

CONFIDENTIEL

SOMMAIRE : Le redressement des bilans de Sociétés. — Les émissions de capitaux en Belgique. — Le commerce extérieur de l'Union économique Belgo-Luxembourgeoise. — La situation financière de l'Argentine. — La résurrection économique et la situation bancaire de la Hongrie. — Informations financières. — Informations économiques générales. — Statistiques.

LE REDRESSEMENT DES BILANS DES SOCIÉTÉS

Nécessité d'une réforme et méthodes de réévaluation.

Les fluctuations de la valeur de notre monnaie nationale depuis 1914 ont, entre autres résultats, fait des bilans de nos sociétés un mélange d'éléments fort divers, de francs-or et de francs-papier de valeur très inégale; tous sont indistinctement additionnés sans égard à ce qu'ils représentent réellement comme immobilisations ou comme stocks en possession de la société. De plus, les calculs basés sur une monnaie stable ont encore été faussés, d'une part, par les réadaptations partielles des postes du bilan à la situation nouvelle; d'autre part, par les répercussions économiques nombreuses de l'instabilité monétaire.

Aussi, à l'heure où l'introduction d'une monnaie stable permet à nouveau d'établir des écritures correspondant à la réalité des choses, un redressement de toutes ces évaluations erronées est-il souhaitable et même nécessaire à plusieurs points de vue.

Tout d'abord, en ce qui concerne le présent: il est hautement utile que les associés eux-mêmes et les tiers, qui ne peuvent se rendre compte de la situation d'une société que par ses bilans, puissent se faire une idée exacte de ce que vaut l'entreprise après tous les bouleversements que nous venons de traverser; c'est de cette situation nouvelle qu'il faut partir pour déterminer la politique à suivre pendant les années futures; partir de la base ancienne non rectifiée serait s'exposer à de sérieux mécomptes; c'est le bilan nouveau qui indiquera les faiblesses de l'entreprise et les moyens d'y remédier.

L'établissement de bilans sincères a cependant une portée économique encore plus grande. Pour toutes les immobilisations, un amortissement suffisant est indispensable pour maintenir l'intégrité de l'actif social; les récents événements ont démontré qu'il ne suffisait

point d'amortir le prix de revient nominal pour atteindre ce but, mais qu'il faut, en réalité, amortir le prix de remplacement; toutefois, dans la pratique, il importe de pouvoir faire des amortissements réguliers et, au moment où l'on met en réserve les sommes consacrées annuellement aux amortissements, il est impossible de déterminer quel sera le prix de remplacement au moment, peut-être éloigné, où il faudra procéder à celui-ci.

L'amortissement ne peut donc, en pratique, se faire que par rapport au prix de revient, quitte à apporter à celui-ci les rectifications nécessaires à la suite de mouvements de prix qui paraissent définitifs. C'est cette rectification qui s'impose actuellement: évaluer l'actif à sa valeur au cours du jour et établir ensuite un programme d'amortissement basé sur les valeurs nouvelles.

La déperdition de l'actif social n'a pas lieu seulement par des amortissements insuffisants, mais aussi par la distribution de bénéfices fictifs. Il est, en effet, impossible de distinguer dans la situation actuelle les bénéfices propres de l'exploitation des bénéfices accidentels de la plus-value de certains éléments d'actif; nombre de ces derniers ont pu être distribués dans les entreprises peu prévoyantes; en ce qui concerne la disparition des stocks de cette façon, pour autant qu'ils n'aient pas été reconstitués au moyen des bénéfices, nous nous trouvons évidemment devant un fait accompli; quant aux immobilisations, qui peuvent encore faire l'objet de réalisations à l'avenir, il importe d'empêcher les sociétés d'en considérer les plus-values comme des bénéfices distribuables. Dans ce but, aussi, une réévaluation générale est nécessaire, en vue de faire incorporer toutes ces plus-values au fonds

social et d'en interdire la distribution sous forme de bénéfices.

L'établissement de bilans sincères, après avoir arrêté les pertes de substance des entreprises, contribuera encore à leur développement futur, en consolidant leur crédit. Jamais, en effet, le monde n'a travaillé autant au moyen de l'argent d'autrui que de nos jours et cette tendance ne peut que croître avec un développement toujours plus intense du machinisme et de la grande entreprise, avec le développement des ressources de la masse des petits épargnants. Or, le crédit national aussi bien qu'international, ne peut se développer et trouver son emploi le plus utile que s'il a les moyens de contrôler la valeur réelle et la solidité des entreprises qu'il soutient; la première condition n'est-elle pas l'établissement d'un bilan sincère, tel que le prescrit la loi sur les sociétés, d'un bilan établi sur les réalités économiques et faisant abstraction de toutes les fictions juridiques?

Au point de vue national, enfin, il est utile que les Belges puissent se rendre compte exactement de la situation économique dans laquelle se trouve le pays après quatre ans et demi de guerre et sept années de redressement, et connaître le capital national à leur disposition.

Mais que comporte le bilan sincère, communément appelé bilan-or? Une évaluation sincère et spécialement exacte de tous les éléments qui composent un bilan ordinaire, à la valeur du jour où le bilan est établi. Etant donné les bouleversements économiques que nous avons traversés, cette opération entraîne l'abandon de certaines règles comptables généralement admises comme étant de saine pratique, pour adopter des méthodes plus libres et plus conformes aux réalités économiques du moment. Parmi ces règles de comptabilité, qui faussent nos bilans sous un régime de dépréciation monétaire, mentionnons entre autres:

1° L'inscription de toutes les immobilisations au plus haut à leur prix de revient;

2° L'amortissement régulier de ces immobilisations sur la seule base des prix de revient, sans tenir compte de la valeur de remplacement;

3° La comptabilisation de toutes marchandises au prix d'achat ou de revient, sans souci de la valeur de remplacement;

4° L'imputation au compte bénéfices des plus-values nominales réalisées sur tous objets cédés et leur distribution à ce titre;

5° Le maintien de la fixité du capital social et l'augmentation lente et soi-disant normale des réserves.

Mais, après avoir déblayé le terrain des règles anciennes, nous devons nous attacher, œuvre plus difficile, à déterminer comment il faudra procéder aux nouvelles évaluations: plusieurs questions de principe sont, en effet, à examiner.

La Yougoslavie a pris, en septembre de cette année, des mesures curieuses, que justifie d'ailleurs sa situation économique et monétaire: comme une revalorisation partielle du dinar n'est pas hors de vue, une

évaluation sincère aujourd'hui pourrait amener demain une surévaluation d'actifs, inconvénient bien plus grave que la sous-évaluation actuelle; c'est pourquoi pour rétablir dans une certaine mesure des bilans actuellement sans signification, la loi permet une réévaluation des immobilisations faites avant 1918 sans que le montant réévalué puisse dépasser le quintuple de la somme primitivement inscrite au bilan en ancienne Serbie. Comme le dinar-or vaut aujourd'hui 11 dinars-papier, les nouvelles évaluations resteront au vœu de la loi, forcément en dessous de la réalité. L'exposé de ce système suffit pour démontrer son insuffisance dans un pays qui désire entreprendre une réforme définitive: il n'aboutit pas à un recensement des richesses productives du pays et n'empêche pas la déperdition du capital social par insuffisance d'amortissement ou par distribution de bénéfices fictifs.

La réforme des bilans en Tchécoslovaquie se distingue nettement des méthodes autrichienne et allemande à un autre point de vue, que nous avons à considérer avec plus d'attention. La réévaluation sincère en dehors des méthodes ordinaires, qui sont inscrites dans la loi, comme en Autriche, ne porte pas sur tous les postes du bilan, mais uniquement sur ceux qui sont le plus faussés par l'inflation: l'art. 1^{er} du projet de loi restreint la nouvelle évaluation « aux avoirs employés d'une façon continue dans l'entreprise (fonds de terre, bâtiments, machines, institutions, etc.) ». Tous les autres postes, actifs ou passifs du bilan, restent soumis aux règles ordinaires et forment, avec les postes réévalués, le bilan-or qui sert à la détermination des fonds propres et, par voie de conséquence, du capital et des réserves.

Comment se justifie ce système qui additionne, puis soustrait des éléments apparemment dissemblables et se sert de ce résultat pour déterminer une chose aussi importante que le capital d'une société?

En réalité, c'est une question de circonstances: la Tchécoslovaquie a subi très tôt la dépréciation de sa monnaie et a poursuivi dès 1920 et 1921, une politique de stabilisation; sa monnaie est presque stable depuis des années et ses prix se sont adaptés depuis longtemps à un niveau d'équilibre avec les prix extérieurs. Dans ces circonstances, le travail de réévaluation de choses qui ne sont pas employées de façon durable ne peut apporter que des correctifs peu importants et dont l'utilité et l'opportunité peuvent être discutées. Il en serait autrement chez nous, car quoique la stabilisation du franc soit faite, l'adaptation des prix nécessitera encore un long laps de temps; or, la réévaluation partielle ne se justifie que lorsque les prix se sont adaptés au niveau d'équilibre depuis un temps suffisant pour faire passer la plus grosse partie des stocks de matières premières des mains du premier fabricant aux mains du consommateur. Une réévaluation complète des stocks est nécessaire lorsque les prix de revient de ceux-ci diffèrent, pour des raisons d'ordre monétaire, des prix de remplacement pratiqués au mo-

ment de la confection du bilan-or; ces derniers seuls permettent de calculer la situation réelle de l'entreprise.

Des raisons d'ordre juridique se joignent à ces raisons d'ordre économique pour repousser l'adoption de pareil système en Belgique: notre loi commerciale ne consacre aucune règle comptable pour la confection de bilans; elle exige, au contraire, la sincérité des évaluations en tous temps. Ecarter d'une évaluation nouvelle certains postes du bilan serait rejeter implicitement les exigences de notre droit commun pour adopter une solution économiquement peu désirable, qui fausserait nos bilans-or.

De quelle façon faut-il évaluer les divers postes du bilan? La valeur d'un objet ne peut se déterminer d'une façon rigide par des règles fixes, et l'élément d'appréciation devient fort important lorsque l'évaluation porte sur de grandes installations; il diffère, d'ailleurs, d'après le point de vue auquel on se place.

Faisons l'examen des différentes méthodes applicables.

La première question qui se pose est: Sur quels éléments doit porter la réévaluation? Faut-il envisager chaque objet en particulier, chaque bâtiment, chaque machine, chaque outil, ou évaluer l'entreprise en bloc, ou tout au moins réunir pour l'évaluation, les différentes parties indépendantes d'une même entreprise?

Chacune de ces méthodes a ses propres inconvénients et ses difficultés. L'évaluation de chaque objet particulier est une opération très longue et compliquée, mais il semble qu'elle supprime, dans beaucoup de cas, les aléas d'une appréciation personnelle souvent intéressée et les erreurs d'appréciation, qui se compensent par leur nombre. Cette méthode correspond aussi à celle qui a généralement servi à constituer le bilan primitif: les valeurs inscrites à l'actif sont le prix des installations, c'est-à-dire la somme des prix des divers objets ayant servi à constituer l'entreprise, augmenté du prix de leur aménagement. La plus grosse objection à cette manière de procéder est la difficulté de tenir compte de la perte de valeur de chaque objet du chef d'usure et d'établir sur cette base un calcul sérieux des amortissements.

Dans des entreprises un peu importantes, l'évaluation des objets en particulier présentera des difficultés insurmontables; la méthode qui donnera les résultats les plus précis consistera le plus souvent dans une évaluation globale des différentes parties de l'entreprise, telles que terrain, construction, outillage industriel, installations commerciales, etc... suivant les circonstances particulières. Lorsque les entreprises sont assez anciennes, les postes du bilan n'indiquent d'ailleurs plus le total des prix de revient individuels de tout ce qui compose l'entreprise: trop de transformations et de remplacements sont intervenus, toutes opérations généralement passées par frais généraux ou comptabilisées au bilan suivant les méthodes spéciales à chaque cas: de plus, les amortissements sont calculés sur des catégories entières d'objets et il est impossible de les

répartir sur chacun. Il faut donc faire une évaluation globale qui peut tenir compte à la fois de l'état d'usure moyenne et des plus ou moins-values que donnent à l'entreprise le bon ou le mauvais agencement, l'adaptation ou le manque d'adaptation de ses diverses parties.

Ceci nous amène à un second aspect de la question des évaluations. Un objet, voire une universalité d'objets, a une valeur marchande, valeur de liquidation, à laquelle une société peut espérer le vendre; mais il n'est point besoin d'insister sur le fait que les liquidations de grandes entreprises ne peuvent se faire le plus souvent qu'à des conditions bien mauvaises et que les installations en ordre de marche ont pour l'industriel une valeur bien plus grande que la valeur de liquidation: c'est la valeur d'usage, la valeur subjective de l'objet pour celui qui s'en sert. C'est cette seconde valeur seule qui est conforme aux réalités économiques et doit par conséquent être inscrite au bilan-or. En effet, celui-ci n'est pas un bilan de liquidation (en règle générale), mais un recensement d'une entreprise en marche; c'est la valeur des objets qui la composent, en tant que partie constitutive de l'entreprise et à raison de la valeur qu'ils ont pour elle, qui doit figurer au bilan. Ce n'est pas à dire qu'il faille tenir compte de la valeur spéciale que chacun attache aux objets qu'il possède, pour des motifs d'ordre personnel; mais il faut déterminer la valeur réelle, l'utilité des choses, non pour le premier venu, mais pour le propriétaire.

L'évaluation de l'actif à sa valeur d'usage n'est pas seulement une évaluation sincère; elle est encore conforme à une saine pratique comptable basée sur le principe d'amortissements réguliers. Un objet tout neuf a, pour la société qui l'achète ou le construit, une valeur d'usage au moins égale à la valeur d'achat ou de vente, car sinon elle ne l'aurait jamais acquis; il peut même avoir une valeur d'usage plus grande, mais cet élément d'appréciation subjectif ne peut être comptabilisé régulièrement. Toutefois, à la valeur de l'objet, s'ajoute le coût de son installation, qui peut être comptabilisé dans la valeur d'usage parce que ces travaux ont une utilité, malgré qu'ils n'aient plus aucune valeur marchande dès qu'ils sont réalisés. De plus, il est un fait d'observation courante que tous les objets usagés perdent vite presque toute valeur marchande, alors qu'ils gardent encore pendant longtemps leur utilité. La pratique de l'amortissement consiste à répartir le paiement d'un moyen de production sur toute la période de son utilité. Pour ne pas interrompre le calcul régulier des amortissements, nous devons supposer que chaque objet vaut son prix à l'état neuf, diminué du pourcentage d'amortissement nécessaire, c'est-à-dire en réalité sa valeur d'usage: grâce à ce système, nous pourrions faire un examen critique des amortissements antérieurs et établir le programme des amortissements à venir: ceux-ci ne doivent pas se baser sur la valeur marchande d'un objet usagé, mais sur la valeur d'un objet neuf identique, car la recon-

stitution de la valeur du premier ne permet pas de racheter, à la fin de la période d'amortissement, un objet semblable à celui qui a disparu.

Ce mode d'évaluation est encore plus justifié là où l'on évalue en bloc les différentes parties de l'entreprise, d'abord parce que les amortissements sont calculés sur ces masses, ensuite parce que, pris en bloc, des ateliers, des usines, etc... n'ont pas une valeur marchande déterminable « in abstracto », qu'ils valent par l'utilité qu'on peut en tirer et par leur état d'entretien.

La valeur d'usage est une notion qui ne peut évidemment s'appliquer qu'aux éléments permanents de l'entreprise et qui n'a son utilité que pour ceux de ces éléments qui se détériorent par l'usage. Elle n'entre pas en ligne de compte pour l'évaluation des stocks de matières premières ou de marchandises fabriquées; ces stocks sont, en effet, destinés à la vente et leur seule utilité est le prix à en retirer; la valeur d'usage se confond par conséquent avec la valeur marchande.

Une idée qui a reçu une large application en Autriche et en Allemagne, et une consécration légale dans le premier pays, est que la réévaluation doit être telle que le capital nouveau résultant du bilan-or puisse être convenablement rémunéré; c'est le principe de la réévaluation en rapport avec la « rentabilité » de l'entreprise.

Dans son principe, l'idée d'un bilan-or basé sur la rentabilité de l'entreprise paraît assez paradoxale. Le bilan est, en effet, un relevé des biens dont dispose la société, un relevé du capital; c'est au compte des profits et pertes que se trouvent les revenus. A-t-on jamais vu une société faire un bilan d'après le résultat du compte profits et pertes?

Mais la pratique a ses accommodements: remarquons tout d'abord que les protagonistes de la « rentabilité » ne prétendent pas déterminer la valeur de l'actif par la seule considération des bénéfices réalisés. Les « existences » en immobilisations, stocks ou créances doivent être recensées; mais leur évaluation doit être en rapport, autant que possible, avec le profit qu'en retire l'entreprise. Toutefois, comme le profit ne peut être attribué à telle ou telle partie de l'entreprise, le bilan sera formé par une adaptation des différentes évaluations de détail à l'évaluation globale déterminée par le principe de la rentabilité; cette dernière ne sera pas absolument déterminante, mais constitue un but vers lequel il faut tendre en apportant toute la modération que la sincérité peut permettre aux évaluations séparées; car ce n'est jamais que pour faire baisser les évaluations qu'intervient le principe de rentabilité.

Cette notion de la rentabilité nous rapproche de celle de la valeur d'usage, discutée plus haut. Cette dernière est basée sur l'utilité d'une chose ou d'un ensemble de choses, spécialement en considération du temps pendant lequel ils pourraient encore servir. Mais à la différence de la valeur de « rentabilité »,

la valeur d'usage a comme point de départ, non le profit à retirer de la chose, mais son prix de revient ou de remplacement; elle est un pourcentage de ce prix, déterminé par l'usure et n'est pas en corrélation directe avec le profit.

En fait, lorsque les évaluations portent sur un atelier, une usine ou sur tout ensemble de choses organisées et adaptées spécialement pour la production des richesses, la valeur d'usage tend à se rapprocher de la valeur de « rentabilité ». Comme nous l'avons fait remarquer, pareilles installations ont une valeur marchande relativement faible et leur transformation à d'autres usages est difficile; en conséquence, leur valeur réelle tend à se mesurer assez exactement à leur capacité de production, à ce que le propriétaire retire de leur utilisation. Dans une entreprise saine, la valeur d'usage sera donc en rapport avec la « rentabilité ».

Ce n'est toutefois pas jusqu'à dire que nous puissions confondre les deux: la valeur d'usage est en rapport avec le produit brut de l'entreprise, avec son produit en nature, qu'il est encore nécessaire d'écouler contre numéraire. Le principe de rentabilité veut que les évaluations soient en rapport avec le produit net, ce qui est tout autre chose: une société peut être à la tête de vastes installations et se trouver en perte pour raisons de crise économique, de surproduction dans sa branche d'industrie, de concurrence avec un voisin puissant, de charges financières trop lourdes, de mauvaise organisation. Tout cela n'a en principe rien à voir avec l'évaluation de l'actif. La rentabilité ne se confond avec la valeur d'usage que lorsqu'on envisage les installations matérielles en bloc et leur capacité de production, et qu'aucun élément extrinsèque ne vient troubler un rendement normal.

Cependant, l'élasticité des notions de valeur d'usage et de rentabilité nous permet de faire un pas de plus dans l'acceptation de la notion « rentabilité suffisante de l'entreprise ». Il y a, en effet, lieu de remarquer que la détermination de la rentabilité consiste dans une appréciation fort élastique, basée sur les résultats des dernières années et sur les perspectives d'avenir; cette appréciation se ramène assez naturellement vers la conclusion d'une utilisation normale de l'outil pendant les années qui vont suivre. D'autre part, la valeur d'usage s'apprécie dans une certaine mesure en fonction du résultat brut et, en forçant un peu, en relation avec le résultat net.

On voit donc que, sauf dans le cas d'entreprises en très mauvaise situation, l'application du principe de rentabilité se concilie parfaitement avec la sincérité du bilan. Il le fait d'autant plus qu'il ne tend jamais à une surévaluation de l'actif, mais toujours à la modération; or, l'établissement de bilans-or n'a pas pour but de faire apparaître chaque centime au risque de mettre une société en péril; la modération dans les évaluations a de tout temps été de très saine pratique et l'on ne peut que laisser les sociétés continuer

dans cette voie. Il suffit qu'on empêche la constitution, par un excès de modération, d'importantes réserves occultes provenant de la dépréciation monétaire, qui pourraient être distribuées dans la suite; il ne faut pas toucher aux réserves occultes normales provenant d'évaluations raisonnablement modérées.

LES EMISSIONS DE CAPITAUX EN BELGIQUE (DECEMBRE 1926)

Les progrès de la science économique sont liés à la possession de documents précis et de statistiques qui permettent autant que possible d'isoler les faits et d'en étudier le développement. A son tour, la science permet des applications pratiques de la plus haute importance. Akerman signalait dernièrement que le Federal Reserve Board base en partie sa politique d'escompte sur l'étude critique d'un certain nombre de statistiques: mouvement des crédits, indices quantitatifs de la production, importance des contrats de construction et des commandes du Trust de l'acier, chômage, existence de stocks, indice des prix de gros, relevé mensuel du nombre de wagons chargés, etc... (1).

On possède sur l'activité de la plupart des pays étrangers des statistiques très complètes que des organismes officiels ou privés élaborent avec la plus grande précision possible. Sans citer les publications de source officielle, on peut mentionner la revue trimestrielle allemande *Die Wirtschaftskurve*, publiée par la *Frankfurter Zeitung*, les statistiques de *The Economist*, du *Statist*, du *Bulletin des annonces légales*, de *Die Bank*, etc., etc. (2) (3).

Toutes ces publications, sans exception, publient une statistique des émissions de capitaux dans les divers pays, et c'est ainsi que nous possédons sur le mouvement des capitaux aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne, en Hollande et en Allemagne des renseignements très précis.

Les données sur les émissions et les augmentations de capital des sociétés commerciales et industrielles sont très importantes, car elles permettent de nombreuses constatations.

Grâce à elles, on peut vérifier si la tendance à transformer les entreprises privées en sociétés s'affirme; si la concentration tend à absorber les entreprises existantes ou à en créer de toutes pièces au moyen d'énormes capitaux. On peut également déceler le rythme malsain de la production dans un pays à la veille d'une crise: les émissions se succèdent et des entreprises peu viables se constituent.

A la longue, les relevés des émissions permettent de constater si les entreprises évoluent par une aug-

mentation du montant moyen des fonds investis ou par de nouvelles créations.

L'importance des émissions au cours d'une période donnée permet également de se rendre compte des fluctuations du marché de l'argent.

Ces quelques exemples, semble-t-il, justifient amplement l'utilité d'une statistique des émissions de capitaux.

Si l'on se tourne vers la Belgique, on constate qu'au point de vue « statistique », ce pays si actif, si vivant est vraiment peu favorisé, et que bien des faits y demeurent encore sans explication, faute d'éléments d'étude. Le travail entrepris n'a pas d'autre but que de combler ces lacunes.

Avant la guerre, on disposait d'une statistique des émissions dressée par le *Moniteur des Intérêts Matériels*. Elle renseignait non les émissions faites en Belgique, mais le montant des valeurs créées en Belgique. Elle ne tenait donc pas compte des valeurs étrangères émises en Belgique, mais elle comprenait les valeurs belges émises à l'étranger (1). Malheureusement, cette statistique n'est pas assez détaillée. Elle n'établit de distinction ni entre les souscriptions nationales et étrangères, ni entre les actions et obligations, ni, enfin, entre les diverses branches de l'industrie.

Le commissaire des Monnaies, Ch. Legrelle (2), avait publié en 1914, en annexe à son rapport de 1913, une étude de valeur sur les sociétés anonymes pendant les années 1890, 1900, 1910, 1911, 1912 et 1913. Cette étude se basait d'ailleurs en partie sur les statistiques du *Moniteur des Intérêts Matériels* et présentait le défaut de ne pas avoir un caractère de continuité et, par conséquent, de ne pouvoir constituer un instrument de travail pour l'avenir.

Enfin, on possédait la statistique numérique des constitutions, prorogations et dissolutions de sociétés, dressée par le service de la statistique générale du Ministère de l'Intérieur et publiée sous une forme sommaire dans le *Bulletin trimestriel*, sous une forme détaillée dans l'*Annuaire statistique de la Belgique* (3). Cette statistique présente, au point de vue économique, le grave défaut de ne pas tenir compte du mouvement des capitaux et de ne prendre en considération que le nombre de sociétés; cette lacune est d'autant plus regrettable et moins explicable que, précisément, le tableau final publié dans l'*Annuaire statistique* divise en plusieurs classes le nombre de constitutions et d'augmentations de capital, suivant l'importance de ce dernier dans chaque entreprise. On n'a donc pas tiré parti des éléments existants.

(1) *La Belgique restaurée*, VII, B.-S. Chlepner. « Les Finances », p. 448.

(2) *Rapport du commissaire des Monnaies*, 1913, note annexe I, p. 60.

(3) Cfr. notamment *Annuaire Statistique de la Belgique*, t. XLIX, 1926, pp. 210-211, et *Bulletin* n° 12, du 2 septembre 1926, p. 299.

(1) G. Akerman, *La Politique de la Réserve Fédérale au cours des dernières années*. Revue économique internationale, novembre 1926, p. 284.

(2) Cfr. *Bulletins* n° 3, du 24 juin 1926, p. 87, et n° 6, du 15 juillet 1926, pp. 157-158.

(3) Cfr. *Bulletin* n° 3, du 22 janvier 1927, pp. 62 et suiv.

Pour le reste, le cadre du travail était bien conçu.

On se rendra compte que les statistiques existant avant la guerre ne pouvaient être que d'un faible secours aux économistes. La période d'après-guerre a permis d'enregistrer un progrès sérieux. Les rapports annuels de la Banque d'Outremer publient la statistique des capitaux émis par les différentes catégories d'entreprises. Tandis qu'à notre connaissance, la statistique officielle n'est guère utilisée, les tableaux de la Banque d'Outremer ont servi au travail de nombreux savants ou publicistes, et c'est ainsi que MM. les professeurs Chlepner et Baudhuin les ont utilisés dans la *Belgique restaurée* et dans la *Structure économique de la Belgique*. Mais le travail fait par les collaborateurs de la Banque d'Outremer est trop condensé pour permettre des investigations minutieuses et comme la classification adoptée n'est pas la même que pour la statistique officielle, les deux tableaux ne peuvent malheureusement pas se compléter.

Ces différents essais ont prouvé la nécessité d'approfondir la question, en s'inspirant des exemples étrangers et de quelques principes économiques. C'est pourquoi les trois tableaux que l'on trouvera mensuellement dans la partie « Statistique » du *Bulletin* ont été élaborés (voir p. 108).

Une remarque liminaire s'impose avant d'exposer la méthode suivie :

Une statistique n'a aucune signification si elle ne fait pas partie d'un ensemble et l'on ne peut espérer que celles-ci acquerront une réelle signification avant un laps de temps assez long.

La méthode suivante a paru répondre au but pour suivi ; toutefois, elle pourrait éventuellement être perfectionnée et des suggestions à cet égard seraient attentivement examinées.

Les documents primitifs sont les *Actes de sociétés*, publiés en supplément au *Moniteur belge*. On a délibérément écarté les sociétés de personnes : sociétés en nom collectif, sociétés en commandite simple, à l'exception des coopératives, car la latitude que laisse aux premières la loi du 18 mai 1873, quant à la publicité, ne permet pas de tirer des données sûres des actes qu'elle insèrent au *Moniteur*. Ensuite, les associations « en nom collectif » se nouent et se dénouent suivant des circonstances qui n'affectent que très peu le mouvement des capitaux. La rupture d'une association est loin d'impliquer nécessairement une liquidation de l'entreprise.

Mais il a été tenu compte des formes essentiellement vivantes, qui sont : la société anonyme, la commandite par actions et même la coopérative, parce que cette dernière n'est bien souvent qu'une forme déguisée d'une société de capitaux. Des entreprises privées, à la veille d'un partage par héritage, adoptent parfois la forme coopérative. Cependant, ce n'est pas sans hésitation que la coopérative a été admise dans les relevés parce que le législateur a simplement obligé ses dirigeants à publier le minimum du capital nécessaire à son fonctionnement. Au point de vue écono-

mique, le seul qui soit en question ici, cette disposition fausse les statistiques.

La division en rubriques est, d'une façon générale, celle de la statistique officielle ; on s'est simplement efforcé d'y apporter plus de précision. C'est ainsi que le groupe « Banques et Opérations financières » a été scindé en « Banques » et en « Opérations financières », les banques proprement dites étant essentiellement distinctes des petites sociétés financières qui poursuivent d'autres buts ou ne sont souvent, en réalité, que des maisons de change transformées en sociétés anonymes. On se rendra immédiatement compte de la portée de cette réserve, si l'on considère que la statistique du Ministère de l'Intérieur renseigne la création en 1923, 1924 et 1925 de, respectivement, 184, 144 et 164 « Banques et Entreprises financières ». Si l'on songe que, d'après la statistique des banques belges, publiée annuellement par le *Moniteur des Intérêts Matériels*, le nombre des établissements de crédit est passé de 66 à 96 seulement de 1913 à 1925, on constatera combien nécessaire était une subdivision de la rubrique, basée sur la distinction économique entre les banques et les entreprises financières.

Assigner aux entreprises une place dans le classement par genre d'activité est une tâche très délicate que l'on ne peut avoir la prétention d'avoir toujours menée à bien. Ici, l'interprétation subjective ne peut malheureusement être complètement écartée et les textes, qui ne sont pas toujours clairs et explicites, peuvent induire en erreur.

En effet, dans le but louable de ne pas vinculer l'expansion de l'entreprise par une définition trop étroite de son objet social, les fondateurs assignent souvent à la société une activité générale peu définie. Il arrive aussi parfois que les dirigeants adoptent une politique contraire et entrent dans une précision de détails hors desquels il est fort difficile d'opérer une sélection judicieuse. On pourra s'en rendre compte par l'exemple ci-après, portant sur une des entreprises de Hugo Stinnes : Il s'agit de la Société anonyme Hugo Stinnes pour la navigation et le commerce d'outremer (1). L'activité de cette dernière comprendra : « La navigation maritime de toute espèce, y compris la réparation de tous les moyens d'exploitation qui la concernent, tant dans le pays qu'au dehors ; le commerce en produits des mines, de la métallurgie, des industries chimiques et électriques, de l'agriculture, ainsi que le commerce en marchandises, produits finis, demi-finis ou bruts de toute espèce, en particulier en aliments pour les personnes et les animaux, en huiles, cotons et autres fibres textiles, peaux, jute, bois, cellulose, papier et tous produits des industries complémentaires, en outre l'emballage et l'entreposage de ces produits, tant pour l'importation que pour l'exportation. La société est aussi autorisée à réparer, fabriquer et transformer, dans ses propres établissements, des produits bruts, demi-finis ou finis. »

(1) Ch. de Lannoy, « Les Konzern de Hugo Stinnes. » *Revue économique internationale*, février 1926, p. 28

Selon les circonstances, la société pourra évoluer et devenir une société de navigation, d'affrètement, de commission, de construction navale.

Le nom de l'entreprise, la raison sociale, sont ici d'un faible secours, car ils peuvent ne donner aucune indication sur l'activité de l'entreprise ou bien le désir de publicité grossira cette dernière au point qu'il serait téméraire d'en vouloir tirer une conclusion précise.

On peut cependant espérer que, dans l'ensemble, les résultats ne seront pas faussés par des attributions desquelles on s'est efforcé d'écarter l'arbitraire. Pour les sociétés ayant une activité multiple, dont elles n'ont pas encore fourni les preuves, il est évidemment impossible de déterminer avec rigueur la catégorie à laquelle elles appartiennent.

Pour établir avec quelque précision le mouvement des capitaux, il faut pouvoir distinguer entre les apports en nature et les apports en espèces. Cette importante subdivision a été introduite dans le tableau I. On constatera que près de 20 p. c. du montant des émissions nouvelles sont formés par des apports en nature ou en industrie. Quant à la sincérité de l'évaluation des apports, il n'appartient pas au statisticien d'en faire la critique. Les erreurs et les fraudes auront donc une certaine influence sur l'exactitude des chiffres publiés.

Un phénomène des plus intéressants de l'activité économique contemporaine consiste dans le rôle sans

cesse plus important joué par les grandes banques dans la formation du capital des entreprises. Elles y peuvent contribuer, d'une part, grâce à leurs liquidités; d'autre part, grâce à leur excellente organisation d'agences et de publicité qui draine la clientèle des épargnants. Et, de la sorte, elles tendent à se substituer aux agents de change. Bien que les établissements de crédit ne conservent pas la plupart des titres en portefeuille, un relevé des souscriptions des banques ne laisse pas de fournir des enseignements intéressants. C'est la raison pour laquelle une certaine importance a été donnée à cette question.

Le tableau II groupe les sociétés selon le lieu où s'exerce leur activité sociale. Ici encore, on ne peut espérer arriver à la précision absolue: en vue de réserver l'avenir, bien des sociétés fonctionnant en Belgique s'accordent le droit d'opérer à l'étranger.

Le tableau III classe les sociétés selon l'importance des capitaux engagés.

Ces statistiques seront publiées mensuellement. Tous les six mois et tous les ans, on y ajoutera un tableau récapitulatif, puis, au bout d'une année, on publiera en regard des statistiques courantes les données des périodes similaires de l'année écoulée.

Les premiers tableaux publiés n'appellent aucun commentaire: marquant le point de départ d'un travail qui puiera son intérêt dans sa durée et dans les comparaisons qu'il permettra, ils ne peuvent se prêter encore à aucune analyse.

LE COMMERCE EXTERIEUR DE L'UNION ECONOMIQUE BELGO-LUXEMBOURGEOISE.

Les statistiques du commerce extérieur de l'Union Belgo-Luxembourgeoise pour les onze premiers mois de 1926 et le mois de novembre 1926 se trouvent résumées au tableau publié page 88.

La comparaison des deux mois de novembre: 1925 et 1926, se présente comme suit:

	Importations	Différence avec novembre 1925	Exportations	Différence avec novembre 1925
Tonnage (en milliers de tonnes.)				
Animaux vivants	660	— 350	1.552	+ 787
Alimentation	261.592	— 31.301	77.125	+ 8.956
Matières premières	2.540.350	+ 231.961	1.396.693	+ 209.691
Produits fabriqués	60.658	— 8.534	511.650	+ 153.805
Valeur (en milliers de francs.)				
Animaux vivants	3.351	— 1.119	13.434	+ 8.357
Alimentation	554.608	+ 107.672	190.679	+ 63.709
Matières premières	908.556	+ 191.222	558.040	+ 200.334
Produits fabriqués	409.343	+ 100.901	1.207.434	+ 555.969

Ces chiffres appellent les commentaires suivants: les tonnages des importations de vivres et de produits fabriqués ont diminué sensiblement, tandis que les importations de matières brutes augmentaient très sensiblement. Aux exportations, on constate un développement général surtout sensible au poste « Produits

fabriqués ». On peut en tirer la conclusion que le pays a manifesté une grande activité industrielle dont le meilleur indice se trouve dans l'accroissement des importations de matières premières et dans celui des exportations de produits fabriqués.

A cette constatation encourageante, le *Moniteur des*

Commerce spécial de l'Union Economique Belgo-Luxembourgeoise avec les pays étrangers.
Moyennes mensuelles et montants des derniers mois.

PÉRIODES	IMPORTATIONS				EXPORTATIONS				DÉFICIT (D) OU EXCÉDENT (E) DE LA BALANCE COMMERCIALE		P. c. des exporta- tions aux importa- tions
	Tonnes	VALEUR			Tonnes	VALEUR			en fr.-papier 1 = 1.000	en fr.-or (*)	
		en milliers de fr.-papier	en milliers de fr.-or (*)	Prix moyen par tonne en fr.-or		en milliers de fr.-papier	en milliers de fr.-or (*)	Prix moyen par tonne en fr.-or			
1913.....	2.721.357	420.822	420.822	154,64	1.740.432	309.651	309.651	177,92	D 111.171	111.171	73,6
1920.....	1.112.255	1.078.480	405.873	364,91	884.432	738.501	277.927	314,25	D 339.979	127.946	68,5
1921.....	1.472.072	849.857	327.642	222,57	1.438.119	606.112	233.672	162,48	D 243.745	93.970	71,3
1922.....	1.879.869	787.645	309.952	164,88	1.416.693	529.852	208.506	147,18	D 257.793	101.446	67,3
1923.....	2.216.927	1.100.398	294.421	132,81	1.414.528	810.421	216.835	153,29	D 289.977	77.586	73,6
1924.....	2.782.908	1.465.092	348.489	125,22	1.679.733	1.161.042	276.167	164,41	D 304.050	72.322	79,2
1925.....	2.744.363	1.483.805	365.029	133,01	1.756.048	1.228.005	302.100	172,03	D 255.800	62.929	82,8
1926 :											
Janvier.....	2.525.034	1.518.415	357.508	141,59	1.416.992	945.232	222.553	157,06	D 573.183	134.955	62,25
Février.....	2.669.871	1.355.992	319.642	119,72	1.656.156	1.102.892	259.980	156,98	D 253.100	59.662	81,33
Mars.....	3.301.254	1.901.686	414.245	125,48	1.814.239	1.476.667	321.663	177,30	D 425.019	92.582	77,65
Avril.....	2.889.315	1.553.184	294.655	101,98	1.757.639	1.175.975	223.095	126,93	D 377.209	71.560	75,71
Mai.....	2.604.612	1.605.758	257.306	98,79	1.634.842	1.161.050	186.046	113,80	D 444.708	71.260	72,30
Juin.....	3.127.097	2.825.799	431.867	138,10	2.045.030	1.599.681	244.479	119,55	D 1.226.118	187.388	56,61
Juillet.....	2.707.118	1.614.539	203.267	75,08	2.002.144	1.436.605	180.866	90,34	D 177.934	22.401	88,98
Août.....	2.786.810	1.796.081	256.286	91,96	2.200.470	1.698.861	242.414	110,16	D 97.220	13.872	94,58
Septembre..	2.768.058	2.312.741	326.413	117,92	2.007.043	2.223.447	313.810	156,35	D 8.291	12.603	96,14
Octobre....	2.897.979	1.914.684	275.968	95,23	2.393.981	2.053.371	295.957	123,62	E 138.687	19.989	107,25
Novembre..	2.866.262	1.911.458	275.859	96,24	2.017.034	1.976.985	285.315	141,45	E 65.527	9.456	103,43
Moyennes men- suelles des 11 premiers mois	2.831.218	1.846.394	—	—	1.904.143	1.531.889	—	—	D 314.505	—	82,97

(*) Conversions effectuées sur la base des cours moyens du dollar à Bruxelles.

Intérêts Matériels fait cependant une réserve. « Il se peut, qu'immédiatement après la stabilisation, les approvisionnements en matières premières aient été renforcés avant que l'ascension vers les prix-or ne soit un fait accompli. » On pourrait cependant objecter que les importations se font nécessairement toujours aux prix-or, qui sont les prix mondiaux, et que ceux-ci ont une tendance générale à la baisse, tendance qui pourrait retarder les achats, les acquéreurs éventuels se réservant dans l'espoir de conditions plus favorables (1). Il semble plus logique de dire que les achats ont repris après une période d'abstention due à l'incertitude de l'avenir.

Si l'on considère les valeurs des importations et exportations, les constatations sont toutes différentes: en un an, le change a haussé de 63.5 p. c. et il est naturel que tous les postes soient gonflés par la hausse des prix.

Les exportations et importations nettes de novembre ont laissé les excédents suivants:

	Importations nettes	Exportations nettes
	(En milliers de francs.)	
Animaux vivants	—	10.083
Alimentation	363.999	—
Matières premières	350.516	—
Produits fabriqués	—	798.091
	714.515	808.174

Compte tenu du mouvement des métaux précieux, l'excédent total s'élève à 65 1/2 millions de francs.

Si l'on se reporte au tableau mensuel du mouvement du commerce spécial de l'Union Economique Belgo-Luxembourgeoise, on constate que pour les onze premiers mois de 1926, les exportations ont atteint 82.97 p. c. des importations, alors que le rapport était de 73.6 p. c. en 1913.

D'autre part, après n'avoir atteint en juin que 56.61 p. c. des importations, les exportations n'ont cessé de se relever, comme on pourra le voir ci-dessous: Juin 1926 56.61 p. c.

Juillet 88.98 p. c.

Août 94.58 p. c.

Septembre 96.14 p. c.

Octobre 107.25 p. c.

Novembre 103.43 p. c.

C'est la première fois, depuis bien longtemps, que la balance du commerce de la Belgique est favorable.

Exprimée en francs-or, la valeur moyenne de la tonne exportée s'est relevée par rapport à octobre; elle est passée de 123.62 à 141.45. Il n'empêche que, sauf en mars, pendant toute l'année 1926, le prix-or moyen de la tonne exportée s'est maintenu en dessous de la moyenne de 1913 qui était de 177.92, et cela, malgré la hausse mondiale des prix que l'on peut fixer

(1) Cf. *Bulletin* n° 2, vol. I^{er}, du 15 janvier 1927, p. 33.

grosso modo, à 50 p. c. Ce qui nous donne, une fois de plus, la preuve que la prime due au décalage en période de cours forcé finit, en dernière analyse, par jouer contre le pays qui croit en bénéficiant. D'ailleurs, sauf en 1920, la valeur moyenne en or de la tonne exportée a été inférieure à la moyenne de 1913. En 1920 et en 1921, la valeur moyenne de la tonne importée a dépassé sensiblement celle de 1913, soit 154.64; ceci s'explique par le fait que nous devions en ces années de reconstruction économique de la nation, importer quantité de produits finis que notre industrie n'était pas encore à même de recommencer à fabriquer. Par la suite, le prix-or moyen de la tonne importée n'a cessé de baisser. Nos importations ont donc été favorisées par la baisse persistante des prix mondiaux; mais à cette cause générale de diminution de prix, il s'en ajoute une autre, particulière au pays: l'accroissement des importations de matières premières qui, comme les minerais, sont à un prix relativement peu élevé, par rapport aux autres articles.

Il n'empêche cependant que l'on ne peut facilement expliquer l'écart considérable entre la valeur moyenne de la tonne importée en 1913 et en 1926, si l'on tient compte de la hausse mondiale des prix ou plutôt de la dépréciation de l'or.

Si, maintenant, on passe à l'étude des tonnages, on est amené aux constatations suivantes: nous importons et nous exportons à la fois des tonnages plus élevés qu'avant-guerre et cela depuis 1924 pour les importations et depuis 1925 pour les exportations.

Les exportations de novembre, au point de vue tonnage, ont été moins actives que pendant la période juin-octobre, ce dernier mois ayant été exceptionnel sous ce rapport.

	Tonnes.
Moyenne mensuelle de 1913	1.740.432
Moyenne mensuelle de 1925	1.756.048
Juin 1926	2.045.030
Juillet "	2.002.144
Août "	2.200.470
Septembre "	2.007.043
Octobre "	2.293.981
Novembre "	1.904.143
Moyenne mensuelle des onze premiers mois	2.017.034

Nous dépassons donc de 160.000 tonnes environ les exportations moyennes mensuelles de 1913 et de 1925. Pour les importations nous avons le tableau ci-dessous:

	Tonnes.
Moyenne mensuelle de 1913	2.721.357
Moyenne mensuelle de 1925	2.744.363
Juin 1926	3.127.297
Juillet "	2.707.118
Août "	2.786.810
Septembre "	2.768.058
Octobre "	2.897.979
Novembre "	2.866.262
Moyenne mensuelle des onze premiers mois	2.831.218

On voit donc que la progression est beaucoup plus forte pour les exportations que pour les importations.

De ces tableaux se dégage à première vue une im-

pression excellente et c'est un fait rare pour la Belgique d'enregistrer deux mois de suite une balance favorable du commerce. Ce qui est surtout encourageant, c'est de constater un notable relèvement de la valeur moyenne de la tonne exportée qui n'entrave pas sensiblement le mouvement des exportations; il faut d'ailleurs tenir compte du fait qu'en juillet la valeur moyenne de la tonne (en or) était de 90.34, soit un peu plus de la moitié de la valeur de 1913, alors que le tonnage dépassait de 300.000 tonnes celui de l'année de base; aussi, voyons-nous la valeur totale des exportations de juillet n'atteindre que 180.860.000 francs-or, contre 309.651.000 comme valeur moyenne mensuelle de 1913. La situation actuelle est infiniment plus saine et le relèvement de la valeur moyenne de la tonne exportée apportera beaucoup plus de richesse au pays que le rythme accéléré d'une exportation à vil prix.

Que la situation soit définitivement redressée, il serait évidemment téméraire de l'affirmer; l'Allemagne a mis trois ans à se relever et dans ce riche pays la progression considérable des faillites, de 1923 à 1926; témoigne de l'intensité de la crise.

Mais, néanmoins, on peut constater que la Belgique supporte fort bien les conséquences de la réforme monétaire. L'examen simultané du mouvement du commerce extérieur et des statistiques des taux d'intérêt nous fournit des indications rassurantes à cet égard:

LA SITUATION FINANCIERE DE L'ARGENTINE.

L'évolution de 1914 à 1925.

La situation financière de l'Argentine avait été profondément troublée au cours du dernier siècle par les incessantes fluctuations du change.

Après que la piastre eut acquis en fait une certaine fixité, la création d'une Caisse de conversion permit de donner à la question monétaire une solution qui allait se trouver satisfaisante jusqu'au cours de la guerre mondiale.

La création de la Caisse de conversion a eu pour but d'éviter la revalorisation de la monnaie-papier, ce qui aurait précipité le pays exportateur dans une crise grave. Fournissant des billets au taux fixe de 1 piastre-papier pour 44 centavos-or, la Caisse de conversion empêchait de la sorte toute appréciation de la piastre supérieure à ce taux. La Caisse de conversion pouvait, d'autre part, au moyen de son encaisse-or, procurer aux importateurs, contre remise de billets, les moyens de paiement au cas où ceux-ci ne pourraient se trouver sur le marché du change en compensation; toutefois, ici, l'action de la Caisse de conversion devait se trouver limitée par l'importance de son encaisse; cependant, la raréfaction des billets en circulation, ayant comme conséquence la diminution de la valeur des choses, devait avoir pour effet de ralentir les importations et de tendre automatiquement au rétablissement de l'équilibre de la balance des

comptes, d'où augmentation de l'encaisse-or de la Caisse de conversion.

Le fonctionnement normal de la Caisse de conversion pouvait toutefois se trouver faussé si l'exportation de l'or et la diminution de l'encaisse devaient résulter d'une cause extrinsèque à la situation économique de l'Argentine: la situation des marchés étrangers pouvait, par exemple, solliciter l'exportation d'or et provoquer avec la diminution des billets en circulation, la crise de crédit sur laquelle une diminution des importations serait sans effet suffisant.

Grâce à la Caisse de conversion, les fluctuations du cours de la piastre purent être limitées aux écarts du gold-point.

Pendant les années de guerre, cet état de choses se modifia: la piastre fit prime, même sur le dollar U. S.; ce phénomène que le fonctionnement normal de la Caisse de conversion aurait empêché, s'explique par le fait que dans les différents pays fut édictée l'interdiction d'exporter de l'or: la balance commerciale favorable de l'Argentine ne pouvant se solder par un apport d'or étranger à la Caisse de conversion, il en est résulté une appréciation de la piastre; alors que la parité de 100 dollars U. S. est de 106,2 dollars argentins, le dollar U. S. s'est de la sorte trouvé être coté, en décembre 1917, à 95 dollars argentins.

A partir de 1920, cette situation s'est trouvée transformée à la suite du trouble économique général qui a provoqué en Argentine une balance commerciale déficitaire; la Caisse de conversion se trouva dans l'impossibilité de remplir son rôle et l'exportation de l'or dut être interdite.

Le dollar U. S. a coté:

132 en août 1920;

142 en juin 1921;

154 en juillet 1921;

125 en août 1922;

115 en décembre 1922;

137 en décembre 1923.

Un examen de la situation économique du pays durant ces années révèle les causes de cette dépréciation importante de la piastre. Elle est due, avant tout, à un déficit prolongé de la balance commerciale.

Relevons, à titre d'exemple, que les exportations de blé se chiffraient, en 1920, par 5 millions de tonnes; celles de maïs par plus de 4 millions; ces chiffres sont devenus en 1921, respectivement 1,7 et 2,8; en 1922, 3,7 et 2,8; en 1923, 3,7 et 2,9. En 1924 seulement, se constate une grande amélioration; l'exportation du blé atteint 4,5 millions de tonnes; celle du maïs, 4,6 millions.

D'autre part, au cours de l'année 1922, la diminution des exportations de viande frigorifiées provoqua une crise grave de l'élevage. La Banque de la Nación fut amenée à faire aux éleveurs atteints par la baisse des prix du bétail, des crédits à deux ans pour plus de 150 millions de dollars-papier. L'abondance des dépôts en banque lui a permis d'intervenir sans devoir demander le concours étranger.

En 1923, toutefois, on note une augmentation du commerce extérieur, de plus de 274 millions de piastres-or; mais l'augmentation affecte principalement les importations qui marquent un accroissement de 25 p. c. dû, il est vrai, en grande partie sans doute, à la menace d'élévation des droits de douane; les exportations n'augmentent que de 14 p. c. et le déficit de la balance commerciale se chiffre par 97 millions de piastres-or. L'augmentation du chiffre des exportations est due plus à la valeur des produits agricoles qu'à leur quantité. D'autre part, l'Europe achète de plus en plus les viandes frigorifiées.

Il est à noter, au surplus, que de 1920 à 1923, la dette consolidée extérieure a pu être diminuée de 50 millions de piastres-papier environ, ce qui a, en une certaine mesure, dû influencer défavorablement la balance des comptes.

L'année 1924 a marqué un grand progrès vers le rétablissement de la situation financière d'avant-guerre: la balance commerciale accuse un solde favorable de 182 millions de piastres-or: c'est la première fois depuis 1920 que le mouvement des échanges amène un solde créditeur, aussi le cours du dollar U. S. cotant 139,70 en août 1924 tombe en décembre 1924 à 110,30. Le solde favorable de la balance commerciale est dû à l'augmentation des exportations résultant d'une récolte exceptionnelle, de l'augmentation des prix de la laine compensant la diminution des quantités produites, de la valeur des produits de l'élevage; les importations ont diminué de 40 millions de piastres-or.

L'année 1924 a marqué, d'autre part, une augmentation importante des ressources des revenus publics: les recouvrements de la douane ont dépassé de plus de 23 millions de dollars-papier ceux de l'année 1923. Malgré une diminution des recettes produites par les droits sur l'alcool, le budget de 1924 s'est bouclé par un excédent de près d'un million de piastres-papier. La dette flottante, qui s'élevait en 1923 à 374 millions de piastres-papier, a été réduite en 1924 de 115 millions. A noter également la diminution constante de la dette extérieure, atteignant 710 millions de piastres-papier en 1914, ramenée à 539 millions en 1923. En revanche, la dette intérieure s'est augmentée de 250 millions environ depuis 1914 (776 millions en 1923). La diminution de la dette extérieure ne peut manquer d'influencer favorablement, dans l'avenir, le cours de la piastre.

En vue de faire face au service de la dette extérieure, tout en évitant des pertes sur change à la Trésorerie, le Ministre des Finances a été autorisé à ordonner le retrait d'or de la Caisse de conversion pour un montant de 4.643.072 piastres-or. Le stock d'or de la Caisse atteignait cependant 77,80 p. c. de la circulation fiduciaire (452 millions de piastres-or pour une circulation de 1,319 millions de piastres-papier environ).

La bonne tenue de la piastre, à la fin de 1924, a provoqué, d'autre part, le retrait d'importants dépôts bancaires faits par les étrangers: s'il n'en est pas

résulté cependant une élévation du taux de l'argent (6 à 7 p. c. pour bordereaux de commerce, 8 p. c. pour avances sur simple signature), malgré la déflation, c'est que depuis les dix dernières années, l'esprit d'économie du pays se développant, des dépôts en banque importants ont pu se constituer.

Au début de 1925, le dollar U. S. est tout près d'atteindre le pair (106,40), mais la récolte étant défavorable, les exportations s'en ressentent et l'année 1925 accuse à nouveau une balance commerciale déficitaire: le dollar atteint 114,50 pour revenir ensuite à 109 environ. Si, malgré la balance commerciale défavorable, ne se produit pas une chute considérable des cours, c'est sans doute que la situation économique du pays peut être considérée comme saine.

Il semble que la période troublée qu'a connue le change argentin depuis 1920 touche à son terme. Le pays en sort sans que sa puissance économique soit diminuée. Pendant cette période, le fonctionnement normal de la Caisse de conversion aurait provoqué, à la suite de la succession des déficits de la balance commerciale, une raréfaction des billets et un effondrement des prix intérieurs; mais le mécanisme rigide de la Caisse de conversion n'aurait pu, malgré la crise qui en serait résultée, maintenir la parité de la piastre-or en présence de déficits persistants de la balance commerciale; l'encaisse-or se serait trouvée anéantie.

Si l'Argentine a connu à nouveau une tension des changes étrangers depuis 1920, elle a, d'autre part, en présence des faits, évité le désastre qu'aurait été une crise économique prolongée; l'outillage économique du pays a pu continuer à se développer, les finances de l'Etat se sont améliorées, la richesse du pays s'est accrue par l'épargne: l'on peut donc espérer, à l'heure actuelle, une continuation de l'amélioration du cours de la piastre et un retour prochain à la situation financière normale, par l'équilibre de la balance des comptes.

La situation monétaire et financière fin 1926.

Le projet de réforme monétaire introduit en juin 1924, destiné à créer une unité nouvelle et à faire absorber la Caisse de Conversion par la Banco Nacional, n'a pas encore été réalisé, bien que, de plusieurs côtés, on insiste sur la nécessité d'une prompte sanction de la réforme proposée. Le régime monétaire actuel, en effet, est assez rudimentaire et manque surtout d'élasticité.

La réserve d'or de la Caisse de Conversion se maintient à un pourcentage élevé des billets en circulation, soit un peu au-dessus de 75 p. c. Le montant des billets en circulation a, en moyenne, été inférieur à 1.400 millions de pesos-papier en 1926.

Les cours du change ont assez peu varié pendant l'année. Voici, du reste, les cotations minima et maxima, à Londres, du peso-or (1):

(1) 1 peso-papier = 0.44 peso-or.

	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin
Plus haut	46 11/16d.	46 15/32d.	45 3/4 d.	45 19/32d.	45 3/8 d.	45 13/32d.
Plus bas.....	46 7/16d.	45 3/4 d.	43 7/16d.	44 3/8 d.	44 13/16d.	44 15/16d.

	Juillet	Août	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre
Plus haut	45 11/16d.	45 9/16d.	46 1/16d.	46 1/16d.	45 7/8 d.	46 11/16d.
Plus bas.....	45 1/4 d.	45 1/4 d.	45 11/32d.	45 3/4 d.	45 1/2 d.	45 3/4 d.

Les fluctuations du peso-or sont donc restées dans les limites extrêmes de 46 11/16 d. à 43 7/16 d. Durant les derniers mois, et notamment en décembre, les cours ont marqué une assez grande fermeté.

Le budget pour 1927, actuellement soumis à la législature, comporte 650 millions de pesos-papier de dépenses, le déficit atteignant environ 25 millions de pesos. On ne sait encore si l'on pourra le réduire par le moyen d'économies ou grâce à des plus-values de recettes d'impôts.

En ce qui concerne les recettes fiscales, le rendement des neuf premiers mois a été de 452 millions de piastres en 1926, contre 479 millions en 1925, soit une diminution de 27 millions due à la réduction du rendement des douanes. Alors qu'en 1925 la moyenne mensuelle des perceptions douanières s'élevait à près de 15.000 pesos-or, elle s'est abaissée pendant les neuf premiers mois de 1926 au-dessous de 13.000 pesos.

La situation des banques — d'après les chiffres qu'il est possible de recueillir — paraît bonne.

Au 31 décembre 1925, a été effectué un premier recensement bancaire. Les établissements ont été groupés en banques de dépôts et d'escompte, banques hypothécaires et banques de prêts sur gage d'objets mobiliers. Au total, on comptait alors 112 banques.

Voici, selon les groupes, quel était le montant du capital et des réserves, et des prêts effectués par ces établissements :

A Buenos-Aires, on compte actuellement 38 banques dont les plus importantes sont : le Banco de la Nacion Argentina, le Banco Argentino Uruguayo, le Banco Commercial del Azul, le Banco de Galicia y Buenos-Aires, le Banco Espanol del Rio de la Plata, le Banco Ernesto Tornquist et, parmi les nombreuses banques étrangères qui ont des succursales ou des agences en Argentine, l'American Express, l'Anglo-South American Bank, la Bank of London and South-America, la Banque Française et Italienne pour l'Amérique du Sud, la Banque Italo-Belge, la British Bank of South-America, le Comptoir National d'Escompte de Paris,

MOUVEMENT DES CHAMBRES DE COMPENSATION	
	(En 1.000 pesos-papier.)
Juillet 1926 (26 jours ouvrables) ..	3.085.978
Août 1926 (25 jours ouvrables) ...	2.685.358
Septembre 1926 (25 jours ouvrables)	2.984.081
Octobre 1926 (26 jours ouvrables) .	2.860.489

	Dépôts	Escomptes et avances	Encaisse
	(En 1.000 pesos-papier.)		
30 juin 1926	3.461.360	2.872.148	823.068
31 juillet 1926	3.417.675	2.888.490	807.404
31 août 1926	3.438.334	2.881.157	834.680
30 septembre 1926 .	3.434.677	2.920.622	811.631

	Nombre	Capital et réserves	Prêts
	(En 1.000 \$.)		
Banques de dépôts ..	91	719.228	3.552.316
Banques hypothéc. .	15	310.264	1.407.099
Banques de prêts sur gages mobiliers ..	6	13.454	24.599
	112	1.033.946	4.984.014

la Deutsche Ueberseeische Bank, la First National Bank of Boston, la National City Bank of New-York, la Nuevo Banco Italiano, la Yokohama Specie Bank, etc.

Le marché de l'argent durant les deux derniers mois a été fort aisé, les capitaux paraissant fort abondants. Les effets de premier ordre s'escomptent à 6 p. c. et 6 1/2 p. c., le papier de commerce plus ordinaire entre 6 1/2 et 7 1/2 p. c. et celui à une seule signature, de 7 à 8 p. c. Le taux pratiqué pour des intérêts débiteurs en compte courant demeure à 8 p. c.

On s'attend cependant à ce que le financement de la

récolte au début de l'année fasse monter quelque peu ces taux.

La Bourse des valeurs est moins active et l'on note, depuis un mois, une baisse des cours des principaux

titres à Buenos-Aires, bien que les cotations soient encore supérieures à ce qu'elles étaient, il y a un et deux ans.

	5-1-1927 \$ %	2-12-1926 \$ %	7-1-1926 \$ %	7-1-1925 \$ %
Emprunt or 1906, 3-3 1/2 %	53.0	55.5	52.3	51.0
Cédule hypothécaire 6 %	100.5	102.2	99.1	98.7
Emprunt intérieur de consolidation 5 %	70.5	71.5	65.5	68.0
Obligations-or du Credito Argentino 5 %, 1907	95.5	98.5	93.0	93.8
Id. 1909	97.5	98.0	94.0	94.0

Les exportations durant les dix premiers mois de l'année se sont élevées à 680.834.000 pesos-or, en diminution de 76.028.000 pesos-or sur les chiffres de la période correspondante en 1925.

Le nombre des faillites augmente quelque peu; pour octobre, l'ensemble des passifs déclarés s'élève à 16.806.370 pesos-papier, contre 11.267.550 en septembre et 12.156.312 en octobre 1925. Le total pour les dix premiers mois s'élève à 139.225.970 pesos, en augmentation de 37.192.040 pesos sur la même période de l'année précédente.

Selon diverses informations parvenues à la fin de l'année à des banques anglaises et américaines, les prévisions relatives aux récoltes de blé, de lin et d'avoine sont bonnes, la qualité et la quantité devant être bien supérieures à ce qu'elles furent en 1925.

LA RESURRECTION ECONOMIQUE ET LA SITUATION BANCAIRE DE LA HONGRIE.

En 1925, le gouvernement hongrois fit connaître au Conseil de la Société des Nations que la reconstruction économique du pays serait impossible sans l'aide d'un emprunt public international. Déjà avant la guerre, le rôle du capital étranger en Hongrie n'était pas négligeable. La guerre en a rendu le rôle plus nécessaire encore. En 1924, le montant total des dépôts s'élevait à 1.000.000 de couronnes-or, contre 2.000.000.000 de couronnes-or avant la guerre. Ce sont les capitalistes anglais et américains qui, les premiers, se sont intéressés aux besoins financiers de la Hongrie et se sont assurés sa reconnaissance, dont le ministre des Finances, Dr Bud, s'est récemment fait l'interprète dans le *Financial Times*.

Le gouvernement et l'institut d'émission assument le contrôle de tous les emprunts conclus par des organismes d'intérêt public. Ils aident également à la reconstitution du capital national: les résultats sont encourageants car on voit augmenter les dépôts.

Dans ce mouvement de relèvement, les banques ont joué un rôle important, malgré les pertes subies par les établissements de crédit pendant la terreur bolchevique. La Banque Commerciale de Hongrie, à elle seule, a subi des pertes évaluées à 20.000.000 de livres sterling!

Cependant, le système bancaire hongrois s'est retrouvé à peu près tel qu'avant la guerre. La succursale de la Banque d'Autriche-Hongrie a d'abord été remplacée par un institut d'émission d'Etat, puis par la Banque Nationale qui groupe autour d'elle des banques commerciales et d'épargne, des banques de crédit foncier, des banques coopératives, la Caisse d'épargne postale et la Société centrale des sociétés de banque.

La Banque Nationale de Hongrie a été créée par la loi V de 1924 (1) et a repris les affaires de l'institut d'Etat et de la Centrale des devises.

Les dettes de l'Etat envers la Banque d'émission sont les suivantes: mouvement des emprunts de l'Etat à son institut d'émission; les billets de la Banque d'Autriche-Hongrie, les bons du Trésor émis à l'occasion de la liquidation de cette dernière, les billets émis par la Caisse d'épargne postale de Hongrie et repris par l'institut d'émission de l'Etat.

Le capital de la Banque Nationale de Hongrie est de 30 millions de couronnes-or en actions de 100 couronnes au porteur ou nominatives.

Les actions donnent droit à une voix et nul ne peut avoir plus de 100 voix, soit en son nom, soit par procuration. Les membres du pouvoir législatif ne peuvent être nommés directeurs et le Conseil ne peut comprendre dans son sein plus de quatre banquiers.

Les capitaux étrangers ne peuvent être représentés par plus de quatre directeurs, non hongrois, et les Hongrois, directeurs de banques étrangères, seront considérés comme n'appartenant pas au pays. Le Conseil des directeurs comprend un gouverneur, nommé par le gouvernement, treize directeurs et quatre directeurs suppléants. Parmi les directeurs sont choisis deux vice-gouverneurs. La Commission exécutive se compose du gouverneur, des deux sous-gouverneurs et de trois directeurs, auxquels se joint, avec voix consultative, le « general manager ». Celui-ci préside le Conseil de direction, composé de cinq « managers » au plus. C'est ce conseil qui traite les opérations de crédit, crée des agences et dirige le personnel.

En outre, cinq commissaires sont chargés de l'exa-

(1) *Statutes of the Hungarian National Bank*, Budapest, 1924.

men des écritures et un commissaire du gouvernement défend, avec droit de suspension des décisions, les intérêts de la Banque.

L'Etat et les administrations publiques ne peuvent utiliser les fonds de la Banque, sauf contre remise d'or ou de devises étrangères. Le gouvernement ne pourra émettre de billets d'Etat pendant toute la durée du privilège de la Banque.

La Banque sera caissier de l'Etat et recevra l'administration de son portefeuille en devises.

Les opérations autorisées sont analogues à celles de la Banque Nationale de Belgique, y compris les opérations du portefeuille étranger. La réserve métallique est composée d'or; la proportion de l'encaisse aux billets doit aller croissant. Elle commence à 20 p. c. pendant les cinq premières années, passant à 24 p. c. pendant les cinq années suivantes, à 28 p. c. pendant le troisième lustre et à 33 1/2 p. c. par la suite. Cette dernière proportion est établie en tenant compte que des devises étrangères pourront être comprises dans l'encaisse.

Les bénéfices nets sont répartis comme suit :

1° 5 p. c. à un fonds de prévoyance en faveur du personnel;

2° 10 p. c. à la réserve. Dès que celle-ci aura atteint 20 p. c. du capital versé, le prélèvement sera réduit à 5 p. c.;

3° Un dividende de 8 p. c. au capital;

4° Du reste, un tiers aux actionnaires, jusqu'à concurrence d'un dividende de 10 p. c.; deux tiers à l'Etat;

5° Du solde, un quart à titre de dividende supplémentaire aux actionnaires et trois quarts à l'Etat.

La part de l'Etat servira à amortir sa dette. La banque, les dividendes distribués et les documents émanant d'elle sont exempts de tous impôts et taxes.

Les statuts reflètent nettement la période transitoire traversée par la Hongrie; ils sont pleins de stipulations n'ayant qu'une portée limitée; la plus intéressante, à un point de vue général, est celle qui crée un conseiller représentant dans les conseils la Société des Nations.

Depuis la création de la Banque, la couronne a regagné 30 p. c. de sa valeur. Ce qui a rendu possible la mise en circulation d'une nouvelle monnaie, le pengö, rendue obligatoire le 1^{er} janvier 1927.

Bien que les statuts ne lui imposent qu'une encaisse de 20 p. c. de la circulation, la Banque a rassemblé une couverture d'or de 41,2 p. c. de la circulation et une couverture totale de 54,4 p. c.

Avant-guerre (1), 2.000 maisons de banque fonctionnaient en Hongrie, 800 sur le territoire actuel de ce pays. Ce nombre n'a guère changé.

Pendant la période de dépréciation, en Hongrie comme ailleurs, un grand nombre de banques ont surgi, mais la période de déflation a permis de pratiquer une épuration nécessaire. 600 banques, soit les

(1) Sir William Goode. « Banking in Hungary. » *The Banker*, janvier 1927.

trois quarts des institutions existantes sont affiliées à la Commission centrale des banques.

Ce qui caractérise les institutions hongroises de crédit, c'est l'interpénétration entre les opérations de caisse d'épargne et les opérations commerciales. Les caisses d'épargne et les banques commerciales acceptent des dépôts, font de l'escompte, accordent des prêts sur hypothèques, s'intéressent aux entreprises industrielles et commerciales et y participent.

Il y a peu d'entreprises industrielles hongroises qui soient dégagées d'un contrôle bancaire.

La dépréciation a, pendant longtemps, obscurci les bilans des banques. Mais à partir du 1^{er} janvier 1925, elles se sont mises à établir leurs bilans sur la base-or. Le capital et les réserves se sont trouvés réduits à 24,4 p. c. des chiffres d'avant-guerre. Les engagements envers les tiers sont réduits à 12,2 p. c.

L'inflation a, en outre, modifié les courants d'affaires. Avant la guerre, les banques hongroises faisaient d'importantes avances sur hypothèques et aux municipalités; elles se procuraient les fonds par l'émission d'obligations municipales et hypothécaires. La dépréciation des billets, en réduisant la valeur de ces titres, en détourna l'épargne. Ces opérations cessèrent donc et ce n'est que depuis que la confiance dans le pengö a commencé à renaître qu'elles reprennent, avec l'aide de capitaux étrangers, principalement américains (3,6 millions de livres sterling) et anglais (1,5 millions de livres sterling).

Londres et New-York ont également participé à des émissions des municipalités et des arrondissements. Les fonds provenant de l'émission sur les marchés étrangers ont concouru, avec l'épargne renaissante, à reconstituer le capital circulant.

Suivant l'Office central hongrois de statistique, les dépôts près les caisses d'épargne postales sont passés de 89 millions de pengös au 30 juin 1924 à 658 millions de pengös au 30 juin 1926, atteignant ainsi 35,4 p. c. de leur niveau d'avant-guerre, contre 4,8 p. c. au 30 juin 1924.

En 1925, les bénéfices bruts des dix principales banques ont atteint 37 p. c. des chiffres d'avant-guerre et les bénéfices nets 14,9 p. c. seulement.

Cette différence est due au fait que les frais de personnel sont de 40 p. c. plus élevés qu'avant-guerre, par suite notamment de la complication de la législation qui exige un surcroît de personnel.

Cependant, des bénéfices réduits permettent de rémunérer le capital reconstitué à concurrence de 8,6 p. c. de la valeur nominale de ce dernier et de 7,6 p. c. du cours en Bourse à fin avril 1926. Aussi, les valeurs de banque ont-elles enregistré des plus-values allant de 18,2 p. c. à 45,6 et 51 p. c.

À côté des banques proprement dites, il existe trois banques agricoles hypothécaires, créées avec l'aide de l'Etat et contrôlées par lui.

Viennent ensuite les banques coopératives, groupées en une association centrale. Le capital de ces banques est assez réduit, mais leur nombre est élevé.

La Caisse d'épargne postale est une entreprise d'Etat destinée à encourager l'épargne de la classe laborieuse. Elle a organisé un service de paiements par chèques, elle place des fonds en dépôt à la Banque Nationale, en obligations et en prêts sur gages.

L'Association centrale des entreprises de banque, fondée en 1916, est un organisme central chargé du contrôle des banques; en cas de crise, elle soutient ses adhérents en leur accordant des crédits; elle procède à une inspection annuelle des petites banques et s'oc-

cupe de celles qui doivent être réorganisées ou liquidées. Les paiements par chèque sont encore peu usités, de même que les virements; il existe cependant trois chambres de compensation, dont une pour les opérations de Bourse.

Enfin, pour terminer, ajoutons que des banques étrangères sont fortement intéressées dans des institutions de crédit hongroises, notamment la Anglo-International Bank et la British and Hungarian Bank.

INFORMATIONS FINANCIÈRES

LA REFORME MONETAIRE EN BELGIQUE.

M. Roger Auboin a publié dans *l'Europe Nouvelle*, du 22 janvier 1927, un article sur la réforme monétaire en Belgique, qu'il compare à celles effectuées en Allemagne et en Italie. Vu l'intérêt qui s'attache à cette question, on a jugé utile de publier intégralement cette étude sur les finances belges.

» Les premiers billets libellés en belgas viennent de sortir des presses de la Banque Nationale de Belgique.

» Cette émission est le signe matériel de la réforme monétaire que réalise le gouvernement de Bruxelles. Le belga, on le sait, a été choisi comme nouvelle unité monétaire devant seule servir à la cotation des changes sur la base de 7 belgas pour un dollar.

» Le franc reste monnaie légale à l'intérieur, sa stabilité étant assurée par son rapport fixe avec le belga à raison de 5 francs pour un belga. Les nouveaux billets sont libellés à la fois en francs et en belgas afin de rendre plus apparent le lien des deux unités et de respecter les habitudes acquises par l'usage courant du franc.

» Il n'y a pas là une simple question de commodité. La Belgique a mis en œuvre une formule originale de réforme financière. Créant une nouvelle monnaie tout en laissant subsister l'ancienne, elle s'est efforcée de cumuler le bénéfice des deux systèmes, innovant suffisamment pour consacrer aux yeux de tous le retour à l'étalon d'or et conservant assez des habitudes acquises pour ralentir le plus possible l'ajustement de l'économie intérieure au niveau des prix mondiaux.

» Le calcul s'est révélé juste. Non seulement le mécanisme technique de stabilisation a été mis en œuvre avec succès puisque, trois mois après la réforme, la stabilité du change n'a été à aucun moment menacée et que les billets en circulation sont couverts par de l'or et des devises dans la proportion de près de 60 p. c., mais encore la Belgique a évité la crise grave qu'ont connue des pays comme l'Autriche ou l'Allemagne.

» Sans doute l'économie belge a été heureusement favorisée par deux événements extérieurs: la grève des charbonnages anglais et la hausse rapide du franc français qui ont, par des voies différentes, conduit au

même résultat: l'élimination temporaire du concurrent anglais et du concurrent français.

» Mais il n'est pas douteux que, malgré la hausse inévitable des prix de détail, les prix belges ne soient restés, après la stabilisation, relativement bas. Les prix de gros sont actuellement aux environs de 860, accusant même une légère baisse sur les cours de fin d'année, ce qui, au change de 175 francs pour une livre, ramène l'indice des prix en or à 123, alors que les prix allemands oscillent entre 130 et 135 et les prix anglais autour de 150.

» Il est bien évident qu'aucun artifice monétaire ne peut à la longue empêcher les prix de s'ajuster à la valeur effective imposée par les réalités économiques: abondance ou rareté de la main-d'œuvre et des matières premières, perfectionnement de l'outillage et des transports, méthodes de fabrication, importance des dépenses publiques grevant les frais généraux de l'industrie, etc.

» Mais l'expérience montre que l'inévitable ajustement à ces réalités peut être grandement facilité par les mesures techniques prises par les pouvoirs publics.

» De la justesse de leurs prévisions, de leur résistance aux entraînements d'une politique de prestige ou de sentiment, dépend la prospérité de l'économie nationale.

» Cette prospérité est nécessaire, non seulement pour fournir au Trésor les larges et régulières rentrées indispensables au maintien de l'équilibre budgétaire, mais encore pour permettre la mise en valeur normale des richesses du pays.

» Quelle est la première condition de tout progrès technique, de toute amélioration d'outillage, de toute utilisation des richesses naturelles de la métropole ou des colonies?

» C'est la possibilité d'investir à long terme les capitaux nécessaires.

» Ces capitaux, indispensable instrument de tout progrès effectif, il faut que le pays puisse les produire régulièrement, grâce à la marge existant entre sa production et sa consommation. Sinon, il est obligé de les demander à l'étranger.

» C'est ce qu'a dû faire l'Allemagne lorsque, après

l'inflation, elle s'est trouvée entièrement privée de fonds de roulement.

» Sans tenir compte de l'emprunt Dawes, le total des emprunts étrangers émis de 1924 à 1926 par les collectivités publiques et les entreprises privées du Reich s'est élevé à plus de 2 milliards et demi de Reichsmarks et les pouvoirs publics ont dû réagir récemment contre cet abus du crédit étranger.

» C'est ce qu'a fait également, mais pour d'autres raisons, l'Italie.

» Un décret du 10 décembre 1925 a, en effet, organisé au bénéfice du Trésor les émissions des entreprises privées italiennes sur les marchés étrangers. Le produit

de ces émissions est versé en devises à l'Etat qui en fournit la contre-valeur en lires et s'engage à fournir par la suite les devises nécessaires à l'intérêt et à l'amortissement. Plus de 100 millions de dollars ont été ainsi empruntés en un an par l'industrie et versés au Trésor italien.

» C'est cette politique systématique d'emprunt qui a permis au gouvernement de ramener en quelques mois la lire du cours de 150 au cours de 107 pour une livre.

» Politique de prestige monétaire et politique d'inflation se payent du même prix : l'emprise des capitaux étrangers sur l'économie nationale. »

LA PRODUCTION DE L'OR DANS LE RAND ET LES RESERVES MONDIALES (1).

D'après les statistiques qui viennent d'être publiées, la production d'or des mines du Rand a atteint, en 1926, le chiffre de 10.062.852 onces, qui n'avait encore jamais été atteint.

Le tableau ci-dessous permettra de se rendre compte du développement du rendement des exploitations :

ANNÉES	Poids d'or fin (en onces)	Valeur (prix £ 4,4773 par once)
1884	2.576	10.096
1885	1.414	6.010
1886	8.171	34.710
1887	39.880	169.401
1888	227.740	967.416
1889	350.909	1.490.568
1890	440.152	1.869.645
1891	688.439	2.924.305
1892	1.069.058	4.541.071
1893	1.290.218	5.480.498
1894	1.805.000	7.667.152
1895	2.017.443	8.569.555
1896	2.025.510	8.603.821
1897	2.743.518	11.653.725
1898	3.823.367	16.240.630
1899	3.637.713	15.452.025
1900	348.761	1.481.442
1901 (1)	258.032	1.096.051
1902 (1)	1.718.921	7.301.501
1903 (1)	2.972.897	12.628.057
1904	3.773.517	16.028.883
1905	4.909.541	20.854.440
1906	5.792.823	24.606.336
1907	6.450.740	27.400.992
1908	7.056.226	29.973.115
1909	7.295.108	30.987.650
1910	7.527.108	31.973.123
1911	8.249.461	35.041.485
1912	9.107.512	38.686.250
1913	8.798.336	37.372.949
1914	8.394.322	35.656.814
1915	9.093.902	38.628.437
1916	9.296.618	39.489.522
1917	9.018.084	38.306.381
1918	8.418.292	35.758.636
1919	8.330.091	35.383.974
1920	8.151.172	34.133.123 (2)
1921	8.114.586	34.941.797 (2)
1922 (3)	7.020.110	31.371.587 (2)
1923	9.138.730	39.794.585 (2)
1924	9.597.634	42.865.345 (2)
1925	9.599.702	40.234.265
1926	10.062.852	41.822.257
Totaux	208.666.095	905.502.625

(1) Période de la guerre des Boers.

(2) Valeur déclarée.

(3) Grève des mineurs blancs.

D'après le dernier bulletin du Federal Reserve Board des Etats-Unis, le stock de métal jaune dans le monde en 1925 représentait 9.343 millions de dollars, contre 5.421 millions de dollars en 1913.

La répartition de ce stock est particulièrement intéressante, car elle permet de se rendre compte des déplacements survenus depuis la guerre.

PAYS	1925	1913
(En millions de dollars.)		
Etats-Unis	2.870	262
France	711	679
Angleterre	703	170
Japon	576	65
Espagne	490	92
Argentine	436	225
Allemagne	288	279
Italie	219	288
Canada	203	143
Hollande	178	61
Australie	165	22
Indes (rés. en roupies)	109	73
Russie	94	787
Suisse	90	33
Java	73	10
Suède	62	27
Uruguay	57	11
Bésil	56	53
Danemark	56	20
Belgique	53	59
Afrique du Sud	44	40
Norvège	39	13
Nouvelle-Zélande	38	25
Chili	34	?
Tchécoslovaquie	31	—
Roumanie	26	29
Pologne	26	—
Egypte	17	10
Yougoslavie	15	—
Hongrie	10	—
Portugal	9	9
Grèce	9	5
Finlande	8	7
Bulgarie	8	11
Autriche (-Hongrie)	2	251
Total	9.343	5.421

Au moment où la question de la reconstitution des encaisses métalliques des banques d'émission préoccupe beaucoup d'esprits, ces indications sur l'accroissement de la production aurifère sont particulièrement intéressantes. Le problème de l'or fera, du reste, l'objet d'une étude qui sera publiée prochainement dans ces colonnes.

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

L'EMPLOI DU TERME « BANQUE ».

The Bankers Magazine signale que la Commission de réforme de la loi sur les sociétés commerciales en Grande-Bretagne, *Company Law Amendment Committee*, a essayé d'arriver à une solution relative à l'emploi des termes « banque » ou « opérations de banque » dans le nom d'une entreprise. On n'ignore pas que cette question attend encore une solution qui puisse satisfaire à la fois les banques sérieuses et les économistes. Il n'a pas encore été possible de trouver une définition de la banque qui puisse empêcher l'emploi abusif du terme, sans entraver la liberté dont jouissent les banquiers établis ou sans restreindre les opérations financières menées par des entreprises qui ne sont pas des banques et n'en ambitionnent pas le nom.

La Commission place sur le même plan l'usage du mot « banque » que celui des qualificatifs « impérial » et « royal », en le soumettant au consentement, à l'autorisation du ministère du Commerce. Ceci amènerait le pouvoir exécutif à formuler les définitions devant lesquelles recule la Commission.

LA BAISSÉ DU TAUX DE L'ESCOMPTE EN ALLEMAGNE (1).

Le 11 janvier, la Reichsbank a abaissé de 6 à 5 p. c. le taux de l'escompte, tout en laissant à 7 p. c. le taux des prêts sur titres; cette mesure ressemble à celle prise par la Banque Nationale de Belgique et ramène, d'autre part, la Reichsbank à sa politique d'avant-guerre, qui laissait subsister un écart de 2 p. c. entre les deux taux d'intérêt.

Elle indique également la volonté du Dr Schacht, de favoriser la reprise des opérations à court terme garanties par des effets commerciaux et de réfréner la tendance aux prêts sur titres. Aux fins de mois, ce dernier usage prenait une grande importance, ce qui diminuait la liquidité des banques privées et alourdissait la situation de la Reichsbank. Enfin, en renforçant la différence entre les deux taux, on espère entraver la spéculation de Bourse et la Reichsbank désire, d'autre part, contribuer à la baisse des prix.

Le *Financial Times* se demande si la Reichsbank pourra maintenir ce taux si la « Bank of England » n'abaisse pas le sien. Actuellement, le marché moné-

taire allemand est exagérément liquide « over liquid », parce que les taux élevés d'intérêt y ont attiré de nombreux capitaux étrangers, dont le Dr Schacht, ce n'est pas un secret pour personne, désire diminuer l'emploi, attendu que les fonds étrangers, par les paiements d'intérêts qu'ils provoquent, tendent à modifier la balance des paiements.

LA BAISSÉ DU TAUX DE L'ESCOMPTE EN AUTRICHE.

Le taux de l'escompte de la Banque Nationale a été ramené, à partir du 18 janvier, de 7 à 6 1/2 p. c. Le taux des prêts sur titres a été diminué d'un 1/2 p. c. à partir de la même date.

LES COURS DES ACTIONS ALLEMANDES EN 1926.

Les cours des actions allemandes ont subi, en 1926, une forte hausse: d'une façon générale, ils ont doublé. Les principaux facteurs qui ont favorisé ce mouvement sont: l'amélioration de la situation politique et des circonstances économiques, la constitution du cartel international de l'acier brut et celle du Stahlverein, d'importantes transactions, des inventions de grande portée dans l'industrie chimique, etc.; en outre, par suite des apports de capitaux étrangers, le marché de l'argent demeurait relativement liquide.

Le cours des valeurs de l'industrie chimique, fortement influencé par celui des actions de la *Farbenindustrie*, a triplé. L'industrie métallurgique a vu ses actions atteindre une fois et demie leur valeur, tandis que les actions de l'industrie des navires ont doublé de valeur. En comparaison avec le début de 1925, le niveau des cours, pour les actions de l'industrie des navires, n'a été dépassé que par celui des actions des brasseries; celles-ci ont atteint, par suite de la distribution de dividendes élevés, 171,24 p. c. de la valeur qu'elles avaient au début de l'année 1925.

Les cours les moins élevés, par rapport à ceux du début de 1925, sont ceux des actions se rapportant aux industries suivantes: wagons, cuir, machines, potasse.

Le tableau suivant, qui prend pour base le chiffre 100 au 2 janvier 1925, nous permet de nous faire une idée des fluctuations subies par le cours des actions en 1926:

CATÉGORIES D'INDUSTRIES	7 fév. 1925	2 janv. 1926	5 juin 1926	3 juill. 1926	7 août 1926	1 sept. 1926	2 oct. 1926	6 nov. 1926	5 déc. 1926	31 déc. 1926
Métallurgie	105.86	50.13	77.60	103.04	108.17	109.15	111.30	129.28	122.70	127.72
Potasse	100.49	49.83	71.60	76.84	77.16	75.34	79.80	86.02	78.89	85.60
Chimie	89.16	47.52	87.90	111.63	123.05	121.17	127.14	153.04	114.15	149.81
Electricité	93.90	59.75	109.09	117.67	123.96	133.51	135.51	141.71	133.68	142.33
Machines	100.87	31.36	43.93	57.81	65.39	61.49	65.68	79.47	73.94	80.81
Autos	130.53	42.48	77.12	95.68	95.14	101.61	99.46	119.09	119.21	119.07
Wagons	101.67	20.05	39.32	51.69	48.87	42.78	36.21	42.07	40.11	43.30
Textiles	112.56	70.61	80.80	87.91	92.02	95.23	102.72	114.78	113.70	119.33
Cuir	106.77	36.83	42.41	42.86	48.51	58.38	57.79	63.87	61.66	68.91
Papier	102.06	57.88	95.77	109.73	118.96	124.37	126.62	142.71	154.04	128.90
Construction	106.99	52.12	86.50	92.87	101.69	111.48	116.41	131.28	128.89	140.60
Brasserie et spiritueux	109.25	81.39	112.05	126.39	135.93	148.21	154.86	157.71	163.34	171.24
Sucres	99.90	43.25	58.81	61.29	67.26	77.22	84.39	90.25	97.66	115.63
Meunerie	99.47	47.45	77.33	82.58	86.55	102.43	103.76	104.41	99.90	109.61
Navires	103.84	83.41	115.55	132.02	140.58	142.09	152.81	181.60	177.25	270.11
Chemins de fer	127.80	101.99	135.06	135.95	143.63	151.12	148.75	159.51	153.81	163.44
Banques	105.73	83.41	111.64	126.44	138.37	141.02	147.82	165.15	158.64	167.56
Assurances	130.35	80.26	118.87	119.57	116.36	124.58	130.42	147.87	142.78	143.13

(1) Cfr. *Bulletin* n° 2, du 15 janvier 1927, p. 41.

Si nous dressons un graphique à l'aide de ces chiffres, nous remarquons dans l'ensemble :

Une hausse générale au cours du premier trimestre 1926.

Au deuxième trimestre, une baisse pour les wagons, le cuir et la potasse, tandis que les cours des autres actions continuent à monter.

Au troisième trimestre, une forte hausse — excepté pour les machines, la potasse et l'industrie automobile, où la hausse est très faible, et pour les wagons, qui subissent une baisse très marquée.

Au quatrième trimestre, la hausse est faible pour les wagons, le cuir, les machines et la potasse; les autres actions — en particulier, celles de l'industrie des navires — atteignent des cours excessivement élevés.

LES BILLETS

DES CHAMBRES DE COMMERCE FRANÇAISES.

On s'est demandé quel est le montant des billets émis pendant la guerre par les Chambres de Commerce qui n'ont pas été présentés au remboursement aux dates prescrites pour cette opération.

D'après le ministère des Finances, le montant total des billets des Chambres de Commerce dont le remboursement n'a pas été demandé par les porteurs dans les délais fixés s'élève approximativement à 40 millions de francs. Dès le début de la mise en circulation des dits bons de monnaie, il a été convenu que les compagnies émettrices y procéderaient, sous leur responsabilité, mais que si, le cas échéant, elles devaient prendre les risques à leur charge, elles conserveraient, toutefois, les bénéfices éventuels à provenir des émissions. Ces bénéfices ont été affectés, sous le contrôle de l'Etat, pour une très large part à des travaux nationaux ou de grande utilité publique; le reliquat a été réservé aux besoins plus immédiats des services des Chambres de Commerce présentant dans leur circonscription un caractère d'intérêt général. Il convient d'ajouter que de nombreuses Chambres de Commerce ont versé spontanément, à titre de contribution volontaire, une partie de leurs bonis.

LES EXPORTATIONS FRANÇAISES D'OR.

L'American Exchange Irving Trust Company a reçu 4 millions de dollars d'or français. L'exportation de l'or étant interdite en France, cette quantité importante n'a pu être fournie que par le Gouvernement et la Banque de France.

Il est donc probable que cet or provient des pièces rachetées par la Banque de France au public. Le montant de ce rachat — évalué à 7 1/2 millions de livres sterling — n'a pas, d'après le *Financial News*, été ajouté à la réserve-or de la Banque de France; il constitue, avec l'argent acheté pendant cette dernière période, un poste isolé. Vraisemblablement, la Banque de France vise à l'acquisition de dollars plutôt qu'à

l'accroissement de sa réserve-or — quoique, en France, l'or ne soit généralement pas destiné à la couverture de la monnaie.

Vu l'instabilité de la situation financière, on vise surtout à renforcer les réserves en devises étrangères.

AUGMENTATION DES DEPOTS D'OR DE LA BANQUE NATIONALE AUTRICHIENNE.

Le stock de la Banque Nationale d'Autriche en or monnayé ou en lingots, qui, dans le courant de l'année précédente, n'avait subi que des modifications peu sensibles, accuse depuis quelques mois un accroissement continu. La première augmentation notable a eu lieu en juillet, par suite d'un important achat d'or à Londres; par la suite, les rentrées provenant de l'intérieur ont subi une forte augmentation. Il n'est pas vraisemblable que l'agio du schilling, qui en marché libre a quelque peu pesé sur le prix de l'or, ait présenté un certain attrait aux vendeurs, attendu que la Banque Nationale est tenue d'échanger l'or en barres contre des schillings au cours légal (1 kilogramme = 4.723,20 schillings).

Le tableau ci-dessous fait ressortir l'accroissement des encaisses-or depuis le mois de mai de cette année (en schillings) :

7 mai	14.830.000
7 juin	18.313.000
7 juillet	19.058.000
7 août	38.275.000
7 septembre	43.419.000
7 octobre	46.919.000
31 octobre	48.011.000

Fin octobre, l'encaisse-or représentait environ 9 p. c. des réserves-or et devises-or, et 5 1/2 p. c. de la circulation fiduciaire.

LA NOUVELLE MONNAIE METALLIQUE DE LA FINLANDE.

La Finlande a décidé d'adopter une nouvelle monnaie métallique. Les monnaies divisionnaires ne seront pas modifiées, mais des pièces d'or de 200 et de 100 marks seront frappées, au diamètre respectif de 22,5 et de 18,5 millimètres.

LES EMPRUNTS ALLEMANDS AUX ETATS-UNIS (1).

Le gouvernement américain est préoccupé par le montant important des emprunts contractés par les pays et les municipalités allemands sur le marché de la république fédérale.

Les efforts du gouvernement allemand pour réfréner les opérations financières des administrations locales ont échoué jusqu'à présent.

(1) Cfr. *Bulletin* n° 3, du 22 janvier 1927, p. 56.

L'AUGMENTATION DU CAPITAL DE LA NATIONAL CITY BANK.

L'assemblée des actionnaires a porté le capital de 50 à 75 millions de dollars.
Les réserves restent fixées à 50 millions de dollars
Fin 1926, les dépôts ont atteint 1.083.599.000 dollars

INFORMATIONS ÉCONOMIQUES GÉNÉRALES

LA BALANCE COMMERCIALE DE LA GRANDE-BRETAGNE.

Le commerce extérieur de la Grande-Bretagne s'est élevé en 1926 à 2.020.321.816 livres sterling, en diminution de 227.810.876 livres sterling ou 11 p. c. sur les chiffres de 1925. C'est le chiffre le plus bas depuis 1923, alors que le commerce extérieur atteignit 1.982.027.790 livres sterling seulement. La diminution doit être attribuée en ordre principal à la grève des mineurs de charbon. La baisse du prix y a également contribué, l'index des prix ayant atteint, en décembre 1926, le niveau le plus bas depuis la fin de la guerre. La baisse pour l'année a été de plus de 7 p. c., l'index du prix de gros étant à 142,1 le 31 décembre 1926, contre 152,8 le 31 décembre 1925.

Ce sont les exportations qui ont le plus souffert des conditions générales: elles sont tombées de 149.959.365 livres sterling, soit 16.1 p. c. Elles n'ont atteint de la sorte que 777.458.137 livres sterling, le chiffre le plus bas auquel on soit tombé depuis 1918. Les importations ont déchu de 77.851.511 livres sterling, ou de 5,8 p.c., elles n'ont atteint que 1,242,863.679 livres sterling.

Il convient de noter que le taux de réduction des réexportations est plus important que le taux de diminution des exportations de marchandises anglaises.

Le déficit visible de la balance commerciale est de 465.406.000 livres sterling, contre 393.298.000 livres sterling en 1925 et 386,502,000 livres sterling en 1924. Pendant les quatre premiers mois de l'année, la balance commerciale fut en faveur de la Grande-Bretagne, les importations diminuant plus que les exportations. Mais la grève renversa la situation, par suite notamment des importations de charbon.

Un tel déficit ne s'est pas produit depuis des années. En 1918, le déficit était de 784.000.000 de livres sterling et de 663.000.000 de livres sterling en 1919. Le déficit des années de guerre fut comblé par l'emprunt et par la liquidation du portefeuille étranger, la totalité des valeurs américaines étant rapatriées. Le déficit considérable de la balance commerciale en 1926 soulève le problème de savoir comment il sera comblé dans la balance des comptes.

En 1925, estime le « Board of Trade », les exportations invisibles se sont élevées à 429.000.000 de livres sterling, 250.000.000 de livres sterling de revenu sur les placements étrangers, 115.000.000 de livres sterling de frets, 40.000.000 de livres sterling de commissions, 9.000.000 de livres sterling de dépenses de navires étrangers dans les ports britanniques et 15.000.000 de livres sterling de rentrées diverses.

Après déduction de 15.000.000 de livres sterling pour les paiements du gouvernement à l'étranger, on peut estimer que la Grande-Bretagne a disposé d'un excédent de 28.000.000 de livres sterling, placé à l'étranger. L'excédent était de 63 millions de livres sterling en 1924 et de 153 millions de livres sterling en 1923. Il est à présumer qu'en 1926, les rentrées provenant du trafic maritime et du portefeuille étranger ont été plus fortes qu'en 1925. Il est donc vraisemblable que le total des revenus invisibles a été plus élevé en 1926 qu'en 1925, d'autant plus que les chiffres pour les années précédentes ont fort probablement été sous-estimés. Il arrive en outre souvent que le montant net du capital placé à l'étranger dépasse le revenu apparent disponible à cette fin. Ainsi, le montant des émissions étrangères en 1924 s'est élevé au double de l'excédent établi par le « Board of Trade »; en 1925, il a atteint le triple. En 1926, les placements étrangers se sont élevés à 112.500.000 livres sterling.

Il est cependant évident qu'il est impossible d'établir un rapport rigoureux et mathématique entre les excédents et les placements d'une année.

Une partie de ces derniers peut être constituée au moyen de revenus antérieurs ou peut provenir du remboursement de prêts venus à échéance.

Tous ces faits pris en considération, il est raisonnable de croire que dans le passé, les ressources invisibles de la Grande-Bretagne ont été considérablement sous-estimées. Si l'on considère qu'en 1926, les placements ont été considérables, il semble que la forme de la livre, malgré le déficit considérable de la balance commerciale, est due à ce que la balance des comptes présente un excédent favorable.

L'ACTIVITE DE LA MARINE BELGE.

La vente de certains navires du « Lloyd Royal Belge » se poursuit activement; la « Sutherland Steamship Cy », de Newcastle, a repris, pour la somme de 39.170 livres sterling, le vapeur « Gascogne » (8.077 tonnes). Elle avait déjà acquis antérieurement deux autres vapeurs modernes: l'« Alsace » (8.150 t.) et le « Taxandrie » (8.200 t.), à des prix à peu près analogues. Le « Bourgogne » (5.196 t.) a été vendu pour une somme de 40.000 livres sterling à la « Buenos-Ayres Great Southern Railway », ainsi que l'« Australie » (1).

Le service Ostende-Douvres a été extrêmement actif au cours de l'année 1926; il a effectué le transport de 300.009 passagers, tandis qu'en 1925, ce nombre ne s'élevait qu'à 298.479. En 1913, alors qu'il y avait trois services par jour, le nombre de passagers n'atteignait que 268.002.

Au port de Bruxelles sont entrés, pendant l'année écoulée, 497 navires d'un tonnage de 170.514 tonnes, avec un chargement de 179.257 tonnes. Il en est sorti 503 navires d'un tonnage de 167.439 tonnes, transportant 89.632 tonnes de marchandises. Comparativement à l'année 1925, on note une diminution de 22 navires (28.031 t.) à l'entrée et de 10 navires (32.586 t.) à la sortie. Cette diminution est due à la grève anglaise; les importations de charbon anglais n'ont repris qu'à la fin décembre.

LE MONOPOLE FRANÇAIS DES ALLUMETTES.

Le gouvernement français soumettra sous peu aux Chambres un projet de réforme du monopole des allumettes.

Le gouvernement aura le contrôle absolu de l'entreprise et la détermination du prix sera laissée exclusivement au ministre des Finances.

La différence entre le prix de revient des allumettes calculé sur la base actuelle et le prix de vente sera divisée en deux parties: la première fera retour au gouvernement, la seconde constituera le bénéfice de la compagnie concessionnaire.

Le gouvernement pourra réclamer sa part avant même la vente des allumettes au public.

La concession ne sera accordée qu'à une société purement française, dont les actions seront nominatives. Le capital étranger ne pourra dépasser 35 p. c. de la mise totale.

La société en formation s'est assuré le concours du trust suédois qui fournira les machines et les matières premières au prix coûtant.

Le gouvernement et la compagnie formeront un « office national des allumettes » qui recevra les bénéfices-réalisés sur la baisse du prix de revient actuel. Ces profits seront versés à l'Etat pendant un certain

(1) Cfr. *Bulletin* n° 24, du 25 novembre 1926, p. 568.

nombre d'années. Actuellement la régie des allumettes ne peut suffire aux commandes et doit s'approvisionner en Suède. Les bénéfices sur la vente des allumettes étrangères sont énormes alors que la vente des allumettes fabriquées par la régie laisse souvent une perte par suite d'une mauvaise administration. A l'avenir, les allumettes nécessaires à la France, à ses colonies et protectorats devront être manufacturées en France.

Le statut du personnel sera préservé, mais on engagera certains techniciens étrangers, dont le nombre ne pourra pas dépasser 1/2 p. c. de l'effectif total.

La compagnie nouvelle devra déposer entre les mains du gouvernement français une garantie de 80.000.000 de dollars.

Le plan actuel est le résultat de tentatives et de négociations du trust suédois avec les différents cabinets français.

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

Date de publication	Nombre de	
	faillites	concordats homologués
14 janvier 1927	15	1
Depuis le 1 ^{er} janvier 1927	21	7

RAPPORT DES EFFETS IMPAYES AUX EFFETS PRESENTES A L'ENCAISSEMENT PAR LA BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE PENDANT LES MOIS DE:

	Octobre	Novembre	Décembre
Nombre total des effets présentés . .	102.677	85.425	74.633
Montant total des effets présentés fr.	523.161.000	409.683.000	343.431.000
Nombre des effets impayés	4.744	3.874	3.644
Montant des effets impayés . . . fr.	10.540.000	8.213.000	7.893.000
Pourcentage du nombre des effets refusés	4,62 %	4,53 %	4,88 %
Pourcentage des capitaux	2,01 %	2,--- %	2,30 %

Marché des changes.

Les transactions, d'un chiffre souvent élevé, en titres belges et en valeurs internationales que la Bourse a vu se renouveler presque quotidiennement depuis huit jours, ont eu, dans une certaine mesure, leur répercussion sur le marché des changes. L'étranger fut, cette semaine encore, le principal acheteur en la plupart de nos fonds d'Etat. Le change amené par ces opérations fut repris, en partie, par le compartiment des valeurs traitées à terme, pour régler des achats de titres sur les places extérieures. Le surplus a été absorbé par le marché lui-même, qui continue de rechercher du sterling et du dollar aux fins de placer momentanément à l'extérieur le surcroît de ses disponibilités.

En dehors de ces transactions d'un caractère particulier, qui furent plus importantes que nombreuses, les affaires ont été plutôt languissantes. Privé depuis la stabilité relative du franc français d'une large source d'arbitrages, le marché cherche maintenant à tirer parti des fluctuations de la lire et de la peseta. La devise italienne s'est montrée hésitante entre 112 et 113 1/2. Tour à tour attirée vers un de ces deux cours, elle s'est finalement maintenue au delà de 113. L'Espagne, par contre, a nettement repris son mouvement ascensionnel. Elle vient de s'inscrire à Londres à 29,60.

A New-York, la livre sterling a subi pendant ces dernières quarante-huit heures un recul sensible. Après une résistance de plusieurs jours autour de 485 3/8, elle a brusquement fléchi à 485 1/16. Cette dépression ne ferait qu'anticiper, dit-on, celle qui se produira vraisemblablement au moment de la diminution du taux de la Banque d'Angleterre à laquelle la Cité semble s'attendre d'ici peu.

Le franc français quoique ayant un marché très régulier, trahit une tendance plus lourde qu'il y a huit jours. Il cote à Londres 122,85, contre 122,25.

Marché des titres.

Une très grande fermeté — fermeté excessive, dirons-nous — a marqué les transactions de la semaine écoulée, au marché des titres, et c'est parfois avec des écarts impressionnants sur les cours pratiqués il y a peu de temps encore, qu'ont clôturé certaines valeurs particulièrement en vogue! Citons, entre autres: la fondateur Chemin de Fer Réunis qui passe de 7375 à 8200, la Welkenraedt qui va de 9850 à 11400, la fondateur Tramways de Rosario qui de 4000 atteint 4650, la privilégiée Electricité et Traction qui bondit de 2275 à 2950, cependant que la fondateur Société Financière de Transports ascensionne de 38000 à 50000.

Au milieu de ces mouvements d'aspect désordonné qui procèdent à la fois d'un optimisme reconfortant, mais peut-être trop chaud, et de tendances spéculatives, telles que chaque période de grande activité boursière

en voit naître, il est remarquable de constater que le redressement progressif de nos titres de rentes s'opère avec persévérance, avec méthode, pourrait-on dire. L'abaissement récent du taux de l'escompte attire évidemment vers ces titres l'attention du capitaliste réfléchi. Celui-ci — nous sommes bien forcés, de nous répéter — veut à la fois s'assurer un rendement intéressant des capitaux dont il dispose, et se réserver du côté des cours, de sérieuses chances de plus-value au fur et à mesure que, selon l'ordre normal des choses, diminuera le loyer de l'argent.

Des achats répétés portent le 3 p. c., de 55 à 57; le 5 p. c. 1921 à prime, de 403 à 407 1/2; la Restauration Nationale, de 77.90 à 81; le Consolidé, de 86 à 90; les Dommages de Guerre 1921, de 165 à 175; 1922, de 200 à 221; 1923, de 412.50 à 430, et font se redresser vivement l'action privilégiée de la Société Nationale des Chemins de Fer Belges, qui, l'avalanche d'offres passée, se porte à 508 fr., contre 486 il y a quelques jours. On nous signale, à propos de cette dernière valeur, que des achats d'importance extraordinaire sont effectués chaque jour, pour compte étranger. Nous ne nous en étonnons pas, mais nous croyons ne pas nous tromper en disant que l'épargne belge, de son côté, ne néglige pas non plus ce titre si intéressant.

Rien ne vaut l'éloquence des chiffres, et pour bien mesurer l'importance du chemin parcouru dans le redressement de nos titres de rentes, il suffit d'un coup d'œil accordé au tableau ci-après qui met en parallèle les cours au 16 novembre 1926 et au 21 janvier 1927, soit à deux mois de distance à peine, de quelques-uns des fonds les plus généralement traités:

NATURE DES TITRES	Cours au 16 nov. 1926	Cours au 21 janv. 1927
Dette Belge 2 ^e série.....	52,50	57,—
Emprunt Intérieur à primes....	345,—	407,50
Emprunt de la Restauration nat.	64,—	81,—
Dommages de Guerre 1921.....	142,50	175,—
Dommages de Guerre 1922.....	180,—	221,—
Dommages de Guerre 1923.....	350,—	430,—
Emprunt de Consolidation 1921.	72,50	90,—
Annuités dues par l'Etat.....	52,40	66,—
Congo Belge 1909.....	60,50	61,50
Congo 1926 (Kilo-Moto).....	415,50	545,—
Chem. de fer Belges 6 p. c. (Soc. nationale).....	507,—	507,—

Il n'échappera pas que, dans ces conditions, le rendement des placements effectués sur la base des cours du 21 janvier 1927, est assez sensiblement inférieur au rendement qui correspondait aux cours du 16 novembre et qui s'élevait en moyenne, sans qu'il soit tenu compte du coefficient de remboursement, à 7 p. c. net environ.

Malgré cela, ce rendement reste bien supérieur à la moyenne du taux de l'ensemble des valeurs inscrites aux diverses rubriques de la cote, et nos fonds natio-

naux sont encore bien attrayants pour le portefeuille.

Ne convient-il pas, en effet, de se souvenir avant tout, que l'élément primordial qui doit retenir l'attention de l'épargnant qui veut faire fructifier le produit sacré restant de son travail, c'est le **rendement** des placements qu'il effectue. Dans cet ordre d'idées, M. Theunis, ministre d'Etat, au cours de la très intéressante conférence qu'il a faite tout récemment à la Société Belge des Ingénieurs et des Industriels, disait avec raison, dans les considérations fort justes qu'il a développées sur l'évaluation des actions cotées à la Bourse, « qu'en réalité, c'est le dividende qu'il faut considérer », et que « quand un système d'évaluation conduit à des dividendes de 3 ou 4 p. c. pour des actions, on peut être certain qu'on est dans le faux ».

Ces sages principes, dont on semble vouloir s'écarter parfois avec une bien grande légèreté, finiront par imposer leur inéluctable loi, et ce ne sera peut-être pas toujours sans dommages pour ceux qui les auront méconnus.

Les banques ont pris une large part à l'effervescence générale. Assurances Générales va de 8850 à 9525, la Banque du Congo Belge de 3100 à 3325, la Banque d'Outremer de 2800 à 2960 et la Part de Réserve de 13700 à 15100. La Banque Nationale, de son côté, passe de 8000 à 8200; les avis annonçant la mise en souscription publique de 50,000 actions nouvelles ont paru et,

dès à présent, cette opération s'annonce comme devant rencontrer la grande faveur du public.

La hausse fut vive aussi aux tramways, aux trusts et aux entreprises d'électricité. Les quelques chiffres cités plus haut en témoignent à suffisance.

En métallurgie, malgré un calme dominant, certaines valeurs améliorent leurs cours. Il n'en est pas de même aux charbonnages où les réalisations pèsent plutôt sur les dernières cotations.

Aux glacières, qui eurent si souvent le vent favorable, on se dérobe et c'est la baisse, tandis que les verreries accusent parfois des plus-values assez sérieuses.

Les coloniales sont en reprise, et il en est de même des sucreries.

Quant aux valeurs étrangères, elles semblent bénéficier d'une certaine reprise de la faveur que le public leur avait retirée au lendemain de la stabilisation monétaire.

Les hausses que nous y relevons ne sont pourtant pas à comparer à celles relevées du côté de nos bonnes valeurs nationales. Citons, entre autres, parmi les titres classés, les grandes favorites, Canadian et Burbach, qui vont respectivement de 6240 à 6250 et de 7900 à 8100.

Le 26 janvier 1927.

STATISTIQUES

Banque Nationale de Belgique

Principaux postes des Situations hebdomadaires (En milliers de francs)

ACTIF	1913	1926	1927	
	30 décembre	21 janvier	13 janvier	20 janvier
Encaisse :				
Or	249.026	273.863	3.401.232	3.401.666
Traites et disponibilités « or » sur l'étranger	170.328	30.923	2.272.214	2.478.693
Argent, billon et divers.	57.351	91.140	—	—
Portefeuille effets s/ la Belgique et s/ l'étranger	603.712	1.089.687	2.524.796	2.449.839
Avances sur fonds publics	57.901	754.733	160.921	147.180
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 23-10-26	—	—	2.000.000	2.000.000
PASSIF				
Billets en circulation	1.049.762	7.483.415	9.136.783	9.051.532
Comptes Courants particuliers	88.333	478.578	977.203	781.379
Compte Courant du Trésor	14.544	3.484	3.592	102.012
TOTAL des engagements à vue	1.132.636	7.965.177	10.117.578	9.934.923
Quotité % de l'encaisse par rapport aux engagements à vue	41,36 %	4,96 %	53,11 %	53,15 %
Taux d'escompte des traites acceptées	5,— %	7,— %	6,50 %	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 cable \$ = 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. = 145,275 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
20-1	34,00875	28,565	7,1919	287,60	138,575	116,25	31,15	192,0625	183	191,60	21,3125	7,1775	170,5375	101,325	79,80	125,625
21-1	34,91	28,50	7,1919	287,50	138,575	116,375	31,05	192,05	183,50	191,60	21,325	7,176	170,475	101,25	79,95	125,625
24-1	34,907	28,495	7,1919	287,45	138,55	117,325	31	191,99	183,50	191,60	21,3125	7,177	170,35	101,35	79,875	125,60
25-1	34,905	28,46	7,1919	287,45	138,5625	118,15	30,90	192	183,75	191,6875	21,325	7,1785	170,425	101,30	80	125,70
26-1	34,8925	28,39	7,1919	287,3625	138,525	119,70	30,90	192,05	183,65	191,45	21,325	7,1785	170,40	101,375	80,05	125,575

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 f. fr. pour 3 mois
17 janvier 1927	6,50	3,75	4,—	1,—	2,—	D 0,2375	D 3,40
18 —	6,50	3,75	4,—	1,—	2,50	D 0,275	D 3,—
19 —	6,50	3,75	4,—	1,—	2,—	D 0,325	D 3,05
20 —	6,50	3,75	3,875	1,—	2,—	D 0,275	D 3,—
21 —	6,50	3,75	4,—	1,—	2,—	D 0,30	D 2,975
24 —	6,50	3,75	4,—	1,50	2,50	D 0,1125	D 2,80
25 —	6,50	3,625	3,875	1,50	2,25	D 0,0625	D 2,65
26 —	6,50	3,875	4,125	1,50	2,25	D 0,025	D 2,225

Taux de l'escompte des principales banques d'émission.

	Depuis le	P. c.
Allemagne	11 janvier 1927	5
Autriche	18 janvier 1927	6 1/2
Belgique	13 janvier 1927	6 1/2
Danemark	24 juin 1926	5
Dantzig	29 juillet 1926	5,50
Espagne	23 mars 1923	5
Estonie	1 ^{er} octobre 1926	8,50
Etat-Unis (Fed. Res. Bank of N.-York)	12 août 1926	4
Finlande	29 octobre 1925	7,50
France	16 décembre 1926	6,50
Grande-Bretagne	3 décembre 1925	5
Grèce	7 juillet 1926	11
Hollande	3 octobre 1925	3,50
Hongrie	26 août 1926	6
Indes	13 janvier 1927	6
Italie	18 juin 1925	7
Japon	4 octobre 1926	6,57
Lettonie	1 ^{er} janvier 1927	7
Lithuanie	8 février 1925	7
Norvège	27 octobre 1926	4,50
Pologne	10 décembre 1926	9,50
Portugal	26 juillet 1926	8
Roumanie	4 septembre 1920	6
Russie	1 ^{er} janvier 1924	10
Suède	8 octobre 1925	4,50
Suisse	22 octobre 1925	3,50
Tchécoslovaquie	27 octobre 1926	5 1/2
Yougoslavie	23 juin 1922	7

Banque d'Angleterre

(En milliers de £)

	1913	1926	1927	
	27 décembre	21 janvier	13 janvier	20 janvier
ACTIF				
Encaisse métallique				
(Issue Department et Banking D ^e)	33.098	143.712	451.489	451.491
Placements du « Banking Depart. »				
(Effets, prêts s/ titres et fonds publics)	47.129	124.234	411.824	107.760
dont } valeurs garanties par l'Etat	11.199	45.868	34.768	31.883
} autres valeurs	35.930	78.366	77.056	75.877
PASSIF				
Billets en circulation	29.361	141.060	138.084	137.100
Comptes Courants :				
du Trésor (Trésor, Caisse d'Épargne et Caisse				
d'amortissements)	9.421	49.430	15.372	12.052
de Particuliers	42.091	109.152	111.542	111.753
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 %	47,4 %	26,1 %	27,5 %
Taux d'escompte officiel	3,— %	5,— %	5,— %	5,— %

Banque de France

(En milliers de francs)

	1913	1926	1927	
	26 décembre	21 janvier	13 janvier	20 janvier
ACTIF				
Encaisse métallique	4.157.453	5.871.453	5.889.676	5.888.931
Or, argent et devises achetés (loi du 7 août 1926)	—	—	1.581.817	1.637.596
Disponibilités et avoir à l'étranger.	—	572.651	85.828(*)	86.040(*)
Portefeuille	4.526.383	2.958.283	3.584.941	3.593.941
Avances s/ titres, monnaies et lingots	772.403	2.535.291	2.135.682	2.400.541
Avances à l'Etat	205.398	35.000.000	34.750.000	33.850.000
Bons du Trésor français escomptés pour				
avances de l'Etat à des Gouvernements				
étrangers	—	5.225.000	5.591.000	5.593.000
Comptes courants postaux	—	—	535.102	597.248
PASSIF				
Billets en circulation	5.713.551	50.817.769	53.515.489	52.811.032
Comptes Courants du Trésor et des Particuliers	978.684	3.357.799	5.608.997	5.862.581
Quotité % de l'encaisse métallique par rapport				
aux engagements à vue	62,12 %	10,84 %	9,96 %	10,04 %
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	1927	
	31 décembre	15 janvier	7 janvier	15 janvier
ACTIF				
Encaisse métallique	1.446.803	1.282.992	1.034.656	1.956.324
Dévises étrangères admises dans la couverture des billets	—	368.435	513.269	501.036
Billets d'autres banques	12.765	34.624	12.634	17.100
Portefeuille effets	1.490.749	1.536.773	1.694.396	1.503.152
Avances s/ nantissement	94.473	7.851	23.776	13.975
PASSIF				
Billets en circulation	2.593.443	2.508.030	3.436.803	3.133.117
Divers engagements à vue	793.120	860.115	842.772	1.012.720
Quotité % de l'encaisse métallique par rapport au total des engagements à vue	49,72 %	38,09 %	45,21 %	47,19 %
Taux d'escompte officiel	5,— %	8,— %	5,— %	5,— %

Nederlandsche Bank

(En milliers de florins P. B.)

	1913	1926	1927	
	27-décembre	18 janvier	10 janvier	17 janvier
ACTIF				
Encaisse métallique	160.506	464.044	442.484	444.067
Portefeuille effets :				
» s/ la Hollande	67.504	89.790	81.795	75.443
» s/ l'Etranger	14.300	247.782	194.945	195.834
Avances s/ nantissement	86.026	129.675	131.209	128.644
Compte du Trésor (débitéur)	9.235	—	—	—
PASSIF				
Billets en circulation	312.695	858.812	831.090	811.772
Comptes courants :				
de particuliers	4.333	57.771	38.173	32.633
du Trésor (créditeur)	—	14.820	7.810	9.700
Assignations de banque	1.522	263	306	332
Quotité % de l'encaisse métallique par rapport aux engagements à vue	50,39 %	49,81 %	50,43 %	51,96 %
Taux d'escompte officiel	5,— %	3,1/2 %	3,1/2 %	3,1/2 %

RUBRIQUES	anonymes et en commandite par actions		coopératives et Unions de Crédit		apports autres qu'en espèces	DE CAPITAL		DANS LA FORMATION DU CAPITAL DES ENTREPRISES		anonymes et en commandite par actions		coopératives et Unions de Crédit	
	Nombre de sociétés	Montant en milliers de francs	Nombre de sociétés	Montant en milliers de francs	En milliers de francs	Nombre de sociétés	Montant en milliers de francs	Montant en milliers de francs	Désignation	Nombre de sociétés	Montant en milliers de francs	Nombre de sociétés	Montant en milliers de francs
Banques	2	5.100	—	—	—	1	500	2.500	Crédit Général de Belgique	1	5.000	—	—
Assurances	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Opérations financières	2	2.275	1	100 min	1.500	2	1.000	—	—	3	4.400	—	—
Exportations-Importations	—	—	—	—	—	—	—	—	—	2	2.016	—	—
Commerce de fer et métaux	1	400	—	—	150	1	500	—	—	—	—	—	—
Commerce d'habil. et d'ameublement ..	2	7.300	—	—	1.265	—	—	—	—	—	—	—	—
Commerce de produits alimentaires	—	—	4	252 min	231	1	6	—	—	—	—	2	118 min
Commerces non dénommés	7	2.590	1	10 min	1.458	2	1.634	—	—	1	1.750	—	—
Brasseries	1	314	—	—	300	2	2.300	—	—	—	—	—	—
Constructions	2	60.100	—	—	85	1	3.000	26.285	Banque Nagelmackers Banque d'Anvers Banque Générale du Centre	—	—	—	—
Distilleries d'alcool	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Carrières	—	—	—	—	—	2	1.390	—	—	—	—	—	—
Charbonnages	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Mines et autres industries extract.	1	1.000	—	—	—	1	2.000	2.000	Société Générale	1	1.500	—	—
Gaz	—	—	—	—	—	—	—	—	—	2	1.075	—	—
Electricité (Ex-transport)	1	200	—	—	—	2	50.000	20.850	Banque d'Outremer Banque de Bruxelles Banque Josse Allard Crédit Général de Belgique Banque Cassel et Cie	1	1.000	—	—
Hôtels, théâtres, cinémas	1	100	—	—	—	2	617	—	—	1	400	—	—
Imprimerie, publicité	1	100	2	115 min	80	1	980	—	—	—	—	1	20 min
Textiles (lin, coton, laine, soie)	3	2.100	—	—	—	4	8.000	2.500	Banque d'Outremer	1	1.500	—	—
Mat. artificiels et prod. céramiques ...	—	—	—	—	—	3	3.600	—	—	—	—	—	—
Métallurgie, sidérurgie	3	1.400	1	17 min	642	3	2.810	—	—	3	3.400	—	—
Meuneries	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Papeteries (Industries)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Plantations et sociétés coloniales	1	500	—	—	(1) 4.550	3	63.100	—	—	—	—	—	—
Produits chimiques	1	100	—	—	—	1	3.750	—	—	—	—	—	—
Sucreries	1	1.500	—	—	300	2	13.500	—	—	—	—	—	—
Tanneries et corroieries	3	5.700	—	—	2.330	1	60	—	—	—	—	—	—
Automobiles	2	1.750	1	5 min	1.025	1	2.000	—	—	1	1.200	—	—
Vereries et glaciers	—	—	1	150 min	90	—	—	—	—	—	—	—	—
Industries non dénommées	4	1.235	—	—	430	6	5.517	2.500	Banque Belge du Travail	2	1.050	—	—
Chemins de fer	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Chemins de fer vicinaux	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Navigation et aviation	3	5.700	—	—	2.918	4	25.575	23.500	Banque d'Outremer Société Générale	2	3.000	—	—
Télégraphes et téléphones	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Tramways électriques	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1	15.000	—	—
Autobus	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Transports non dénommés	1	300	—	—	300	—	—	—	—	1	440	—	—
Divers non dénommés	—	—	2	16 min	—	—	—	—	—	1	36	1	10 min
Total	43	99.764	13	665 min	17.654	46	191.839	80.135		24	42.767	4	148 min

(1) Ces apports ont été constitués lors d'une augmentation de capital.

Tableau II. — Groupement des sociétés selon le lieu où s'exerce leur activité sociale.

Mois de décembre 1926.

SOCIÉTÉS EXPLOITANT	CONSTITUTIONS DE SOCIÉTÉS				AUGMENTATIONS		DISSOLUTIONS			
	anonymes et en commandite par actions		coopératives et Unions de Crédit		DE CAPITAL		Anonymes et en commandite par actions		Coopératives et Unions de Crédit	
	Nombre de sociétés	Montant en milliers de francs	Nombre de sociétés	Montant en milliers de francs	Nombre de sociétés	Montant en milliers de francs	Nombre de sociétés	Montant en milliers de francs	Nombre de sociétés	Montant en milliers de francs
En Belgique	39	94.864	13	665 min	23	30.281	10	6.351	3	138 min
En Belgique et à l'étranger	3	4.400	—	—	19	75.958	13	34.416	1	10 min
Au Congo belge	1	500	—	—	4	85.600	1	2.000	—	—
Total...	43	99.764	13	665 min	46	191.839	24	42.767	4	148 min

Tableau III. — Groupement des sociétés par ordre d'importance du capital social.

Mois de décembre 1926.

CAPITAL	CONSTITUTIONS DE SOCIÉTÉS				AUGMENTATIONS		DISSOLUTIONS			
	anonymes et en commandite par actions		coopératives et Unions de Crédit		DE CAPITAL		anonymes et en commandite par actions		coopératives et Unions de Crédit	
	Nombre de sociétés	Montant en milliers de francs	Nombre de sociétés	Montant en milliers de francs	Nombre de sociétés	Montant en milliers de francs	Nombre de sociétés	Montant en milliers de francs	Nombre de sociétés	Montant en milliers de francs
Jusque 1 million	29	9.214	13	665 min	20	7.114	10	2.317	4	148 min
De plus de 1 à 5 millions	12	24.550	—	—	20	39.400	13	25.450	—	—
De plus de 5 à 10 millions	1	6.000	—	—	2	20.000	—	—	—	—
De plus de 10 à 20 millions	—	—	—	—	—	—	1	15.000	—	—
De plus de 20 millions	1	60.000	—	—	4	125.325	—	—	—	—
Total...	43	99.764	13	665 min	46	191.839	24	42.767	4	148 min