 3.57 | 23.75 | 68.— |
| Mars | 48 | 26.86 | 21 | 4.35 | — | 21.— |
| Avril | 37 | 18.63 | 16 | 5.85 | 3.— | — |
| Mai | 38 | 36.23 | 25 | 6.30 | 10.10 | — |
| Juin | 45 | 22.19 | 30 | 22.08 | — | 53.77 |
| Juillet | 34 | 16.57 | 25 | 8.59 | 41.— | 37.— |
| Août | 24 | 14.66 | 18 | 22.71 | 12.30 | 1.20 |
| Septembre | 23 | 16.82 | 17 | 14.10 | 4.50 | 262.85 |
| Octobre | 19 | 9.56 | 15 | 60.46 | — | 120.20 |
| Novembre | 23 | 492.24(1) | 12 | 11.79 | — | 219.95 |
| Décembre | 19 | 10.07 | 8 | 6.31 | — | 330.60 |
| 1926 Janvier | 11 | 4.84 | 13 | 14.92 | 20.75 | 179.76 |
| Février | 18 | 11.61 | 17 | 8.15 | 73.60 | 124.90 |
| Mars | 20 | 22.32 | 15 | 6.10 | 98.50 | 82.50 |
| Avril | 38 | 48.61 | 8 | 6.83 | 389.85 | 108.05 |
| Mai | 42 | 831.47(2) | 10 | 3.68 | 67.45 | 144.25 |
| Juin | 45 | 122.07 | 13 | 8.46 | 99.— | 345.30 |
| Juillet | 34 | 141.18 | 15 | 3.88 | 31.15 | 80.58 |
| Août | 25 | 526.63 | 14 | 41.09 | 124.— | 33.60 |
| Septembre | 31 | 68.01 | 9 | 35.11 | 116.— | 238.20 |
| Octobre | 39 | 105.86 | 20 | 10.06 | 105.80 | 143.60 |
| Novembre | 70 | 229.56 | 15 | 28.35 | 66.— | 86.38 |
| Décembre | 29 | 62.64 | 26 | 3.91 | 132.— | 115.50 |
| | 402 | 2.074.93 | 175 | 170.54 | 1.324.10 | 1.682.62 |

(1) Dont 474,39 millions de marks-or émis à l'occasion de la fusion dans l'« Anilinkonzern ».

(2) Dont 799,94 millions de marks-or d'actions nouvelles du « Ver. Stahlwerke A. G. », qui furent en grande partie émises à l'occasion de fusions.

| | Augmentation de capital | | | | Sociétés nouvelles | | | |
|--------------------------|-------------------------|------|--------------------------------------|--------|--------------------|------|--------------------------------------|--------|
| | Nombre de sociétés | | Capital nominal en millions marks-or | | Nombre de sociétés | | Capital nominal en millions marks-or | |
| | 1926 | 1925 | 1926 | 1925 | 1926 | 1925 | 1926 | 1925 |
| Banques | 46 | 42 | 149.37 | 29.22 | 16 | 18 | 9.50 | 13.01 |
| Sociétés d'assurances | 17 | 25 | 10.36 | 24.24 | 4 | 3 | 1.43 | 4.25 |
| Métallurgie et mécanique | 73 | 65 | 79.74 | 28.51 | 30 | 30 | 58.47 | 47.53 |
| Mines et charbonnages | 17 | 10 | 945.74 | 21.18 | 9 | 5 | 46.99 | 57.36 |
| Industrie chimique | 32 | 33 | 479.31 | 527.27 | 8 | 11 | 1.96 | 1.45 |
| Gaz et électricité | 20 | 20 | 41.28 | 25.90 | 4 | 10 | 9.31 | 3.18 |
| Industrie textile | 16 | 23 | 22.99 | 13.30 | 9 | 16 | 2.82 | 3.02 |
| Alimentation | 39 | 50 | 63.40 | 17.66 | 17 | 22 | 16.67 | 20.34 |
| Poterie céramique | 13 | 17 | 21.94 | 4.31 | 4 | 8 | 6.31 | 1.35 |
| Papeteries | 11 | 15 | 3.42 | 2.04 | 4 | 10 | 0.41 | 3.60 |
| Construction | 17 | 12 | 11.38 | 7.52 | 25 | 23 | 3.44 | 4.68 |
| Transport | 20 | 19 | 273.05 | 26.91 | 13 | 22 | 5.04 | 12.35 |
| Cuir et caoutchouc | 9 | 14 | 28.73 | 2.90 | 1 | 9 | 0.05 | 2.36 |
| Divers | 72 | 80 | 44.22 | 36.07 | 31 | 58 | 9.03 | 12.70 |
| Total | 402 | 425 | 2.074.93 | 707.02 | 175 | 245 | 170.54 | 187.46 |

| | 1926 | 1925 | 1924 | 1923 | 1922 | 1921 | 1920 | 1919 | 1918 | 1917 | 1916 | 1915 | 1913 |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Emprunts d'Etat | 91.165 | 28.183 | 176.929 | 148.280 | 219.000 | 174.000 | 430.000 | 227.400 | 500.000 | 171.125 | 205.000 | 385.000 | 7.000 |
| Emprunts des provinces et communes .. | 75.046 | 69.061 | 91.811 | 61.476 | 84.162 | 117.456 | 134.794 | 128.966 | 63.239 | 52.351 | 55.237 | 50.934 | 34.858 |
| | 166.211 | 97.044 | 268.740 | 209.756 | 303.162 | 291.456 | 564.794 | 656.366 | 563.239 | 223.476 | 260.237 | 435.934 | 41.858 |
| Etablissements de banque et de crédit A | 2.443 | 310 | 2.750 | — | 3.900 | 600 | 96.048 | 167.396 | 56.038 | 51.681 | 77.182 | 8.900 | 14.705 |
| Idem | 6.670 | 18.298 | 3.930 | 1.470 | 2.965 | 975 | 2.350 | 3.158 | 5.419 | 1.683 | 4.488 | 3.000 | 4.000 |
| Banques hypothécaires | 3.773 | 5.451 | 400 | 1.943 | — | 982 | 493 | 729 | 903 | 2.722 | 2.543 | 950 | 2.300 |
| Idem | — | 2.304 | — | 1.182 | 2.483 | 1.500 | 6.389 | 2.750 | 8.084 | 3.766 | 11.355 | 3.700 | 8.250 |
| Entreprises industrielles | 18.600 | 28.718 | 14.374 | 1.735 | 4.573 | 5.789 | 78.144 | 141.927 | 54.103 | 57.228 | 38.686 | 22.319 | 18.974 |
| Idem | 58.560 | 32.081 | 3.016 | 14.272 | 24.129 | 60.549 | 40.095 | 22.442 | 4.854 | 11.139 | 21.308 | 6.850 | 4.800 |
| Associations commerciales et agricoles .. | 25.595 | 34.783 | 10.472 | 11.236 | 500 | 16.558 | 109.559 | 52.890 | 39.374 | 27.632 | 8.533 | 1.250 | 12.549 |
| Idem | 500 | 7.930 | — | — | 4.750 | 2.250 | 28.516 | 2.395 | 12.097 | 7.650 | 7.724 | 1.200 | 925 |
| Sociétés pétrolières | — | 2.296 | 86.364 | — | — | 1.582 | 114.255 | 42.764 | 32.763 | — | 18.881 | — | 4.406 |
| Idem | 52.171 | — | — | — | — | — | — | — | — | — | — | 20.000 | — |
| Sociétés de navigation | 7.800 | — | 1.100 | 400 | — | 10.530 | 52.054 | 49.029 | 41.680 | 43.657 | 3.319 | 6.660 | 3.359 |
| Idem | — | 374 | 730 | — | 9.600 | 34.584 | — | — | — | — | — | — | 3.225 |
| Sociétés de chem. de fer et de tramways . | 15.230 | — | — | 2.468 | 1.489 | 11.000 | 5.630 | 6.810 | — | 14.000 | 1.531 | — | 2.750 |
| Idem | 76.567 | 25.113 | 1.960 | 2.385 | 76.266 | 59.730 | 59.345 | 24.725 | 34.054 | — | 1.132 | 66.650 | 31.550 |
| Divers | 4.877 | 2.363 | 1.686 | 2.539 | — | 2.883 | 14.347 | 5.895 | 3.085 | 22.505 | 7.026 | 210 | 1.473 |
| Idem | 20.886 | 41.061 | 7.876 | 3.876 | 2.985 | 8.051 | 2.539 | 2.206 | 3.410 | 6.355 | 3.123 | 2.110 | 985 |
| Totaux des émissions privées | 293.672 | 201.082 | 134.658 | 43.506 | 133.640 | 217.563 | 609.764 | 525.116 | 295.864 | 250.018 | 206.831 | 143.799 | 114.251 |
| Emprunts provinciaux et communaux | 166.211 | 97.044 | 268.740 | 209.756 | 303.162 | 291.456 | 564.794 | 656.366 | 563.239 | 223.476 | 260.237 | 435.934 | 41.858 |
| Total général | 459.883 | 298.126 | 403.398 | 253.262 | 436.802 | 509.019 | 1.174.558 | 1.181.482 | 859.103 | 473.494 | 467.068 | 579.733 | 156.109 |

Le chiffre des émissions provinciales et communales tend à s'uniformiser d'année en année. Les grandes communes hollandaises qui, en 1925, n'ont émis que quelques rares emprunts ont, en 1926, effectué plusieurs émissions, notamment: Amsterdam (24 millions de florins nominal); La Haye (10,6 millions); Rotterdam (4,8 millions); Utrecht (4 millions); Gelderland (3 millions). Parmi les emprunts provinciaux et commu-

naux étrangers, il convient de citer ceux de l'Union des villes allemandes, de Leipzig, des villes de la Prusse centrale, de la province de Buenos-Aires.

L'Allemagne figure au premier plan en ce qui concerne les émissions d'entreprises étrangères.

Le tableau suivant, paru dans le *Telegraaf*, mentionne les émissions étrangères et celles de l'intérieur, en chiffres et en pour cent:

| | (En milliers de florins). | | | | |
|---|---------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 1926 | 1925 | 1924 | 1923 | 1922 |
| Emprunts d'Etats, de provinces et de communes: | | | | | |
| Intérieur | 56.059 | 52.390 | 222.949 | 207.356 | 287.162 |
| Extérieur | 110.152 | 44.654 | 45.791 | 2.400 | 16.000 |
| Total | 166.211 | 97.044 | 268.740 | 209.756 | 303.162 |
| Emissions privées: | | | | | |
| Intérieur | 120.174 | 101.828 | 131.318 | 35.100 | 133.015 |
| Extérieur | 173.498 | 99.254 | 3.340 | 8.406 | 625 |
| Total | 293.672 | 201.082 | 134.658 | 43.506 | 133.640 |
| Total général: | | | | | |
| Intérieur | 176.233 | 154.218 | 354.267 | 242.456 | 420.177 |
| Extérieur | 283.650 | 143.908 | 49.131 | 10.806 | 16.625 |
| | 459.883 | 298.126 | 403.398 | 253.262 | 436.802 |
| (En pour cent): | | | | | |
| Intérieur | 38 | 52 | 88 | 96 | 96 |
| Extérieur | 62 | 48 | 12 | 4 | 4 |

En ce qui concerne les émissions particulières, on note un accroissement du chiffre des emprunts-obligations, en particulier de ceux émis par les sociétés des pays à change déprécié.

D'après les chiffres et le caractère international du marché des émissions, on peut conclure que — au point de vue spécial des émissions — Amsterdam est devenu un des principaux centres financiers de l'Europe.

| Taux annuel pour 100 livres | 1 ^{er} semestre 1925 | 2 ^e semestre 1925 | 1 ^{er} semestre 1926 | 2 ^e semestre 1926 |
|---|-------------------------------|------------------------------|-------------------------------|------------------------------|
| Taux moyen de la Banque | 4-13-0 | 4-10-3 | 5-0-0 | 5-0-0 |
| Taux moyen des Bons du Trésor | 4-3-0 | 3-19-9 | 4-8-8 | 4-12-3 |
| Taux moyen hors banqué (beau papier à trois mois) | 4-4-0 | 4-2-0 | 4-8-0 | 4-10-3 |
| Taux moyen des dépôts en banque | 2-13-0 | 2-10-3 | 3-0-0 | 3-0-0 |
| Taux des prêts « on call » aux brokers | 2-13-0 | 2-10-3 | 3-0-0 | 3-0-0 |
| Taux moyen de l'argent à court terme | 3-9-8 | 3-9-3 | 4-1-6 | 4-1-1 |
| Taux moyen | 5-3-0 | 5-0-3 | 5-10-0 | 5-10-0 |

LES BANQUES ET LE MARCHÉ DE L'ARGENT

EN GRANDE-BRETAGNE EN 1926.

Pendant le second semestre 1926, les prêts et avances des « Clearing Banks » de Londres ont continué à s'effiler (1) malgré, ou même à cause de la dépression industrielle. Les dépôts, d'autre part, sont restés relativement stationnaires.

Le marché de l'argent est demeuré assez calme pendant l'année. Le taux officiel de l'escompte est resté stable, ce qui, par solidarité de fait, a déterminé la fixité des taux des prêts en comptes courants, de l'escompte des effets commerciaux courants et des dépôts.

On trouvera dans les deux tableaux qui suivent les mouvements du taux de l'intérêt en 1925-1926 et pendant la période 1921-1926.

(1) Cfr. Bulletin n° 23 du 18-11-26, p. 537.

Moyennes journalières du taux de l'argent.

Taux officiel.

| | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 |
|--------------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 1 ^{er} semestre | 6-16-0 | 4- 7-1 | 3- 0-0 | 4- 0-0 | 4-12-0 | 5- 0-0 |
| 2 ^e semestre | 5- 8-9 | 3- 0-7 | 3-19-7 | 4- 0-0 | 4-10-0 | 5- 0-0 |
| | 6- 2-4 | 3-13-10 | 3- 9-9 | 4- 0-0 | 4-11-0 | 5- 0-0 |

Taux hors banque (effets à trois mois):

| | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1 ^{er} semestre | 6- 2-7 | 2-19-0 | 2- 4-0 | 3- 7-6 | 4- 4-0 | 4- 9-6 |
| 2 ^e semestre | 4- 6-0 | 2- 7-0 | 3- 4-3 | 3-14-0 | 4- 0-0 | 4-11-0 |
| | 5- 4-3 | 2-13-0 | 2-14-1 | 3-10-9 | 4- 2-0 | 4-10-3 |

Taux des dépôts en banque.

| | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 |
|--------------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 1 ^{er} semestre | 4-16-0 | 2- 7-1 | 1- 0-0 | 2- 0-0 | 2-12-0 | 3- 0-0 |
| 2 ^e semestre | 3- 8-9 | 1- 0-7 | 1-19-7 | 2- 0-0 | 2-10-0 | 3- 0-0 |
| | 4- 2-4 | 1-13-10 | 1- 9-9 | 2- 0-0 | 2-11-0 | 3- 0-0 |

Prêts à court terme.

| | 1921 | 1922 | 1923 | 1924 | 1925 | 1926 |
|--------------------------------|--------|---------|--------|---------|---------|--------|
| 1 ^{er} semestre | 5- 7-2 | 2-18-0 | 1-10-1 | 2- 9-10 | 3- 9-8 | 4- 1-2 |
| 2 ^e semestre | 3-18-2 | 1-13-10 | 2- 3-4 | 2-15-0 | 3- 8-10 | 4- 1-0 |
| | 4-12-8 | 2- 5-11 | 1-16-8 | 2-12-5 | 3- 9-3 | 4- 1-1 |

Les tableaux qui suivent donnent, d'après les moyennes mensuelles des banques compensatrices de Londres, les mouvements des principaux postes, en juillet, septembre et novembre.

On se rendra compte que les dépôts, après une chute en septembre, ont remonté en novembre, contrairement à ce qui s'était produit en 1925.

Dépôts et encaisse (en milliers de livres).

| Banques | Dépôts | | | Encaisse et avoir à la Banque d'Angleterre | | | Pour cent des dépôts | | |
|-------------------------------------|-----------|-----------|-----------|---|-----------|----------|----------------------|-----------|----------|
| | Juillet | Septembre | Novembre | Juillet | Septembre | Novembre | Juillet | Septembre | Novembre |
| Bank of Liverpool and Martins | 56.770 | 55.421 | 56.716 | 5.963 | 5.778 | 5.955 | 10.5 | 10.4 | 10.5 |
| Barclays | 304.405 | 301.058 | 306.355 | 34.796 | 33.699 | 33.982 | 11.4 | 11.2 | 11.1 |
| Coutts | 17.195 | 16.347 | 16.483 | 1.453 | 1.340 | 1.411 | 8.5 | 8.2 | 8.6 |
| Glyn, Mills and Co | 25.647 | 22.779 | 23.780 | 2.599 | 2.408 | 2.485 | 10.1 | 10.6 | 10.4 |
| Lloyds | 337.436 | 333.786 | 339.972 | 39.691 | 38.476 | 38.639 | 11.8 | 11.5 | 11.4 |
| Midland | 349.986 | 349.746 | 350.046 | 50.083 | 49.468 | 49.086 | 14.3 | 14.1 | 14.0 |
| National | 37.106 | 37.007 | 37.470 | 3.709 | 3.739 | 3.845 | 10.0 | 10.1 | 10.3 |
| National Provincial | 252.397 | 248.100 | 249.481 | 27.817 | 27.391 | 27.409 | 11.2 | 11.0 | 11.0 |
| Westminster | 271.520 | 265.320 | 273.652 | 27.960 | 27.650 | 28.247 | 10.3 | 10.4 | 10.3 |
| Williams Deacon's | 31.098 | 30.568 | 31.162 | 3.723 | 3.707 | 3.784 | 12.0 | 12.1 | 12.1 |
| Totaux 1926 | 1.683.560 | 1.660.132 | 1.685.117 | 197.794 | 193.656 | 194.843 | 11.8 | 11.7 | 11.6 |
| Totaux 1925 | 1.671.324 | 1.650.577 | 1.656.324 | 197.461 | 194.897 | 191.296 | 11.8 | 11.8 | 11.6 |

Cette hausse des dépôts peut s'expliquer en partie (1) par un accroissement des avances pendant cette période, tandis qu'en 1925, on avait pu enregistrer une contraction de ces dernières. Comme d'habitude, l'encaisse a été proportionnée aux dépôts, la chute en novembre étant due vraisemblablement aux paiements des dividendes de l'emprunt de guerre, les emprunts du gouvernement étant en général ajustés de manière à provoquer un certain resserrement au moment de ces paiements, tandis que les banques sont, à ce moment-là, disposées à laisser s'affaiblir l'encaisse dans la certitude que le paiement des dividendes la renforcera.

Le tableau suivant permet de voir que, pendant le dernier semestre, les banques ont eu tendance à accroître leurs opérations « on call » et à diminuer leurs comptes.

Voir tableau I page 71.

Cette politique résulte peut-être de l'incertitude de la situation due à la grève du charbon, les banques devant prévoir un accroissement de demandes de prêts et de plus grands besoins d'argent lors de la reprise des affaires. En réalité, cette grève s'est étendue lentement, imprimant la même allure à l'industrie.

Les opérations d'escompte supérieures à celles du premier semestre 1926, mais inférieures à celles du second semestre 1926, furent probablement affectées par les mêmes considérations ainsi que par l'accroissement des opérations de prêt.

Voir tableau II page 71.

L'augmentation des avances en novembre 1926 sur le chiffre du même poste en novembre 1925, est de près de 50.000.000 de livres sterling, bien que les dépôts n'aient augmenté que de 29.000.000 de livres sterling. Les prêts ont été occasionnés par l'augmentation du prix du charbon et par l'entretien en ordre de marche des entreprises fermées par la grève. Enfin, les autorités locales britanniques confrontées par les difficultés financières naissant des secours accordés aux chômeurs, ont certainement dû augmenter leurs engagements vis-à-vis des banques.

Les bénéfices seront influencés, d'une part, par la nécessité de poursuivre une politique prudente en face d'engagements parfois discutables de leurs clients; d'autre part, par les frais occasionnés par l'installation de nombreuses agences.

(1) On constatera que cette explication donnée par le *Banker's Magazine* confirme absolument la thèse de Hartley Withers, analysée dans l'article paru dans le *Bulletin* n° 2, du 15 janvier 1927, p. 25.

| I Banques | Monnaie à vue | | | Escomptes | | |
|-------------------------------|---------------|-----------|----------|-----------|-----------|----------|
| | Juillet | Septembre | Novembre | Juillet | Septembre | Novembre |
| Bank of Liverpool and Martins | 5.397 | 3.949 | 3.860 | 2.471 | 2.412 | 2.936 |
| Barclays | 23.563 | 23.487 | 24.142 | 42.345 | 39.177 | 39.610 |
| Coutts | 2.592 | 1.639 | 1.536 | 1.287 | 1.324 | 1.124 |
| Glyn, Mills and Co | 4.865 | 3.144 | 3.436 | 1.335 | 1.014 | 1.128 |
| Lloyds | 20.135 | 20.175 | 18.115 | 50.928 | 49.100 | 52.075 |
| Midland | 18.254 | 18.620 | 19.806 | 48.323 | 46.324 | 43.928 |
| National | 4.003 | 3.755 | 4.141 | 2.568 | 2.461 | 2.478 |
| National Provincial | 17.608 | 16.350 | 16.641 | 37.713 | 34.518 | 34.689 |
| Westminster | 23.559 | 23.847 | 27.286 | 46.760 | 42.621 | 42.478 |
| Williams Deacon's | 2.682 | 2.108 | 2.796 | 1.858 | 1.763 | 1.748 |
| Totaux 1926 | 122.658 | 117.074 | 121.759 | 235.588 | 220.714 | 222.196 |
| P. c. par rapport aux dépôts | 7.3 | 7.1 | 7.2 | 14.0 | 13.3 | 13.2 |
| Totaux 1925 | 118.033 | 114.868 | 115.375 | 231.243 | 242.873 | 237.925 |
| P. c. par rapport aux dépôts | 7.1 | 7.0 | 7.0 | 13.8 | 14.7 | 14.4 |

Placements et avances.

| II BANQUES | Placements | | | Avances | | |
|-------------------------------|------------|-----------|----------|---------|-----------|----------|
| | Juillet | Septembre | Novembre | Juillet | Septembre | Novembre |
| Bank of Liverpool and Martins | 9.555 | 9.385 | 9.702 | 34.345 | 34.796 | 35.062 |
| Barclays | 53.427 | 52.651 | 56.290 | 155.822 | 158.653 | 157.712 |
| Coutts | 4.254 | 4.253 | 4.256 | 8.208 | 8.552 | 8.809 |
| Glyn, Mills and Co | 7.510 | 7.462 | 7.577 | 9.445 | 9.077 | 9.188 |
| Lloyds | 46.335 | 46.372 | 46.149 | 185.667 | 185.709 | 189.313 |
| Midland | 36.219 | 38.781 | 38.638 | 196.322 | 196.458 | 197.840 |
| National | 15.693 | 15.693 | 15.638 | 16.072 | 16.395 | 16.504 |
| National Provincial | 38.267 | 38.781 | 38.218 | 135.277 | 135.502 | 136.687 |
| Westminster | 45.829 | 45.829 | 45.948 | 129.589 | 129.010 | 132.760 |
| Williams Deacon's | 4.757 | 4.762 | 4.761 | 19.320 | 19.598 | 19.256 |
| Totaux 1926 | 261.846 | 263.605 | 267.177 | 890.067 | 893.750 | 903.131 |
| P. c. par rapport aux dépôts | 15.6 | 15.9 | 15.9 | 52.9 | 53.8 | 53.6 |
| Totaux 1925 | 276.687 | 271.330 | 277.169 | 867.730 | 850.823 | 853.352 |
| P. c. par rapport aux dépôts | 16.6 | 16.4 | 16.7 | 51.9 | 51.5 | 51.5 |

LE RENDEMENT DU PLAN DAWES.

Quatre premiers mois de la troisième annuité.

L'agent général des paiements de réparations communique l'état détaillé des recettes et des paiements pour le mois de décembre 1926, quatrième 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 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 décembre 1926 se sont élevées au total à mk-or 95.020.846,52. Celles des quatre premiers mois de la troisième annuité se montent à mk-or 369.412.974,32, 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 | 36.666.666,66 |
| b) Contribution budgétaire supplémentaire | 54.000.000,— |
| c) Impôt sur les transports | 90.000.000,— |
| d) Intérêts des obligations des chemins de fer | 135.000.000,— |
| III. — Intérêts perçus | 650.882,05 |
| | 369.412.974,32 |

Comme il restait au 31 août 1926 un solde en espèces de mk-or 93.626.074,81, il en résulte que l'agent général des paiements a disposé pendant les quatre premiers mois de la troisième annuité d'une somme globale de mk-or 463.039.049,13.

Les paiements effectués pendant les quatre mois de septembre, d'octobre, de novembre et de décembre derniers se sont élevés au total à mk-or 349.841.180,30. Il restait donc un solde en espèces au 31 décembre de mk-or 113.197.868,83.

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

I. — A ou pour le compte de :

| | |
|-------------------------------------|----------------|
| France | 149.580.295,51 |
| Empire britannique | 72.043.764,04 |
| Italie | 23.759.195,25 |
| Belgique | 17.013.828,96 |
| Etat Serbe-Croate-Slovène | 13.729.225,52 |
| Etats-Unis d'Amérique | 31.096.539,73 |
| Roumanie | 2.988.358,67 |
| Japon | 1.613.064,99 |
| Portugal | 1.571.164,— |
| Grèce | 1.092.745,63 |
| Pologne | 76.972,59 |

Total des paiements aux puissances . 314.565.154,89

II. — Pour le service de l'emprunt extérieur allemand 1924 28.288.306,63

III. — Pour les dépenses de :

| | |
|---|--------------|
| La Commission des Réparations | 1.183.786,34 |
| L'Office des Paiements de Réparations | 1.088.979,23 |
| La Haute Commission Interalliée des Territoires rhénans | 996.924,41 |
| La Commission Militaire Interalliée de Contrôle | 900.000,— |

IV. — Frais des organismes d'arbitrage 66.729,14

V. — Escompte sur les montants payés par la Deutsche Reichsbahn Gesellschaft avant la date de l'échéance 2.616.479,35

VI. — Différence de change 134.820,31

Total des paiements 349.841.180,30

Dans les mk-or 314.565.154,89 qui représentent le total des paiements faits de septembre à décembre 1926 aux puissances alliées, les frais d'occupation figurent pour mk-or 24.154.976,19, les livraisons en nature pour mk-or 170.977.964,21, les livraisons suivant accord pour mk-or 20.144.639,73, les réparations « recovery acts » pour mk-or 87.440.368,26, les paiements divers pour mk-or 448.196,25 ; enfin, les transferts en espèces interviennent pour mk-or 11.399.010,25, dont 10.951.900 mk or en devises étrangères au profit des Etats-Unis.

| Part de la Belgique | Mois de décembre 1926 (Marks-or) | 3 ^e année d'annuité. Total global au 31 décembre 1926 (Marks-or) |
|--|----------------------------------|---|
| a) Fournitures à l'armée en vertu des articles 8-12 de l'Arrangem. relatif aux Pays rhénans | — | 1.322.603,99 |
| b) Livraisons de charbon, de coke et de lignite | — | 902.933,61 |
| c) Transport de charbon, coke et de lignite | 109,10 | 433.719,54 |
| d) Livraisons de matières colorantes et de produits pharmaceutiques | 783.126,91 | 1.723.822,17 |
| e) Livraisons d'engrais chimiques et de produits azotés | 211.017,85 | 594.207,98 |
| f) Livraisons de sous-produits du charbon | 141.585,49 | 198.740,25 |
| g) Livraisons de bois | 255.932,74 | 1.208.214,24 |
| h) Livraisons diverses | 2.450.472,12 | 10.503.155,53 |
| i) Paiements divers | — | 10.947,86 |
| j) Transfert en espèces : liquidation de soldes dus pour livraisons effectuées ou services rendus par le Gouvernement allemand avant le 1 ^{er} sept. 1924 | — | 115.483,79 |
| Total pour la Belgique : Marks-or | 3.842.244,21 | 17.013.828,96 |

LE SYSTEME MONETAIRE DE L'ETAT LIBRE D'IRLANDE.

Le rapport de l' « Irish Free State Banking Commission » propose la création d'une commission monétaire qui aura le droit d'émettre des billets de deux espèces : les premiers auraient cours légal, les seconds seraient des billets de banque consolidés. Le droit d'émission

est actuellement conféré à certaines banques; il serait dorénavant accordé à toutes, mais elles devraient former une entente et les émissions se feraient par les soins de la Commission monétaire. Les banques actuellement en possession du privilège seraient indemnisées.

La nouvelle émission serait couverte par des valeurs sterling et les billets seraient convertibles au pair en sterling. Ceci permettrait à l'Irlande de ne pas avoir de réserve-or tant que la Grande-Bretagne serait elle aussi à l'étalon d'or, c'est-à-dire aussi longtemps que les valeurs de la couverture pourraient être vendues et échangées contre de l'or.

La Commission monétaire serait indépendante de tout contrôle et sa mission serait de maintenir la monnaie au pair.

Le *Financial Times* du 4 janvier 1927 écrit que la raison qui pousse l'Etat à établir une nouvelle monnaie réside dans l'espoir qu'il a de retirer un bénéfice annuel de 350.000 livres sterling de l'émission.

LES SORTIES D'OR EN GRANDE-BRETAGNE.

The Economist, du 1^{er} janvier 1927, donne le tableau suivant, relatif aux exportations d'or de Grande-Bretagne depuis le 30 avril 1925 :

| | |
|-------------------------|--------------|
| Fin 1925 | £ 11.595.000 |
| 20 janvier 1926 | 12.360.000 |
| 27 janvier 1926 | 11.838.000 |
| 24 février 1926 | 11.481.000 |
| 27 mars 1926 | 9.363.000 |
| 28 avril 1926 | 9.650.000 |
| 29 mai 1926 | 6.895.000 |
| 30 juin 1926 | 5.863.000 |
| 28 juillet 1926 | 4.061.000 |
| 25 août 1926 | 1.562.000 |
| 29 septembre 1926 | 695.000 |
| 27 octobre 1926 | 3.864.000 |
| 1 décembre 1926 | 3.700.000 |
| 29 décembre 1926 | 5.324.000 |

INFORMATIONS ÉCONOMIQUES GÉNÉRALES

LA QUESTION DES MANDATS COLONIAUX.

L'opinion allemande. — L'opinion anglaise.

Avec l'entrée de l'Allemagne, au sein de la Société des Nations, se pose le problème des mandats coloniaux que peut revendiquer cette forte nation. On trouvera ci-dessous un résumé objectif de deux thèses opposées, auxquelles la Belgique devra prêter le plus grand intérêt (1).

Dans le *Telegraaf*, du 4 janvier 1927, le D^r Bernhard

(1) Cfr. *Bulletin* n° 22, du 11 novembre 1926, p. 512.

CREDITS AMÉRICAINS

A LA GRANDE-BRETAGNE.

M. Montagu Norman s'est rendu à New-York pour y conférer avec M. Parker Gilbert. Ils y discuteront, selon le *Financial Times*, de l'ouverture de crédits-or à la France.

M. Montagu Norman s'entretiendra également avec M. Benjamin Strong, gouverneur de la « Federal Reserve Bank of New-York », au sujet des crédits-or ouverts à la Grande-Bretagne lors de la stabilisation de la livre au pair. Ces crédits n'étant plus utilisés, ne seraient pas renouvelés.

On croit, à Wall Street, que sera aussi étudiée la politique à suivre en 1927 par les banques centrales.

LA STABILISATION

DE LA MONNAIE BRÉSILIENNE.

La maison Rothschild a chargé son représentant à Rio-de-Janeiro de faire des offres au gouvernement brésilien pour l'émission à Londres de l'emprunt brésilien. Le gouvernement brésilien aurait fait sonder Wall Street. Les banquiers américains seraient disposés à négocier contre l'obtention par les Etats-Unis d'une concession de terres à caoutchouc dans l'Amazonie.

UN EMPRUNT ARGENTIN A NEW-YORK.

La province de Mendoza va émettre à New-York un emprunt de 6.500.000 dollars, 7 1/2 p. c., garanti par une nouvelle taxe de 1 1/2 peso sur chaque hectolitre de vin produit.

Le 4 1/2 p. c. 1909-or, émis en France, est déjà garanti par une taxe analogue.

Dernburg, ancien ministre du Reich, donne son avis au sujet de la question des colonies :

Le trop-plein de la population des pays d'Europe ne peut être dirigé vers les colonies — en particulier vers les régions tropicales de l'Afrique et de l'Asie — à cause des conditions climatiques de ces contrées et de la nécessité de rapports constants entre les colons et les indigènes. De plus, les Etats-Unis, le Canada et l'Australie s'opposent à l'immigration. Dès lors se pose la question : Comment procurer à la population sans

cesse croissante de l'Europe les vivres et les matières premières qui lui sont indispensables ? Et comment s'assurer, pour les produits livrés en échange, des débouchés suffisants ?

La race blanche utilise un grand nombre de produits tropicaux, dont certains pays — colonies ou Etats autonomes — détiennent le monopole. Les Etats-Unis obtiennent ces produits en échange du coton, du pétrole, du cuivre, etc. C'est ainsi qu'ils ont importé, en 1925, pour :

| | |
|-------|-------------------------------------|
| 437 | millions de dollars de caoutchouc ; |
| 108 | » » » » jute ; |
| 95 | » » » » d'étain ; |
| 445 | » » » » de soie ; |
| 364 | » » » » sucre ; |
| 286,2 | » » » » café ; |
| 80 | » » » » cacao ; |
| 31,5 | » » » » thé ; |

au total, pour plus de 1.800 millions de dollars. Comment les pays ne possédant pas suffisamment de marchandises destinées à l'échange parviendront-ils à se procurer les produits qui leur sont nécessaires, sans que les prix ne subissent de fortes hausses, alors que même l'Amérique ne parvient à ce résultat que par la mise en œuvre de moyens qui seraient réprouvés par la Société des Nations ?

Est-il équitable, se demande le Dr Dernburg, que la production de matières premières et d'articles de luxe nécessaires à l'humanité entière se trouve monopolisée entre les mains de quelques pays ? Est-il avantageux d'aggraver cette situation, en s'abstenant d'octroyer des mandats à des pays capables de devenir d'importants producteurs et consommateurs, alors que précisément, on exige de ces mêmes pays des fournitures gratuites en quantités énormes pendant une période indéterminée ? Par mandat, on est convenu d'entendre une espèce de tutelle exercée sur les indigènes, aux fins de leur permettre de devenir indépendants ; en fait, les puissances coloniales ont uniquement en vue de maintenir le rattachement des colonies à la métropole. Ils s'exposent ainsi à de sérieux mécomptes. Le Dr Dernburg craint tout particulièrement pour le sort de la France qui, dit-il, non seulement entretient des guerres pour les colonies, mais encore s'efforce d'acquérir des colonies pour mieux être en état de faire la guerre.

Dans l'intérêt général, il faut que les colonies restent la propriété des indigènes et soient amenées, dans l'intérêt de ceux-ci, à produire le plus possible de matières qui, grâce au libre-échange, seraient vendues aux pays pauvres en matières premières à des prix grevés uniquement des frais d'administration de la colonie d'origine.

Ceci est, d'ailleurs, le programme arrêté par la Conférence de Berlin de 1884, relative au Bassin du Congo, à l'Afrique tropicale. Ce programme comportait également la prohibition de l'esclavage, de l'alcool et du commerce des armes, et indiquait la possibilité de

maintenir la neutralité des colonies en cas de guerre — ce que l'Angleterre, en 1914, empêcha de réaliser.

Interviewé par un correspondant de l'organe nationaliste allemand *Lokal-Anzeiger*, M. Amery, ministre anglais des Colonies, a exprimé l'opinion suivante, qui diffère totalement du point de vue allemand :

L'Allemagne n'a pas besoin de ses colonies pour pouvoir rétablir sa situation : les matériaux de guerre importés par l'Allemagne de ses colonies et son exportation aux colonies avant-guerre étaient insignifiants. En outre, la possession de colonies n'est pas le facteur décisif de la puissance d'une nation ; on peut s'en convaincre en comparant le Portugal et l'ancienne Autriche-Hongrie.

Evidemment, l'Allemagne a droit, au point de vue industriel, à une participation dans les colonies ; celle-ci ne sera obtenue que par des accords internationaux, qui se réaliseront sous peu. Actuellement, les colonies anglaises sont ouvertes au commerce de l'Allemagne comme à ses émigrants et bientôt seront conclus des accords industriels franco-allemands, accordant aux Français et aux Allemands les mêmes droits dans les colonies françaises.

L'Allemagne est libre de se procurer des colonies là où elle en trouve le moyen. Elle possède aussi le droit de se faire décerner des mandats ; mais la Société des Nations n'est pas autorisée à effectuer une nouvelle distribution des mandats existants, l'Allemagne ayant fait abandon de l'administration de ses colonies avant même que ces mandats ne fussent distribués.

Quant à la question du retour des colonies à l'Allemagne, le ministre estime qu'il est inutile de revenir sur le passé, et qu'il vaut mieux s'attacher à préparer l'avenir, en facilitant la réalisation d'une entente entre les différents pays d'Europe.

Le *Lokal-Anzeiger*, peu satisfait de cette conclusion, prétend que tout rapprochement entre les nations européennes est irréalisable tant que les revendications de l'Allemagne au sujet des colonies ne sont pas examinées avec plus de bienveillance.

M. Amery entrevoit la possibilité des Etats-Unis d'Europe, avec le maintien des frontières et des gouvernements distincts. Les peuples, au lieu de se combattre, resteraient unis — ainsi que le font les différentes parties de l'Etat britannique et des Dominions. Ce but est atteint, en grande partie, par l'établissement de tarifs d'importation et autres accords.

L'IMMIGRATION AUX ETATS-UNIS.

Le président Coolidge a soumis au Sénat un rapport du Ministère du Commerce relatif à la réduction de 11.126 unités du nombre des immigrants à admettre annuellement aux Etats-Unis, à partir du 1^{er} janvier.

Voici quels sont les changements apportés :

| Pays | Anciens chiffres | Chiffres proposés |
|--|------------------|-------------------|
| Etat libre d'Irlande | 28.567 | 13.862 |
| Grande-Bretagne et Irlande du Nord | 34.007 | 73.039 |
| Allemagne | 51.277 | 23.428 |
| Italie | 6.091 | 3.845 |
| Pologne | 5.982 | 4.978 |
| Suède | 3.258 | 9.561 |
| Norvège | 2.267 | 6.455 |
| Danemark | 1.044 | 2.789 |
| Autriche | 785 | 1.468 |
| Tchécoslovaquie | 3.073 | 2.248 |
| France | 3.957 | 3.837 |
| Pays-Bas | 1.648 | 2.421 |
| Suisse | 2.081 | 1.198 |
| Yougoslavie | 671 | 777 |

LE CARTEL EUROPEEN DE L'ACIER.

La Suède, la Pologne et la Grande-Bretagne étudient en ce moment la question de leur adhésion au cartel de l'acier.

Les Anglais demanderaient un quantum de 10 à 12 millions de tonnes, alors que les experts allemands considèrent que l'on ne pourrait attribuer annuellement plus de 9.000.000 de tonnes à l'industrie britannique.

L'EVOLUTION INDUSTRIELLE DANS LA RUHR.

De nouveaux fours à coke sont en construction, tandis que les plus anciens sont démolis. Les principaux établissements occupés à ces modifications sont

le groupe Rheinstahl (Vereinigte Stahlwerke), les Gutehoffnungshutte, le groupe Dorstfeld et MM. Krupp.

LE MONOPOLE ITALIEN DES TABACS.

Le Cabinet italien a approuvé le 3 janvier la constitution d'une société italienne des tabacs « Azienda Tabacchi Italiani », qui s'occupera de la culture, de la manufacture et de la vente du tabac en Italie, au lieu et place du monopole d'Etat.

Le capital de la nouvelle société sera fourni par le Trésor italien, le Banco di Napoli et le Banco di Sicilia, les anciens instituts d'émission.

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

| Date de publication | Nombre de | |
|----------------------|-----------|-----------------------|
| | faillites | concordats homologués |
| 7 janvier 1927 | 6 | 6 |

La chronique du Marché des titres sera publiée dans le Bulletin n° 4.

BOURSE DE BRUXELLES.

Marché des changes.

Les séances ont été plus animées que précédemment, par suite, en premier chef, d'une activité plus grande du marché des valeurs internationales. Celui-ci a acquis une certaine quantité de papier à Londres et à Amsterdam, soit pour mettre à profit des disparités de cours, soit pour ravitailler une clientèle qui reprend en portefeuille une partie des valeurs « à change » réalisées dans une large mesure pendant le dernier trimestre de l'année. Les couvertures de change que ces arbitrages nécessitent ont été en partie compensées par les achats de titres belges effectués par les places étrangères. Celles-ci recherchent à nouveau plus particulièrement les fonds d'Etat et, depuis le début de la semaine, les actions de la Société Nationale des Chemins de fer belges.

A ces opérations sont venues s'ajouter celles réalisées par divers établissements financiers pour placer temporairement à l'étranger une partie de leurs dispo-

nibilités. Celles-ci restent considérables; il faut, par conséquent, s'attendre à voir ces placements se renouveler pendant un certain temps encore.

Le dollar s'est, de ce fait, maintenu à 7.1919. Le sterling est revenu de 34,90 à 34,91 à la suite de son avance de 485 1/4 à 485 3/8 à New-York. L'Espagne, la Suisse et l'Italie ont subi le contre-coup des oscillations enregistrées à la cote de Londres.

Sur ce marché, la première devise s'est améliorée jusqu'à 29,90; mais, depuis quarante-huit heures, elle a fléchi de 0,30 environ. La Suisse, qui avait oscillé pendant de nombreuses semaines entre 25,10 et 25,13, est sur le point d'atteindre 25,20. L'Italie a été brusquement ramenée de 115 à 112 1/2; ensuite, après un retour à 113 1/2 pendant vingt-quatre heures; elle s'est fixée à 112 1/4.

A Paris, la livre a été tenue autour de 122 pendant plusieurs jours; hier, sans raison apparente, elle s'est inscrite à 122,25.

Le 20 janvier 1927.

STATISTIQUES

Banque Nationale de Belgique

Principaux postes des situations hebdomadaires (En milliers de francs)

| ACTIF | 1913 | 1926 | 1927 | |
|--|------------------|------------------|-------------------|-------------------|
| | 30 décembre | 14 janvier | 6 janvier | 13 janvier |
| Encaisse : | | | | |
| Or | 249.026 | 273.863 | 3.101.232 | 3.101.232 |
| Traites et disponibilités « or » sur l'étranger | 170.328 | 30.223 | 2.344.631 | 2.272.214 |
| Argent, billon et divers. | 57.351 | 91.070 | — | — |
| Portefeuille effets s/ la Belgique et s/ l'étranger | 603.712 | 1.110.255 | 2.575.655 | 2.524.796 |
| Avances sur fonds publics | 57.901 | 711.390 | 180.570 | 160.921 |
| 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 | 7.608.911 | 9.100.075 | 9.136.783 |
| Comptes Courants particuliers | 88.333 | 487.086 | 1.086.873 | 977.203 |
| Compte Courant du Trésor | 14.541 | 1.874 | 70.843 | 3.592 |
| TOTAL des engagements à vue | 1.152.636 | 8.097.871 | 10.257.791 | 10.117.578 |
| Quotité % de l'encaisse par rapport aux engage- ments à vue | 41,36 % | 4,88 % | 53,09 % | 53,11 % |
| Taux d'escompte des traites acceptées | 5,— % | 7,— % | 7,— % | 6,50 % |
| Taux des prêts s/ fonds publics | 5,— % | 7,50 % | 8,— % | 8,— % |

Cours des changes à Bruxelles.

| DATE 1927 | LONDRES £ = 35 belgas | PARIS 100 fr. = 138,77 b. | NEW-YORK câble \$ = 7,19193 b. | AMSTERDAM 100 fl. = 289,086 b. | GENÈVE 100 fr. = 138,77 b. | MADRID 100 P. = 138,77 b. | ITALIE 100 lires = 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. | Budapest 100 pengö = 125,79 belgas |
|-----------|--------------------------|------------------------------|--------------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------|------------------------------|---------------------------------|-----------------------------------|------------------------------|------------------------------------|---------------------------------|-----------------------------|-------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|---------------------------------------|
| 13-1 | 34,9025 | 28,56 | 7,1919 | 287,60 | 138,6125 | 115,225 | 31,25 | 192,20 | 184,575 | 191,55 | 21,31 | 7,177 | 170,475 | 101,375 | 80 | 125,85 |
| 14-1 | 34,9075 | 28,5825 | 7,1919 | 287,575 | 138,6625 | 114,85 | 31,55 | 192,15 | 184,50 | 191,70 | 21,3125 | 7,177 | 170,6375 | 101,30 | 79,90 | 125,85 |
| 17-1 | 34,9075 | 28,61 | 7,1919 | 287,60 | 138,55 | 116,725 | 30,875 | 192,125 | 184,475 | 191,725 | 21,3125 | 7,1785 | 170,60 | 101,3125 | 80 | 125,30 |
| 18-1 | 34,91 | 28,6175 | 7,1919 | 287,6625 | 138,575 | 116,50 | 30,8875 | 192,10 | 184 | 191,6625 | 21,32 | 7,1795 | 170,60 | 101,325 | 79,90 | 125,50 |
| 19-1 | 34,91 | 28,555 | 7,1919 | 287,6 | 138,545 | 115,825 | 31,225 | 192,125 | 183,525 | 191,70 | 21,1175 | 7,1785 | 170,55 | 101,25 | 80 | 125,50 |

Taux de l'escompte à Bruxelles.

| DATES | Taux officiel d'escompte P. c. | Taux « hors banque » | | Taux « on call » | | Report (R) ou déport (D) | |
|-----------------|--------------------------------|----------------------|------------------|------------------|---------|--------------------------|------------------------|
| | | Papier commercial | Papier financier | En compensation | Marché | En £ pour 3 mois | En fr. fr. pour 3 mois |
| | | | | | | | |
| 10 janvier 1927 | 7,— | 3,75 | 4,— | 1,— | | D 0,2375 | D 3,80 |
| 11 — | 7,— | 3,75 | 4,— | 1,— | | D 0,2375 | D 3,95 |
| 12 — | 7,— | 3,75 | 4,— | 1,— | | D 0,2375 | D 3,60 |
| 13 — | 6,50 | 3,75 | 4,— | 1,— | | D 0,2375 | D 3,55 |
| 14 — | 6,50 | 3,75 | 4,— | 1,— | | D 0,2125 | D 3,50 |
| 17 — | 6,50 | 3,75 | 4,— | 1,— | 2 | D 0,2375 | D 3,40 |
| 18 — | 6,50 | 3,75 | 4,— | 1,— | 2 1/2 % | D 0,275 | D 3,— |
| 19 — | 6,50 | 3,75 | 4,— | 1,— | 2 % | D 0,325 | D 3,05 |

Taux des dépôts en banque.

| BANQUES | Compte à vue | Compte quinzaine | Préavis de 15 jours | Compte de dépôt à : | | | | | | |
|--------------------------|--------------|------------------|---------------------|---------------------|--------|--------|---------|-------|-------|-------|
| | | | | 1 mois | 3 mois | 6 mois | 12 mois | 2 ans | 3 ans | 5 ans |
| | | | | | | | | | | |
| Société Générale..... | 3,— | 4,50 | — | 4,75 | 5,— | 5,— | — | — | — | — |
| Banque de Bruxelles .. | 3,— | 4,50 | 4,50 | 4,75 | 5,— | 5,— | — | — | — | — |
| Caisse de Reports | 3,— | 4,70 | — | — | — | 5,— | 5,50 | 5,50 | — | — |
| Soc. Nat. Cr. Industrie. | 3,— | — | — | 5,— | 5,50 | 5,75 | 6,— | 6,— | 6,— | 6,— |
| Caisse d'Epargne | 4 (1) | — | — | — | — | — | — | — | — | — |

Taux effectif de quelques émissions d'emprunts à long terme.

Fours à Coke « Semet-Solvay et Piette ». — Emission le 17 janvier, de 6 millions de belgas en obligations 6 1/2 p. c. de 1.000, 2.000 et 5.000 belgas, au taux de 98 1/2 p. c. Tirage au sort au pair en vingt-cinq ans, à partir de 1932, avec faculté de rachat anticipatif à 105 p. c. Taux réel : 6 2/3 p. c.

(1) 4 p. c. jusque 20,000 francs, 3 p. c. pour le surplus

Banque d'Angleterre

(En milliers de £)

| | 1913 | 1926 | 1927 | |
|--|-------------|------------|-----------|------------|
| | 27 décembre | 14 janvier | 6 janvier | 13 janvier |
| ACTIF | | | | |
| Encaisse métallique | | | | |
| (Issue Department et Banking D ^e) | 33.098 | 144.252 | 151.381 | 151.489 |
| Placements du « Banking Depart. » | | | | |
| (Effets, prêts s/ titres et fonds publics) | 47.129 | 124.590 | 139.301 | 111.824 |
| dont } valeurs garanties par l'Etat | 11.199 | 44.583 | 36.098 | 34.768 |
| } autres valeurs | 35.930 | 80.007 | 103.203 | 77.056 |
| PASSIF | | | | |
| Billets en circulation | 29.361 | 141.908 | 139.804 | 138.084 |
| Comptes Courants : | | | | |
| du Trésor (Trésor, Caisse d'Epargne et Caisse d'amortissements) | 9.421 | 13.804 | 11.527 | 15.372 |
| de Particuliers | 42.091 | 114.853 | 141.060 | 111.542 |
| 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 % | 17,1 % | 20,5 % | 26,1 % |
| Taux d'escompte officiel | 5,— % | 5,— % | 5,— % | 5,— % |

Banque de France

(En milliers de francs)

| | 1913 | 1926 | 1927 | |
|--|-------------|------------|------------|------------|
| | 26 décembre | 14 janvier | 6 janvier | 13 janvier |
| ACTIF | | | | |
| Encaisse métallique | 4.157.455 | 5.870.484 | 5.889.544 | 5.889.676 |
| Or, argent et devises achetés (loi du 7 août 1926) | — | — | 1.557.520 | 1.581.817 |
| Disponibilités et avoir à l'étranger | — | 570.540 | 84.336(*) | 85.828(*) |
| Portefeuille | 1.526.383 | 3.289.572 | 5.166.430 | 3.584.941 |
| Avances s/ titres, monnaies et lingots | 772.403 | 2.527.709 | 2.071.151 | 2.135.682 |
| Avances à l'Etat | 205.398 | 35.050.000 | 35.200.000 | 34.750.000 |
| Bons du Trésor français escomptés pour avances de l'Etat à des Gouvernements étrangers | — | 5.223.000 | 5.581.000 | 5.591.000 |
| Comptes courants postaux | — | — | 374.955 | 535.102 |
| PASSIF | | | | |
| Billets en circulation | 5.713.551 | 51.327.864 | 54.305.368 | 53.515.489 |
| Comptes Courants du Trésor et des Particuliers | 978.684 | 3.192.901 | 5.681.096 | 5.608.997 |
| Quotité % de l'encaisse métallique par rapport aux engagements à vue | 62,12 % | 10,77 % | 9,82 % | 9,96 % |
| Taux d'escompte officiel | 4,— % | 6,— % | 6,50 % | 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 | 1926 | 1926 | 1927 |
|--|-------------|-----------|-------------|-----------|
| | 31 décembre | 7 janvier | 31 décembre | 7 janvier |
| ACTIF | | | | |
| Encaisse métallique | 1.446.803 | 1.275.469 | 1.917.374 | 1.934.656 |
| Dévises étrangères admises dans la couverture des billets | — | 402.701 | 519.168 | 513.269 |
| Billets d'autres banques | 12.765 | 19.856 | 4.295 | 12.634 |
| Portefeuille effets | 1.490.749 | 1.737.674 | 1.828.587 | 1.694.396 |
| Avances s/ nantissement | 94.473 | 3.187 | 84.078 | 23.776 |
| PASSIF | | | | |
| Billets en circulation | 2.593.445 | 2.732.109 | 3.735.526 | 3.436.803 |
| Divers engagements à vue | 793.120 | 873.717 | 648.047 | 842.772 |
| Quotité % de l'encaisse métallique par rapport au total des engagements à vue | 42,72 % | 35,37 % | 43,74 % | 45,21 % |
| Taux d'escompte officiel | 5,— % | 9,— % | 6,— % | 5,— % |

Nederlandsche Bank

(En milliers de florins P. B.)

| | 1913 | 1926 | 1927 | |
|---|-------------|------------|-----------|------------|
| | 27 décembre | 11 janvier | 3 janvier | 10 janvier |
| ACTIF | | | | |
| Encaisse métallique | 160.506 | 164.474 | 140.917 | 142.484 |
| Portefeuille effets : | | | | |
| » s/ la Hollande | 67.504 | 93.777 | 83.189 | 81.795 |
| » s/ l'Etranger | 14.300 | 247.414 | 187.177 | 194.945 |
| Avances s/ nantissement | 86.026 | 127.173 | 151.805 | 131.209 |
| Compte du Trésor (débitéur) | 9.235 | — | — | — |
| PASSIF | | | | |
| Billets en circulation | 312.695 | 384.296 | 365.706 | 331.090 |
| Comptes courants : | | | | |
| de particuliers | 4.333 | 48.183 | 29.639 | 38.175 |
| du Trésor (créditeur) | — | 1.441 | 1.447 | 7.810 |
| Assignations de banque | 1.522 | 337 | 2.062 | 306 |
| Quotité % de l'encaisse métallique par rapport aux engagements à vue | 50,39 % | 49,72 % | 49,05 % | 50,43 % |
| Taux d'escompte officiel | 5,— % | 3,1/2 % | 3,1/2 % | 3,1/2 % |