BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE

SERVICE des Études Économiques

Bulletin hebdomadaire d'Information et de Documentation

IIme année. Vol. II, N° 1 — 2 juillet 1927

Ce bulletin est publié à titre documentaire et objectif.
Les articles traduisent l'opinion de leurs auteurs, sans engager celle de la Banque.

L'EVOLUTION DU MARCHE DES VALEURS MOBILIERES BELGES EN 1926 et 1927.

La récente crise boursière allemande, dont nous avons étudié l'origine et le développement dans le bulletin n° 22 du 4 juin 1927, a suscité dans la plupart des pays d'Europe un intérêt d'autant plus vif qu'avec le retour des nations à l'étalon-or, la solidarité des différents marchés financiers s'accuse de plus en plus. C'est le moment d'examiner l'évolution du marché des valeurs mobilières belges à la lumière des événements qui l'ont influencé.

L'indice de la Bourse, publié par le *Moniteur des Intérêts Matériels*, donne au 1er février 1926 et au 1er mai 1927, le tableau suivant:

CATÉGORIES	Indice 1913 = 100		Pour cent de hausse
	1er février 1926	1er mai 1927	
Fonds d'Etat	67,72	77,66	114,05
Obligations	83,57	106,43	127,35
Banques	114,85	272,52	237,28
Entreprises immobilières	285,92	756,79	196,10
Chemins de fer	145,65	422,51	290,09
Tramways	194,74	620,93	318,85
Tramways et électricité (trusts)	403,95	1.718,15	425,34
Electricité	231,89	578,28	249,38
Métallurgie	107,40	226,83	210,20
Fours à coke	543,60	651,57	119,84
Charbonnages	129,16	191,71	148,43
Zincs et mines	153,72	245,93	159,99
Glaceries	643,94	716,85	111,32
Verreries	69,01	87,54	126,85
Eaux	124,—	259,94	209,63
Construction	111,20	142,07	127,76
Textiles	258,67	477,85	184,73
Chimiques	101,44	158,40	156,15
Coloniales	583,30	1.139,54	195,36
Alimentation	250,—	476,82	182,73
Diverses	201,95	323,05	159,97
Pétroles	73,48	79,80	108,60
Sucreries	75,91	162,80	214,46
Moyenne titres à revenu fixe	80,03	100,20	125,20
Moyenne titres à revenu variable	213,33	431,19	202,12
Moyenne générale	203,88	405,89	199,08

La comparaison révèle une hausse générale et considérable de l'ensemble des titres belges, et spécialement des titres à revenu variable. Nul ne peut nier qu'une amélioration des cours ne fût la conséquence logique des changements intervenus dans la situation monétaire et économique du pays. Mais le doublement des cours — et au delà — que nous venons de constater, se justifie-t-il? Là gît toute la question.

Une première cause de hausse, la plus importante, se trouve dans l'assainissement de la situation monétaire, précédé de la crise tragique qui s'ouvrit en mars 1926. Les cours de février 1926, indiqués dans la première colonne, sont basés sur un taux de 107 à la livre. Après être arrivée à des cours dépassant 200, notre monnaie a été stabilisée à 175.

Théoriquement on pouvait peut-être s'attendre à ce que la réadaptation entraînât une hausse de 66 p. c. environ; mais il faut faire toutes réserves sur ce chiffre, car la perte de substance qu'occasionne la baisse de la monnaie est considérable, tant à raison des insuffisances d'amortissement que de la fonte des stocks; bien des emprunts ou des émissions ont été ou seront nécessaires pour combler le vide causé par la dépréciation monétaire; ils devront participer aux bénéfices. L'appréciation de cette perte est toujours un cas d'espèce, car celle-ci peut avoir été partiellement ou totalement compensée par des amortissements extraordinaires. Mais pour l'ensemble des valeurs, elle est certainement très réelle.

La hausse des valeurs mobilières trouve-t-elle d'autres causes ou d'autres explications? Il semble bien qu'un ensemble de circonstances momentanées et extrinsèques à la valeur même des entreprises aient poussé les actions à la hausse.

L'abondance de disponibilités, le regain d'activité économique et l'optimisme assez général qui ont prévalu dans la plupart des pays depuis près d'un an et ont fait refluer vers les pays d'Europe des masses énormes de capitaux, n'ont pas manqué de provoquer des demandes suivies sur les marchés boursiers et de faire monter les cours. En outre, l'un des effets de la stabilisation et de l'abolition de la réglementation des changes a été de renforcer les liens entre Bruxelles et les diverses bourses étrangères. Les chiffres suivants donnent une idée de ce mouvement général:

Indice des cours des titres à revenu variable sur les principales bourses.

	Bruxelles (1913 = 100)		Berlin (% du nominal)		New-York (1917-21 = 100)		Londres (1921 = 100)		Amsterdam		Paris (1910-11 = 100)		Suisse (cours moyen)	
(1)	1- 2-26	213,33	31-12-25	70,9	janv. 1926	145,5	janv. 1926	117,5	1- 2 26	228	janv. 1926	270	janv. 1926	140
(2)	1- 5-27	431,19	30/ 4/27	196,0	mars 1927	169.0	avril 1927	159.—	1- 6-27	254	1-janv. 27	316	décembre 1926	155
	% de (2) à (1)	202,12%	de (2) à (1)	276,4%	de (2) à (1)	109,2%	de (2) à (1)	102,4%	de (2) à (1)	111,4%	de (2) à (1)	117%	de (2) à (1)	110,7%

La Belgique a dû profiter d'autant plus de l'abondance de l'argent sur les places d'importance mondiale qu'elle était un marché provisoirement fermé qui se rouvrait brusquement et sur lequel on put tout à coup placer des capitaux, sans risques anormaux, à des taux très rémunérateurs. Cette participation de l'étranger se fit notamment par des achats considérables de titres à revenu fixe, dont les vendeurs belges réemployèrent le prix sur le marché des actions.

Le décalage entre les prix intérieurs et extérieurs existait aussi bien pour les valeurs de bourse que pour les marchandises; les achats étrangers donnèrent l'impulsion et entretinrent un mouvement qui aurait dû s'accomplir à une allure plus lente, sans leur aide. Aux entrées de fonds étrangers, il faut ajouter l'argent belge évadé pendant la débâcle et qui, dès la stabilisation, chercha à se réemployer en Belgique. C'est pour toutes ces raisons que l'argent fut tout à coup extrêmement abondant immédiatement après la stabilisation et que jamais, depuis lors, il n'y eut de véritable resserrement de crédit, ainsi qu'en témoigne le tableau suivant:

	Taux de l'escompte B. N.	Taux hors banque		Taux « on call »	
		Papier commercial	Papier financier	En compensation	Marché
15 octobre 1926	7	6.625	8.125	5	—
15 novembre 1926	7	5	5.50	1	—
15 décembre 1926	7	4.50	4.75	1	—
14 janvier 1927	6.50	3.75	4	1	—
15 février 1927	6	4.25	4.50	3.125	4.25
15 mars 1927	6	4.25	4.375	3.625	3.25
14 avril 1927	6	4.3125	5	3.25	3.50
15 mai 1927	5.50	4.24	5	4.125	4.125
15 juin 1927	5.50	4.25	4.75	1	1

Cette impression est corroborée par le chiffre des émissions de titres pendant les quatre premiers mois de 1927, qui atteint déjà celui de 2.665 millions constituant le total des émissions de 1926:

1927	Constitutions			Augmentations de capital		Total sans les apports
	Sociétés anonymes	Sociétés coop. (min.)	Apports	Actions	Obligations	
Janvier	100	0,9	37	334	32	502
Février	87	0,5	61	145	2	295
Mars	48	0,6	24	170	4	247
Avril	48	0,6	24	170	4	247
Avril	177	2	75	477	50	781
Mai	115	1,6	49	495	—	611
Total	527	5,6	246	1.621	88	2.436

Sans nul doute, les entrées importantes de capitaux n'ont-elles pas toutes encombré notre marché financier: les remboursements que fit le Fonds d'amortissement sur la dette flottante extérieure, la politique de renforcement de l'encaisse de la Banque Nationale, les placements à court terme et à l'étranger de disponibilités de la finance belge, enfin, le succès très marqué qu'ont rencontré auprès du public belge diverses grandes valeurs internationales, ont contrebalancé dans une mesure importante l'afflux de l'argent étranger. Il ne faut, toutefois, pas s'exagérer l'effet restrictif de cet exode sur la hausse des cours de Bourse: tandis que les capitaux étrangers sont attirés chez nous par l'espoir de plus-values importantes, les nôtres ne sortent du pays, tout au moins pour les deux dernières raisons indiquées, que dans la mesure où ils ne trouveront plus d'emploi rémunérateur en Belgique, c'est-à-dire pour autant que le marché reste saturé de disponibilités.

La Bourse a ainsi disposé régulièrement, depuis octobre dernier, de l'aisance des capitaux nécessaires pour soutenir les poussées de hausse que causent soit les circonstances économiques, soit les emballements de la spéculation. Or, cette dernière a joué un rôle considérable. Un public nombreux, inconscient du fait qu'il s'agissait d'une simple réévaluation, s'est lancé dans la spéculation, poursuivant, grâce à des hausses subites, des différences importantes de cours; il ne voit que les opérations heureuses, oublie les pertes et ne tient guère compte de l'intérêt qu'il aurait perçu s'il n'avait pas spéculé. Perdant toute idée de faire un placement, il ne pense qu'à la hausse attendue à bref délai et pousse, lui-même, par le simple jeu de la loi de l'offre et de la demande, à la hausse.

Ces poussées de valeurs spéculatives constituant un excès considérable et momentané de la demande sur l'offre ont sans doute été nombreuses. Autrefois, le terme jouait un rôle important comme frein, en absorbant la grande partie de l'activité des spéculateurs; mais dans la période envisagée, et à raison de l'envahissement du comptant par la spéculation, le pourcentage de hausse du terme, du 1er février 1926 au 1er juin 1926, n'est que de 212 p. c. contre 202 p. c. pour les valeurs à revenu variable du comptant.

L'économie nationale n'a rien à gagner aux soubresauts d'un marché instable et il y a lieu de tout mettre en œuvre pour redonner à la bourse une allure calme et réglée. Lorsqu'elle se généralise, la spéculation qui a pour but de réaliser des bénéfices sur différence de cours est nuisible, car elle aboutit à faire consommer par quelques-uns une part du capital national ou tout au moins de l'épargne péniblement acquise par les autres.

La hausse des titres en Bourse n'est pas créatrice de richesses pour la Nation, pas plus que la sous-évaluation ne les détruit. Rationnellement, le cours d'une action doit être pour celui qui la possède un indice de qu'elle rapporte ou de ce qu'elle rapportera; il est également un indice de la valeur économique des biens que représentent les titres, mais ses variations ne créent ni ne détruisent rien; le doublement des cours n'a pas enrichi la Belgique; nous avons simplement évalué autrement notre patrimoine industriel et certains ont profité anormalement de l'opération au détriment des autres. Il n'en est, toutefois, ainsi que dans la mesure où les échanges restent purement intérieurs; malheureusement, dans des circonstances comme celles que nous venons de traverser, l'étranger achète des quantités considérables de titres à de très bonnes conditions, avec l'intention de les revendre lorsqu'une hausse quasi certaine se réalise, et ce jour-là, c'est l'épargne belge qui rachètera ses propres titres au prix fort, laissant toute la différence de cours aux mains de l'étranger. L'économie nationale se sera appauvrie d'un montant correspondant.

La surévaluation est encore pernicieuse parce qu'elle porte en elle le germe de l'effondrement des cours. Lorsque ces mouvements prennent la forme de soubresauts profonds, à la faveur d'une spéculation exagérée, ils exercent une influence perturbatrice sur le développement normal de l'économie nationale; ils modifient arbitrairement les conditions du marché de l'argent, suscitent un optimisme ou un pessimisme exagéré, augmentent ou diminuent anormalement et artificielle-

ment le pouvoir d'achat des différentes classes sociales, troublent les débouchés des diverses marchandises et entravent la formation régulière de l'épargne.

Le calme ne peut renaître à la Bourse que par une élimination progressive des influences perturbatrices des cours et une diminution de l'esprit de spéculation. Pour arriver à ce résultat, il est essentiel d'apprécier la valeur intrinsèque des titres. Cette valeur doit être déterminée par l'utilité de ceux-ci, c'est-à-dire en fin de compte, puisqu'une action n'a d'autre but que de procurer à son possesseur des revenus en espèces, par le dividende à distribuer et par la sécurité du placement.

Cette notion de rentabilité comprend la rentabilité future et la rentabilité passée. L'examen de la gestion antérieure et des résultats obtenus sont pour cela les meilleurs guides dont nous disposions, lorsque nous n'avons pas une connaissance intime de l'entreprise.

Dans quelle mesure, le public a-t-il tenu compte de ces éléments ? Dans le tableau ci-dessous, il est tenu compte, dans chaque catégorie, des seules sociétés qui ont mis un dividende en distribution du 1er janvier au 1er juin 1927. La statistique porte, par conséquent, sur des bénéfices réalisés pendant la seule année 1926. On peut objecter que les bénéfices de 1926, année de bouleversements monétaires, ne sont pas décisifs. Ils sont, d'ailleurs, restreints par la politique prévoyante de plusieurs sociétés, qui affectent la majeure partie de leurs bénéfices bruts aux amortissements nécessités par les pertes dues à la dépréciation du franc et qui ne distribuent systématiquement que de 25 à 50 p. c. de plus qu'en 1926. C'est pourquoi nous faisons également le calcul en prenant comme base les bénéfices réalisés en 1925, année plus calme et d'activité industrielle plus normale; mais pour les mettre en rapport avec la nouvelle situation monétaire et déterminer la rentabilité future probable, toutes autres choses restant égales à 1925, nous augmentons les pourcentages obtenus de 66 p. c., dans une colonne spéciale:

CATÉGORIES	Nombre d'entreprises (1)	Valeur boursière totale des titres (1-6-1927) (en 1,000) (2)	Dividendes mis en paiement du 1-1 au 1-6-1927 (en 1,000) (3)	Rentabilité (nette d'imp.) (3) : (2) (en p. c.) (3)	Valeur boursière totale (1-6-1927) des titres existants au 1-6-26 (en 1,000) (5)	Dividendes mis en payement du 1-1 au 1-6-1926 (en 1,000) (6)	Rentabilité (nette d'imp.) (6) : (5) (en p. c.) (7)	Rentabilité augmentée des 2/3 (nette d'imp.) (en p. c.) (8)
Banques	23	5.216.578	139.560	2,68	4.995.938	108.050	2,16	3,60
Chemins de fer	9	512.826	19.650	3,83	461.877	15.163	3,28	5,47
Tramways	17	882.886	19.516	2,21	884.428	17.091	1,93	3,22
Gaz et électricité	15	1.701.947	43.226	2,54	1.359.813	33.572	2,47	4,12
Métallurgie	18	751.346	26.929	3,58	737.056	22.551	3,06	5,10
Coloniales	4	405.512	5.737	1,41	153.512	2.680	1,75	2,92
Sucreries	1	8.962	311	3,47	8.962	301	3,35	5,58
Tramways et électricité	10	4.515.689	50.836	1,125	4.230.930	33.871	0,90	1,33

Un simple coup d'œil sur ce tableau fait ressortir que, même d'après les chiffres les plus favorables — ceux de la dernière colonne, — le rendement n'est généralement pas en rapport avec les cours de Bourse. Pour les tramways et valeurs d'électricité, l'écart entre le rendement réel (1,125 ou 1,33 p. c. pour les tramways et électricité) et un rendement normal est énorme. Les chiffres sont d'autant plus caractéristiques, qu'il s'agit d'une moyenne. Quel ne serait pas le résultat si l'on rassemblait les seules valeurs qui ont récemment eu toutes les faveurs de la spéculation ?

Ce n'est pas là le seul phénomène de trouble qui caractérise actuellement le marché. La disparité excessive qui existe entre le rendement des valeurs à revenu variable et à revenu fixe doit également être soulignée. L'engouement a porté surtout sur les premières. Il semble que leurs brusques soubresauts et l'incertitude régnant au sujet de leur valeur intrinsèque leur aient valu la faveur d'un public spéculateur. Les secondes ont sans doute regagné quelque peu ce que l'insécurité jetée sur leur sort depuis deux ou trois ans leur avait fait perdre, mais elles sont encore loin d'avoir atteint une cote correspondant au bénéfice certain que procurera, dans un délai plus ou moins long, le nivellement, confirmé par l'expérience d'autres pays et d'autres époques, et basé sur un taux de capitalisation qui corresponde à l'intérêt moyen et normal dans les pays à change-or.

Par suite de la réforme monétaire, si solidement assise, nos fonds d'Etat représentent un taux intéressant de capitalisation et une sécurité complète.

Le tableau suivant en fait foi.

Voir tableau page 5.

Il y a progrès, mais un progrès lent et ne correspondant pas du tout à la hausse des actions, ni, pour la plupart des titres, au taux d'intérêt dans les pays à monnaie saine.

L'action privilégiée des Chemins de fer, toujours déprimée par le fait qu'elle est issue de la consolidation forcée, par la masse de l'opération, et par la len-

Rendement effectif, impôt déduit, de quelques fonds d'Etat belges et congolais.

	COURS						TAUX D'INTÉRET EFFECTIF (1)					
	3/1/1924	5/1/1925	4/1/1926	1/7/1926	4/1/1927	1/4/1927	3/1/1924	5/1/1925	4/1/1926	1/7/1926	4/1/1927	1/4/1927
Dette belge 3 %, 2e série, (impôt 2 %)	50,50	50,50	38,—	41,—	54,50	57,—	5,82	5,82	7,74	7,17	5,39	5,16
Restauration nationale 1919, 5 % net	73,40	72,—	56,—	53,—	74,50	77,50	6,81	6,92	8,93	9,43	6,71	6,45
Consolidé 1921, 6 %, (impôt 2 %)	90,—	86,—	65,—	58,05	85,50	89,50	6,53	6,84	9,05	10,13	6,88	6,57
Congo 1906, 4 % (impôt 2 %)	59,—	56,80	54,50	43,50	56,50	59,—	6,64	6,90	7,19	9,01	6,94	6,64
Congo 1896, 4 % net d'impôt	64,—	61,—	69,30	53,10	66,—	67,40	6,25	6,56	5,77	7,53	6,06	5,93

(1) Dans le calcul du taux d'intérêt effectif ci-dessus, il n'a pas été tenu compte de la prime de fait que comporte la hausse progressive et certaine des titres à raison des achats faits obligatoirement sur le marché pour l'amortissement; cette prime est importante, étant donné le fait que s'il ne touche pas le pair, le 3 p. c., 2e série, sera complètement amorti dans un délai qui peut varier entre 30 et 60 ans.

teur avec laquelle le grand public s'habitue à un titre d'un type nouveau, est capitalisée à un taux encore beaucoup plus élevé, malgré l'exemption de la supertaxe dont jouissent ses dividendes. Voici le rendement effectif, en tenant compte des dividendes courus, d'abord sur la base du taux garanti de 6 p. c., ensuite sur celle du taux probable de 8,70 p. c.

Si l'on considère, d'une part, que c'est le seul titre exempt à la fois de la taxe mobilière et de la supertaxe, d'autre part, que les étrangers montrent une confiance entière dans le titre, on ne peut que s'étonner de l'erreur que commet le public belge, en laissant passer la frontière à une valeur exceptionnellement avantagée et telle qu'il est invraisemblable qu'on en retrouve avant longtemps de pareille qualité sur le marché.

Rendement des actions privilégiées de la Société Nationale des Chemins de fer belges, eu égard aux cours cotés en Bourse, et en comptant un intérêt annuel nominal de 6 p. c. + 2,70 p. c. exempt d'impôt; coupon annuel payable le 1er septembre.

DATES	Cours	Intérêt à 6 p. c.		Intérêt à 8,70 p. c.	
		Cours diminué du prorata de coupon échu	Rendement effectif correspondant P. c.	Cours diminué du prorata de coupon échu	Rendement effectif correspondant P. c.
1- 9-1926	501,25	501,25	5,985	501,25	8,68
4-10-1926	505,—	502,50	5,97	501,375	8,68
3-11-1926	506,50	501,50	5,98	499,25	8,71
1-12-1926	508,—	500,50	5,99	497,125	8,75
4-1 -1927	508,—	498.—	6.02	493,60	8,81
1- 2-1927	575,—	562,50	5,33	556,875	7,81
2- 3-1927	517,50	502,50	5,97	495,75	8,77
1- 4-1927	558.—	540,50	5,55	532,625	8,17
2-5-1927	560,—	540,—	5,56	531,	8,19
1- 6-1927	579,—	556,50	5,39	546,375	7,96

Les obligations des sociétés belges n'ont pas non plus regagné les cours que la sécurité récemment acquise et la baisse du taux de l'intérêt sur le marché justifient et vers lesquels elles ne peuvent manquer de s'élever dans un temps relativement court. Pour les émissions d'avant-guerre, dont le remboursement est fort avancé, la différence entre le prix d'achat et le nominal constitue une prime dont la valeur s'élève en proportion des chances d'un remboursement rapide; elle explique le taux inférieur de leur capitalisation.

Le tableau suivant justifie cette appréciation.

Rendement moyen des obligations de 500 et 1.000 francs cotées à la Bourse de Bruxelles sur la base du cours du 1er juin 1927 (1).

Taux nominal (P. c.)	Nombre de titres	Cours moyen (moyenne arithmet.)	Taux moyen (P. c.)
3	14	317,15	4,73
4	63	373,62	5,35
4,50	62	282,35	5,88
5	63	385,60	6,48
6	33	453,35	6,62
6,50	11	446,32	7,28
7	22	457,25	7,65
7,50	10	425,50	8,81

Le taux réel de capitalisation se place en réalité entre 7 et 9 p. c., qui est celui des derniers emprunts. Les cours des obligations d'avant-guerre sont, en effet, plus hauts à raison de la prime de fait que constituera le remboursement au pair d'un titre acheté à bas prix ; or, pour beaucoup d'émissions d'avant-guerre, l'amortissement est fort avancé et les chances d'un remboursement à brève échéance sont très grandes.

Le crédit foncier et agricole se trouve également défavorisé par rapport à l'industrie et au commerce à raison des taux élevés en vigueur pour les placements hypothécaires ; on prête encore toujours à 8 1/2 et 9 p.c. sur première hypothèque et le minimum de 8 p. c. n'a pas encore été franchi.

Cette disparité excessive que nous constatons entre le marché de l'argent et des actions, d'une part, des obligations, rentes et prêts hypothécaires, d'autre part, est encore une conséquence des troubles monétaires que la Belgique vient de traverser. Sans doute, les circonstances économiques se chargeront inéluctablement, à la longue, de diminuer l'écart et de rétablir un équilibre entre les divers marchés. Mais c'est là un mal réel : tant que ce retour à des conditions normales n'a pas eu lieu, les capitaux ne trouveront pas leur destination la plus utile ; ils se portent vers des domaines où leur rémunération est difficile ou problématique, tandis que d'autres branches de la production trouvent à grand'peine et à des taux élevés seulement les ressources indispensables. Le phénomène est d'autant plus dommageable que les étrangers recherchent surtout les titres à rentabilité élevée et que les Belges les leur abandonnent à trop bas prix pour s'arracher des valeurs de spéculation, de qualité et de rendement moindres.

Cette constatation est encore plus pénible lorsque l'on se rend compte que les étrangers n'achètent généralement nos titres à rendement élevé que pour profiter d'une hausse qui sera la conséquence inéluctable de ce rendement même. De leur côté, les Belges, non contents de s'arracher leurs propres valeurs spéculatives, placent des capitaux importants à 3 et 4 p. c. en valeurs étrangères. La tendance naturelle au rapatriement des valeurs placées à l'étranger est un fait trop connu pour qu'il soit nécessaire d'insister sur les conditions désastreuses dans lesquelles se fera ce nouvel échange pour la Belgique.

Certes, nous n'avons pas commis des excès aussi graves que ceux de la spéculation allemande et notre situation est à coup sûr différente ; le mouvement en Belgique n'a pas été spécialement financé par les banques et l'étranger n'y a probablement pas participé dans la même mesure qu'en Allemagne. Mais il n'en faut pas moins prendre garde. Le marché est troublé et incertain ; les divers titres ont été affectés très différemment par la hausse ; on ne sait pas exactement vers quelle rémunération l'on peut aller ; l'absence de bilans redressés enlève au public la faculté de contrôler et de raisonner ses appréciations, celles-ci sont encore faussées par les différences dans la politique des dividendes et d'amortissement ; il est difficile, sinon impossible, de savoir si, depuis la guerre, les sociétés ont suivi une saine politique d'amortissement et de bénéfice ou si elles ont vécu sur leur capital. Bref, des réadaptations sérieuses doivent encore se faire dans le sens de la hausse et dans celui de la baisse et bien des titres réservent des surprises.

Dans de pareilles conditions, une grande prudence et une grande réserve s'imposent.

Les personnes, dont le patrimoine et les revenus ont souffert, doivent compter sur le travail et l'économie pour les reconstituer ou pour se suffire. A escompter les gains produits par les opérations de Bourse, elles achèveront, dans la plupart des cas, de se ruiner.

Un public beaucoup trop inexpérimenté et trop nombreux a subi l'attrait de la Bourse et n'achète plus qu'en vue de gains sur différences : la considération des dividendes est passée au second plan et cette erreur capitale a faussé bien des cours. Le capitaliste et l'épargnant doivent, dans leur propre intérêt, se réhabituer à acquérir un portefeuille stable, acheté en vue des dividendes et intérêts à percevoir.

Enfin, à l'époque où nous sommes, ils doivent faire, dans ce portefeuille, une large part aux fonds d'Etat, aux obligations de villes et aux autres valeurs à revenu fixe, qui, par la réforme monétaire, sont désormais à l'abri de la dépréciation, dont elles ont été victimes dans le passé, qui donnent un rendement certain et élevé et sont encore, en général, susceptibles de plus-values.

La brusque chute des cours sur les bourses allemandes, le 11 mai dernier, causa un moment d'effroi

(1) Il n'a pas été tenu compte, dans l'établissement de cette statistique, des titres dont le cours est influencé par le paiement du capital ou des intérêts en or ou en monnaie étrangère, ou par le paiement d'une prime de remboursement importante. Le taux d'intérêt est le taux nominal, que les sociétés prennent ou non l'impôt à leur charge.

sur toutes les places étrangères. Elle fut un exemple des plus salutaires pour Bruxelles, où le mouvement de hausse fut immédiatement arrêté et fit place à une détente et à une baisse assez légère. Les conditions mêmes dans lesquelles ce retour s'est effectué, sans heurts et sans liquidations de positions que les spéculateurs n'eussent pas été à même de maintenir, ont démontré la justesse de nos conclusions ; l'arrêt s'est fait en temps utile, la spéculation s'est arrêtée, on a cessé de jouer à la hausse sans pousser à la baisse et un calme qu'on n'avait plus vu depuis longtemps règne en Bourse. L'avertissement a été salutaire et évitera sans doute des oscillations trop accusées des cours aux bourses belges.

LE MARCHE DE L'ARGENT ET LA SITUATION FINANCIERE EN ALLEMAGNE.

Le rapport du Commissaire de la Reichsbank et de l'Agent général des Paiements (1).

Le Dr G. W. J. Bruins, commissaire de la Reichsbank, vient de publier son rapport couvrant la période du 1er septembre 1926 au 31 mai 1927.

Les fonctions du commissaire portent principalement sur la surveillance de l'émission des billets et de leur couverture.

La circulation a légèrement augmenté au cours du semestre écoulé, ainsi que l'on s'en rendra compte à l'examen des chiffres suivants :

	Circulation	Couverture
31 août 1926	3,225,078,000	1,990,424,000
31 décembre 1926	3,735,526,000	2,350,551,000
31 mai 1927	3,719,199,000	1,894,108,000

En même temps, la couverture a diminué : on se souvient que c'est cette circonstance qui a déterminé les restrictions de crédits aux spéculateurs en Bourse, la Reichsbank ne désirant pas recourir à l'élévation du taux de l'escompte pour défendre son encaisse.

La politique de l'or de la Reichsbank n'a pas varié : elle continue à renforcer son encaisse qui est passée de 1.351 millions R. M. en 1913 à 1.815,6 millions R. M. au 31 mai 1927. Mais, écrit M. Bruins, « il convient de noter que, avant la guerre, il existait une forte réserve d'or sous forme de monnaie en circulation : la circulation des pièces d'or était estimée à ce moment à 2.750 millions R. M. en chiffre rond. Cette circulation de métal jaune n'existe plus et la Reichsbank n'a nullement l'intention de modifier le *statu-quo* ; au contraire, elle vise à maintenir la circulation basée sur un « noyau d'or » — **Goldkernwährung** — sans préjuger de la décision à intervenir au sujet de l'obligation légale de la Banque de rembourser ses billets en or — elle se base sur le fait que de nombreux pays importants continuent à maintenir une circulation reposant uniquement sur une encaisse-or. A ce jour, aucune nouvelle pièce d'or n'a été frappée, avec cette conséquence que, alors qu'autrefois l'or détenu par le public constituait une première ligne de défense, cette réserve n'existe plus et, par conséquent, toute modification dans la balance des paiements affecte les avoirs de la Reichsbank, en or et en devises, beaucoup plus vite qu'autrefois ». Cette remarque du commissaire de la Reichsbank en appelle d'autres, car, en somme, elle touche à un des traits principaux du **gold exchange standard** auquel l'Europe, depuis la guerre, a bien été forcée d'adhérer. Il semble que la suppression de la « première ligne de défense » n'a pas les conséquences que l'on pourrait craindre : en principe, elle est destinée à amortir les répercussions d'une altération de la balance des comptes sur l'encaisse servant de couverture aux billets et même, éventuellement, à renforcer cette dernière ; il semble bien, comme le fait remarquer le professeur Ansiaux dans son *Traité d'économie politique*, que c'est là exagérer le rôle de la circulation d'or. Car, on a pu le constater dans tous les pays, l'or en circulation disparaît dès les premiers symptômes de crise ; il est thésaurisé et, par conséquent, son action est immédiatement paralysée, réduite à néant ; bien plus les besoins monétaires satisfaits par l'or demeurent aussi pressants une fois ce dernier disparu et cette circonstance contribue à hâter la venue du moment où l'on devra augmenter la circulation fiduciaire, et partant, affaiblir le rapport entre l'encaisse et les billets.

En outre, en supposant que, par une prime sur le métal, les importateurs puissent le tirer de la circulation pour faire face à leurs engagements, il ne faut pas perdre de vue que ces opérations échappent à tout contrôle de la banque centrale.

Les véritables révolutions monétaires qu'a enregistrées le monde depuis 1914 ont prouvé qu'un pays pouvait avoir une existence normale en demeurant fidèle au **gold exchange standard** et, d'ici quelques années, une circulation d'or paraîtra, probablement, aussi peu souhaitable qu'elle paraît encore désirable actuellement.

Mais la concentration de tout l'or dans les caisses de la banque centrale d'un pays entraîne certains réflexes collectifs dont il faut se méfier. Lorsqu'existe la « première ligne de défense », sous les espèces de métal monnayé en circulation, cette ligne peut être attaquée, détruite complètement même, sans que le public le soupçonne, ni, *a fortiori*, s'en émeuve.

Lorsque, au contraire, la banque centrale s'est constituée le gardien du métal précieux, une opinion non avertie contracte vite l'habitude de suivre les fluctuations de l'encaisse, de très près, et devient rapidement

(1) Cfr. *Bulletin* n° 6, vol. I, du 12 février 1927, p. 137.

nerveuse si des retraits d'or se multiplient, même aux moments où ils sont le plus inévitables et lors même qu'ils ne sont nullement de nature à exercer la moindre influence sur le change. Il est à espérer que le public profane s'accoutumera à voir avec indifférence les mouvements saisonniers du métal précieux et qu'il comprendra qu'une certaine irrégularité de son niveau correspond tout normalement aux mouvements invisibles de la première ligne de défense, disparue sans avoir joué son rôle protecteur.

* * *

La politique de crédit de la Reichsbank est pleine d'enseignements, car le docteur Schacht s'efforce de rééduquer le public allemand et de le diriger à nouveau vers les placements à long terme. Cette politique se rattache par certains côtés à celle de la **Golddiskontbank.** Celle-ci, après avoir rempli les fonctions de banque centrale avant la stabilisation définitive du mark et avoir préparé la voie à la Reichsbank réformée, fut complètement modifiée et l'on commença par lui retirer le droit d'émission. La banque se consacra au crédit à l'exportation en devises étrangères, au moyen de son capital, fixé en sterling. Ce dernier, dès le début, fut fixé à 10 millions de livres sterling, dont 5 millions d'actions nominatives souscrites par la Reichsbank, grâce à l'appui de la Banque d'Angleterre (1). La Golddiskontbank bénéficiait également de crédits de réescompte à Londres et à New-York.

La tension du marché de l'argent en Allemagne, jusqu'à fin 1925, permit à la Banque d'Escompte-or de jouer un rôle important dans le financement du commerce d'exportation allemand.

En novembre 1925, son portefeuille de traites se rapportant à l'exportation s'élevait à 9,2 millions de livres sterling. Depuis cette date, il a beaucoup diminué par suite de l'amélioration des conditions du marché et de la possibilité pour les exportateurs d'obtenir des conditions plus favorables auprès des banques allemandes et étrangères.

Le 1er avril 1927, la Golddiskontbank manifesta son désir de pratiquer l'escompte d'effets libellés en Reichsmarks. La Golddiskontbank a également étendu son activité à d'autres domaines et, notamment, elle a réalisé des opérations de plus en plus nombreuses sur le marché des capitaux. L'abondance anormale de « disponibilités » fin 1926, sur le marché de l'argent, détermina la Banque d'Escompte-or à prendre des mesures destinées à détourner les fonds du marché de l'argent vers celui des capitaux. C'est ainsi qu'elle accepta des bons hypothécaires émis par la **Rentenbank-Kredit Anstalt,** pour un terme de trois à cinq ans, par l'intermédiaire de différentes institutions de crédit agricole.

(1) **J. Anders** : *La Banque d'Escompte-or*, revue bancaire belge, juillet-août 1924, p. 231.

Elle décida, en décembre 1926, d'émettre des bons de caisse à trois mois **(sola wechsel)** de façon à retirer du marché de l'argent certaines disponibilités. Ces bons de caisse furent réescomptés par la Reichsbank comme toute autre acceptation de banque.

Enfin, la Golddiskontbank et l'administration des chemins de fer allemands ont conclu un accord relatif au placement des liquidités de cette administration: une partie de ces fonds sera placée à intérêt à la Golddiskontbank.

Jusqu'en novembre 1926, l'argent à vue a été très abondant; cependant à la liquidation qui eut lieu à la fin de ce mois, on put constater les signes précurseurs d'une évolution du marché: confiantes dans l'abondance du **call money,** de nombreuses entreprises y recouraient pour financer tous leurs besoins, de même que les pouvoirs publics. L'argent passa brusquement de 2 1/2 p. c., 3 p. c. à 6 1/4 p. c., 7 p. c. à la liquidation et la Reichsbank dut intervenir en achetant des quantités importantes de devises. Ces difficultés se renouvelèrent fin décembre, mais de façon purement temporaire, beaucoup de banques s'étant adressées à la Reichsbank pour leur **window dressing** de fin d'année. Bientôt l'argent redevint très abondant. Ce fut à ce moment que la Banque d'Empire réduisit le taux d'escompte de 6 à 5 p. c., pour reprendre le contact.

L'échéance de janvier fut à nouveau difficile, pour les raisons exposées à propos de la liquidation de novembre. En février, le marché regagna de l'aisance, mais à nouveau la liquidation de fin de mois fut assez pénible. En mars, l'argent à vue fut très abondant, mais le marché de l'argent à long terme manquait de disponibilités; vers le milieu d'avril, le loyer de l'argent se releva et demeura élevé pendant le mois de mai. La différence entre le taux de la Reichsbank et les taux hors banque, qui auparavant était de 1-1 1/2, s'était réduite depuis février et en mai avait complètement disparu. En même temps, les changes étrangers marquèrent une tendance à la hausse. Les banques, habituées jusqu'ici à figurer sur le marché comme acheteurs plutôt que comme vendeurs, et à ne vendre du papier financier qu'à la fin du mois, se trouvèrent obligées de réaliser leurs avoirs.

Si l'on examine les raisons du changement du marché de l'argent, on voit que, abstraction faite de la spéculation boursière, trois facteurs y ont contribué:

La balance commerciale, favorable pendant les trois premiers trimestres 1926, est devenue déficitaire par suite de l'augmentation des produits alimentaires et des matières brutes, conséquence d'une récolte insuffisante, de la reprise de l'activité industrielle et de la constitution de stocks (de coton, notamment) à des prix favorables. Ensuite, on constate une augmentation de la consommation des produits de luxe importés. Cette observation confirme l'évolution du peuple allemand, déjà faite à plusieurs reprises: l'Allemand renonce aux produits bon marché, a une toillette souvent peu élégante et il s'efforce de calquer sa vie maté-

rielle sur celle des Anglais et des Américains. Le vêtement des femmes notamment a subi toute une évolution. La lecture des annonces et de la publicité des journaux est très caractéristique également.

L'augmentation des importations de matières premières n'a pas encore été compensée par celle des exportations de produits finis.

La diminution des prêts à long terme consentis par l'étranger a également exercé une influence sur le marché de l'argent.

Enfin, l'amélioration des conditions économiques générales ne doit pas faire illusion: dans l'industrie du bâtiment, elle est en partie artificielle par suite des mesures prises par les pouvoirs publics pour obtenir une diminution du chômage.

Il faut encore tenir compte du rapatriement des emprunts allemands émis à l'étranger, des placements, parfois spéculatifs, des Allemands à l'étranger ainsi que des paiements de réparations et du service des dettes contractées à l'étranger.

Sur les troubles survenus récemment à la Bourse de Berlin nous ne reviendrons pas; ils ont été étudiés précédemment en détail (1).

Nous avons, lors de l'analyse du rapport précédent du docteur Bruins, fait ressortir les différences profondes existant entre le marché de l'argent et celui des capitaux. Ce dernier, cette fois encore, témoigne de son insuffisante reconstitution: il ne peut encore satisfaire aux besoins intérieurs.

La politique de la Reichsbank, en présence de cette situation, ne laisse pas d'être intéressante.

Elle commença le 11 janvier dernier, par une réduction du taux de l'escompte de 6 à 5 p. c., que le docteur Schacht justifia en montrant l'accroissement des disponibilités de la Reichsbank et la baisse générale du loyer de l'argent. Il espérait écarter les prêts étrangers à court terme et encourager la reconstitution du capital national.

La baisse du taux d'intérêt des prêts sur titres fut effectuée en tenant compte de la nécessité d'un écart assez important avec les taux d'escompte, afin de réagir contre les tendances à la spéculation.

Cette discrimination entre les différents taux, la Reichsbank n'est du reste pas seule à l'appliquer: depuis la guerre, toutes les banques centrales s'efforcent de décourager la pratique des prêts sur titres pour déterminer le monde des affaires à en revenir aux opérations ayant une base commerciale.

Bientôt après, la balance du commerce marqua le déficit déjà signalé, les prêts étrangers se firent plus rares et la couverture en devises de la Reichsbank diminua.

C'est sous ces influences que les banquiers annoncèrent le 11 mai leur intention de restreindre le montant des avances. Le 10 juin, la Reichsbank relevait le taux de l'escompte de 5 à 6 p. c., tout en maintenant le taux des avances.

(1) Cfr. *Bulletin* n° 22, vol. I, du 4 juin 1927, p. 557.

A cette occasion, le docteur Schacht a émis certaines remarques qui indiquent bien que sa politique n'a pas encore produit tous les résultats qu'il en espérait.

« Il demeure néanmoins évident que la Reichsbank ne jouit que d'une liberté d'action restreinte, même aujourd'hui, en ce qui concerne ses décisions relatives à la politique d'escompte. Elle ne peut les baser sur un marché de l'argent livré à ses propres ressources, car l'économie allemande hautement développée a encore besoin de capitaux allemands, après la destruction du capital circulant pendant la guerre et l'inflation.

» Chaque relèvement du taux de l'escompte tend à augmenter l'afflux de capitaux étrangers, au delà des besoins. Dès lors, l'économie se développe, malgré l'accroissement des charges d'intérêts, sur une base empruntée, et donne l'illusion d'une prospérité économique qui conduit à l'augmentation de la consommation de produits étrangers, en même temps que le transfert des paiements, en exécution du plan Dawes est artificiellement facilité par la remise de devises obtenues de prêts sans que les exportations soient proportionnellement augmentées. Si, toutefois, la Reichsbank désire conserver une situation normale, elle doit veiller à posséder une réserve d'or et de devises, malgré la balance commerciale défavorable et les transferts, éléments qui menacent constamment son encaisse.

» Il est faux de dire que notre devise est mise en danger. La question monétaire n'est plus un problème pour l'Allemagne; le seul problème qui se pose est un problème économique. Si la couverture d'or et de devises de la Reichsbank est réduite, la circulation de billets devra être diminuée proportionnellement.

» Le Reichsmark restera stable en tout état de cause, mais il reste à savoir combien de billets libellés en Reichsmarks stables la Reichsbank pourra fournir à l'économie nationale par les voies du crédit. »

Voici, d'après le *Temps* du 15 juin, quel a été le montant des transferts pendant la période passée en revue par le docteur Bruins, en Reichsmarks.

Transferts en monnaie étrangère:

a) Service de l'emprunt extérieur allemand 1924	66.466.086,34
b) Réparation Recovery Act britannique	164.696.936,51
c) Réparation Recovery Act français. .	49.678.406,22
d) Livraisons aux Etats-Unis d'Amérique en vertu d'un accord.	31.748.432,93
e) Transport de charbon sur le Rhin aval	33.225,96
f) Liquidation des soldes dus pour livraisons effectuées ou services rendus par le Gouvernement allemand avant le 1er septembre 1924	459.582,16
g) Transferts en espèces	133.598.472,91
h) Frais des commissions interalliées .	2.556.114,57
i) Frais des organismes d'arbitrage . .	66.729,14
Total . . .	449.303.986,74

Transferts effectués au moyen de paiements en marks-or pour:

a) Livraisons en nature	411.735.502.80
b) Armées d'occupation	54.532.687,69
c) Frais de commissions interalliées	5.445.136,03
d) Paiements divers	966.252,12
Total	472.679.578,64
Total des montants transférés	921.983.565,38

Au 31 mai 1927, il restait un solde en espèces non dépensé de 151.547.000 Reichsmarks environ, qui dépasse de 58.000.000 de Reichsmarks le solde au début de la troisième année du plan. L'Agent général des paiements considère que ce solde non transféré constitue un fonds de roulement accru proportionnellement à l'augmentation des annuités de réparation.

Pour s'assurer le contrôle du marché de l'argent, la Reichsbank doit, parallèlement à l'action qu'elle fait exercer par la Golddiskontbank, s'efforcer de restreindre par ses propres décisions, la liquidité du marché de l'argent.

C'est ainsi que, comme la Golddiskontbank, elle a lutté depuis des mois pour concentrer dans ses caisses les fonds disponibles du Reich, des Etats, des postes, des chemins de fer et des institutions sociales.

De même, la Reichsbank a recours à une mesure intéressante, signalée par la *Frankfurter Zeitung* du 14 juin: Depuis 1895, la tendance générale des banques était de réduire leur encaisse au strict minimum. La Reichsbank, pour augmenter son influence, veut réagir et pousse les banques dans la voie d'un renforcement de leur encaisse.

Enfin, le docteur Schacht a préconisé certaines mesures fiscales de nature à favoriser le marché des capitaux.

La loi du 10 août 1925 avait autorisé le ministre des Finances à exempter de l'impôt sur le revenu, jusqu'au 31 décembre 1930, les emprunts payables à l'étranger et non admis en Bourse de Berlin (1), ce qui permettait d'éviter, pour les prêteurs étrangers, la double taxation à la fois en Allemagne et dans leur pays d'origine.

Jusqu'en décembre 1926, le ministre des Finances usa régulièrement de ces pouvoirs qui lui étaient impartis; mais à cette époque, se basant sur la reconstitution du marché allemand des capitaux, il décida de frapper de l'impôt sur le revenu les emprunts émis à l'étranger, afin d'en enrayer l'afflux.

Mais le 2 juin, le gouvernement fut obligé de revenir sur cette mesure, en partie sous la pression des organisations économiques: le ministère des Finances a mis à l'étude l'exemption de la taxe de 10 p. c. frappant les placements étrangers, en faveur des prêts à long terme effectués dans un but productif à des taux compatibles avec la tendance du marché.

(1) Cfr. *Bulletin* n° 4, du 1er juillet 1926, p. 89.

Il est intéressant de citer, à propos des emprunts étrangers, quelques chiffres relatifs à l'activité du **Beratungstelle,** conseil créé à l'initiative du docteur Schacht, pour examiner, et éventuellement rejeter, les demandes d'emprunt des pouvoirs publics.

Jusqu'à fin 1925, le conseil acceptait toutes les demandes d'emprunts dont l'intérêt ne dépassait pas 8 1/2 à 9 p. c. Depuis mars 1926 jusqu'en ces dernières semaines, il a réduit à 8 p. c. le taux admis et, tout dernièrement, il n'a plus donné son approbation qu'aux opérations ayant un rendement net ne dépassant pas 7 p. c.

Sur 1.702 millions de Reichsmarks d'emprunts proposés au 30 septembre 1926, il en a admis 1.198 millions de Reichsmarks.

Les emprunts communaux ont fait l'objet de restrictions sévères; les propositions n'ont été admises que dans la proportion de 48 p. c.

Le volumineux rapport de l'Agent général des paiements complète sur certains points celui du docteur Bruins. C'est ainsi que, traitant de l'aisance du marché de l'argent à Berlin, il s'exprime comme suit: « L'aisance du marché de l'argent, qui trouvait son expression dans la réduction du taux de l'escompte de la Reichsbank, a eu pour conséquence immédiate de faire sortir rapidement d'Allemagne des capitaux qui s'y trouvaient. Ainsi, il s'est produit un renversement de la situation qui durait depuis plusieurs mois.

» L'afflux des capitaux étrangers a été arrêté et les sorties de capitaux ont commencé dans une large mesure. Il est probable que cet exode se serait partiellement produit même si la Reichsbank n'avait pas abaissé son taux d'escompte; mais on peut se demander s'il aurait atteint une telle ampleur ou duré aussi longtemps s'il n'avait pas été encouragé par le changement de taux de la Reichsbank. » Une des formes de l'exode des capitaux a été le développement des placements allemands à l'étranger: « Vers la fin de l'année, la stabilisation officielle de la monnaie belge et la stabilité de fait du franc français ont commencé d'attirer les capitaux allemands en Belgique et en France. Dans une certaine mesure, l'intérêt que prenaient les Allemands à ces marchés était de caractère spéculatif et transitoire. Mais la plupart du temps, cet intérêt provenait de l'attente d'une hausse des valeurs, répartie sur une période de plusieurs années. Sans doute, il est absolument impossible d'estimer en gros le montant des achats en valeurs françaises et belges effectués par des Allemands, mais l'opinion des milieux bancaires compétents les a estimés à des chiffres très élevés.

» Il y a eu aussi des placements allemands considérables en Italie et des crédits à l'Europe orientale et à l'Europe du Sud-Est, comprenant un crédit à long terme pour l'exportation des marchandises en Russie sous la garantie partielle du Reich et des Etats. Ce crédit, tout en n'impliquant pas l'exportation des capitaux eux-mêmes en Russie, a été élargi par suite

de l'intervention des banques et de l'industrie allemande. »

La baisse du taux de l'argent à court terme à Berlin a également incité les banquiers berlinois à faire des placements sur le marché anglais.

On se souvient de l'émission en 1927 d'un emprunt du Reich, 5 p. c., d'un montant nominal de 500 millions R. M.; 300 millions furent souscrits par un consortium qui offrit les titres au public à 92. Le reliquat a été réservé aux grandes institutions publiques.

« L'emprunt du Reich, écrit M. S. Parker Gilbert, n'a eu qu'un succès nominal. Mais bien que la Reichsbank ait été à même d'annoncer que la tranche de 300 millions avait été plus que couverte par les souscriptions, ce résultat n'a pu être obtenu qu'à l'aide des organismes publics et semi-publics. »

***

De ces deux rapports, écrits par des personnalités étrangères, bien placées pour observer ce qui se passe en Allemagne, se dégage une impression très nette: le capital allemand, si rapidement qu'il ait commencé à se reconstituer, est loin d'avoir retrouvé son ancienne importance, à plus forte raison n'a-t-il pas encore pris le développement que réclament des conditions industrielles nouvelles. La partie de l'épargne, qui s'est déjà reformée, se porte, comme après toute secousse sociale, vers les placements spéculatifs et les opérations à court terme. Le marché du **call money** est congestionné; celui des placements à long terme, après avoir été exsangue, reste fortement anémié.

Par conséquent, le capital allemand ne peut financer seul le réveil industriel du Reich. Il ressort à l'évidence que le capital étranger est toujours nécessaire à l'économie allemande, bien que son intervention entraîne à la fois des maux et des bienfaits. Jusqu'au début de 1927, ces capitaux étrangers n'ont pas fait défaut en Allemagne et on a pu constater un réel engouement des capitalistes américains pour les titres allemands: les économistes d'outre-Atlantique ont même parlé du **german gamble.**

Le Dr Schacht se trouve dans une situation très difficile: il doit forcer la main au capitaliste allemand, l'amener à réaliser des opérations contraires à ses goûts et à ses entraînements; il doit rassembler les épargnes nationales et, **volens nolens,** les canaliser vers le marché des capitaux.

Tout en se rendant compte de la nécessité des capitaux étrangers, il doit s'efforcer de les tenir en bride, d'empêcher le producteur allemand de se reposer exclusivement sur eux.

Le devoir du président de l'Institut d'émission est de sauvegarder l'encaisse d'or et de devises, mais il constate que l'abondance de ces dernières donne une facilité dangereuse au règlement des transferts et que la « satisfaction donnée aux créanciers politiques risque de rendre pénible le règlement des créanciers privés. »

On ne peut que souhaiter une heureuse issue aux expériences si intéressantes du Dr Schacht pour rendre au marché financier allemand la santé qu'il a perdue à la suite des blessures de la guerre et de la maladie de l'inflation. En même temps, on peut souhaiter que les étapes de la reconstitution du marché financier belge ne soient pas attaquées par certaines tendances spéculatives, par un esprit d'individualisme excessif entraînant par exemple certains particuliers à contracter, quasi clandestinement, des engagements vis-à-vis de l'étranger, comme on l'a déjà constaté à plusieurs reprises, alors que l'abondance des capitaux sur notre marché fait condamner absolument ces entraînements. Les avertissements du Dr Schacht dépassent, en réalité, les frontières du Reich.

INFORMATIONS FINANCIÈRES

LA HAUSSE A LA BOURSE DE NEW-YORK.

L'activité économique s'est développée aux Etats-Unis, depuis la guerre, avec une constance et une rapidité qui ne laissent pas de déconcerter tous ceux qui ont considéré les dépressions et les crises comme un phénomène malheureux, mais inévitable de la vie économique. Cette conjoncture très favorable a assez naturellement été accompagnée d'une hausse générale des valeurs boursières encore plus rapide que le développement de la prospérité. La Bourse escompte une hausse future qu'elle considère comme presque certaine.

Ce qui caractérise cet optimisme actuel de la Bourse de New-York, d'après le *Telegraaf*, c'est qu'il est en quelque sorte inébranlable et que les mauvaises nouvelles, telles que l'annonce des inondations du Mississipi, de rendements inférieurs des chemins de fer, de la surproduction de pétrole, de grèves, affectent à peine les cours. Il en est de même du fait assez général de la baisse des prix des matières premières et produits semi-ouvrés, qui s'accompagne de la hausse des grains et cotons et favorise ainsi spécialement les fermiers.

Les banquiers et les économistes ne sont pas portés au même optimisme que les boursiers; bien qu'ils ne prévoient pas une crise, ils croient que 1927 ne pourra donner d'aussi bons résultats que 1926, et tout semble démontrer qu'ils auront raison. Malgré les avertissements de divers grands banquiers américains, les émissions de titres ne cessent de se développer et les cours de Bourse sont poussés vers la hausse par une confiance très ferme dans la situation du marché de l'argent et du crédit, qui est depuis longtemps favorable. On com-

prend que dans ces conditions les avances à la bourse aient augmenté. Aussi le mouvement a-t-il été largement financé: les prêts des « brokers » de la Bourse de New-York sont montés de 1.865 millions de dollars en décembre 1924 à 2.964 millions de dollars le 24 mai dernier.

UNE INITIATIVE DE LA MIDLAND BANK EN MATIERE DE CHEQUES.

La Midland Bank a décidé de propager l'emploi du reçu de versement, pour de petites sommes, en lieu et place du chèque. La législation fiscale anglaise exempte du timbre les reçus en dessous de 2 livres, tandis que les chèques sont frappés d'un timbre de 2 pence, quel que soit leur import. La Midland Bank considère que, pour les sommes inférieures à deux livres sterling, le droit de timbre est prohibitif et empêche la propagation du système de règlement sans emploi de signe monétaire: c'est pourquoi, pour les sommes inférieures à 2 livres, elle va encourager la circulation du reçu, déjà baptisé « chequelet » dans la cité.

La banque met à la disposition de ses clients des formulaires de reçus qui, dûment remplis et signés, pourront permettre au porteur de retirer à la Midland Bank le montant renseigné ou de les donner en paiement aux fournisseurs. Ce qui transforme le reçu en chèque au porteur, tout en n'en ayant pas le caractère juridique.

Cette initiative a causé un vif intérêt et le gouvernement a été saisi de la question.

La Commission de la London Bankers clearing house a décidé de ne pas admettre en compensation « les chèques non timbrés émis par la Midland Bank sous le nom de reçus ».

Le Chancelier de l'Echiquier a consulté les experts juridiques de son département sur la question de savoir s'il est légal que les reçus ainsi employés soient exempts du timbre. On comprend que le Trésor soit alarmé par une initiative qui peut lui enlever des ressources importantes, d'autant plus que si les experts juridiques émettent un avis favorable, il est probable que les autres banques adopteront à leur tour le système du « chequelet » qui peut faire une concurrence sérieuse aux mandats postaux.

***

Quelques jours après avoir émis ces « chequelets », la Midland Bank a publié un avis annonçant que, en conséquence d'un échange de lettres entre son Conseil et le Chancelier de l'Echiquier, l'émission des reçus non timbrés serait suspendue jusqu'à nouvel ordre.

En effet, le Trésor a décidé d'intenter une action à la Midland Bank, pour faire trancher par les tribunaux la question de la légalité de l'initiative de cette puissante banque. Ce **test case** sera suivi par le public avec la plus vive attention.

LES CHARGES D'AGENT DE CHANGE A LA BOURSE DE NEW-YORK.

On sait que les charges d'agent de change à la Bourse de New-York se transmettent moyennant le paiement de droits très élevés, dont les fluctuations constituent un indice de l'activité boursière du pays.

Le 9 juin, deux charges se sont vendues à 220.000 $ chacune. Deux autres charges, vendues en mai, n'avaient atteint que 215.000 $ et 217.000 $ respectivement.

Voici, d'après le professeur Chlepner, la progression des prix des charges:

1827	100 $	1907	51.000 $ (1)
1862	3.000 $	1910	78.000 $
1882	32.000 $	1913	45.000 $ (2)
1893	15.000 $ (1)	1919	85.000 $
1901	80.000 $	1920	110.000 $
1906	95.000 $	1921	97.000 $ (1)

(1) Année de crise.

(2) Projet non mis à exécution de réglementation du marché.

LES EMPRUNTS CHILIENS A LONDRES ET A NEW-YORK (1).

Le gouvernement chilien se propose de centraliser dans un seul établissement ses emprunts étrangers. La maison Rothschild, de Londres, agira comme agent financier officiel en Europe et la National City Bank aux Etats-Unis.

ACCORD BANQUE DE FRANCE-REICHSBANK.

La Reichsbank a conclu avec la Banque de France un accord qui permettra aux clients de la Reichsbank d'effectuer des virements en francs français moyennant des chèques de virement sur l'étranger. Ces opérations commenceront le 16 juin.

(1) Cfr. *Bulletin* n° 21, du 28 mai 1927, p. 536.

INFORMATIONS ÉCONOMIQUES GÉNÉRALES

CHRONIQUE DE LA CONCENTRATION.

Les fusions de sociétés en Italie.

Le gouvernement a l'intention de réduire les impôts qui sont perçus sur les concentrations d'entreprises.

Le cartel allemand du carton.

Les fabriques allemandes de carton ont établi à Berlin un syndicat de vente qui s'occupera du marché intérieur. Les entreprises s'occuperont individuellement de l'exportation. L'accord est valable jusqu'à fin 1931.

La production du cartel de l'acier.

Le cartel de l'acier a fixé au même chiffre que celui établi actuellement le programme du tonnage pour le troisième trimestre. Mais en faisant le décompte, on a trouvé un moyen pour donner à l'Allemagne un allègement sensible vu la grande capacité d'absorption de son marché intérieur.

En ce qui concerne les négociations en vue de l'adhésion de la Pologne, une commission a été instituée qui se réunira sous peu.

Fusion bancaire en Angleterre.

Avec l'autorisation du Trésor, la **Bank of Liverpool and Martins** a conclu un accord provisoire aux fins d'acquérir l'**Equitable Bank.** Les actionnaires de ces derniers recevront, en échange de leurs actions, une action complètement libérée de 1 livre sterling de la **Bank of Liverpool and Martins,** plus 15 shillings en espèces.

Deux directeurs de l'**Equitable Bank** entreront dans le Conseil de la **Bank of Liverpool and Martins.** Celle-ci a été fondée en 1831, sous le nom de **Bank of Liverpool,** et en 1918 a absorbé la **Martin's Bank.** Le capital émis est de 18.791.120 livres sterling, dont 2.348.890 livres sterling sont libérées.

L'**Equitable Bank,** de Halifax, a été fondée en 1899 et a un capital émis de 100.000 livres sterling. Elle est une des rares banques locales survivantes en Angleterre.

Un accord I. G. Farbenindustrie-Luft Hansa.

La **I. G. Farbenindustrie A. G.** a signé avec la Société d'aviation **Luft Hansa** un accord à long terme garantissant à cette dernière un minimum annuel de fret aérien, en échange de tarifs très favorables.

Nombre de produits de la **I. G. Farbenindustrie** ont une très grande valeur sous un petit volume, les serums, notamment, rentrent dans cette catégorie et pour eux la rapidité de transport a souvent une importance essentielle.

On annonce que d'autres entreprises ont l'intention de conclure avec la **Luft Hansa** des contrats de transport à long terme.

Le cartel du fer laminé (1).

Le cartel du fer laminé qui, jusqu'ici, ne concernait que la Belgique et l'Allemagne, vient de réunir les adhésions de la France et du Luxembourg.

Il a été constitué à Luxembourg, le 10 juin.

Le comptoir de vente des verres mécaniques Fourcault (2).

Le **Comptoir général belge pour la vente des verres mécaniques Fourcault** a été constitué pour trente ans, sous forme de société anonyme. Le siège se trouve à Bruxelles, d'où il centralisera la vente pour compte des usines adhérentes qui ont souscrit les 4.640 actions de 500 francs de la façon suivante :

Société anonyme des Verreries Réunies, à Jumet	400
Société anonyme des Verreries de Jemappes, à Jemappes	400
Société anonyme des Verreries de Cronfestu, à Cronfestu	360
Société anonyme des Verreries de Mariemont, à Haine-Saint-Pierre	400
Société anonyme des Verreries des Hamendes, à Jumet	760
Société anonyme des Verreries de Gilly, à Bruxelles	400
Société anonyme des Verreries Mécaniques de Charleroi, à Bruxelles	400
Société anonyme des Verreries de Jumet, à Jumet	320
Société anonyme Verrerie Campinoise, à Lommel	400
Société anonyme des Verreries de Dampremy-Zeebrugge, à Dampremy	800

Participation russe de la I. G. Farbenindustrie A. G.

Des négociations ont lieu entre le Syndicat russe des textiles et la I. G. Farbenindustrie A.-G., en vue d'établir en Russie une fabrique de soie artificielle. La société allemande mettra ses brevets et ses forces techniques à la disposition des Russes, moyennant une participation dans les bénéfices de l'entreprise.

---

(1) Cfr. *Bulletin* n° 11, du 19 mars 1927, p. 280.
(2) Cfr. *Bulletin* n° 23, du 11 juin 1927, p. 589.

La rationalisation de la navigation fluviale allemande sur le Rhin (1).

Le Rhein- und Seeschiffahrtkonzern et le Badisches Schiffahrtkonzern vont rationaliser leur exploitation et la réaliser en commun aux fins de lutter contre la forte concurrence qui se manifeste dans la navigation rhénane.

L'accord entre en vigueur le 1er juillet.

Concentration dans l'industrie chimique française (2).

Au cours d'une communication qu'il a faite, le président des Chemische Werke Kuhlmann a déclaré que l'industrie chimique française se trouve placée devant deux problèmes nouveaux: la fabrication de l'azote synthétique et celle du combustible liquide. La réalisation de ce programme allant au delà des possibilités de l'industrie chimique, celle-ci s'est assuré la collaboration de l'industrie charbonnière, qui possède les fours à coke indispensables aux opérations. Dans ce but, la Société Kuhlmann a fondé en commun avec divers charbonnages un certain nombre d'entreprises, dans lesquelles elle est intéressée à raison de 50 p. c. Ainsi se sont créées les sociétés Auzin-Kuhlmann et Marles-Kuhlmann, qui se consacreront à la fabrication de l'azote synthétique, tandis que la firme Courrières-Kuhlmann produira l'alcool méthylique et d'autres combustibles synthétiques.

Un mouvement s'est dessiné dans l'industrie chimique française en faveur de la concentration; toutefois, il n'est pas encore aussi marqué que dans d'autres pays. On a créé un « Comité des Industries Chimiques », qui groupe une vingtaine d'entreprises et réalise la solution en commun de problèmes importants.

Dans l'industrie des colorants, des fusions se sont produites. Les Etablissements Kuhlmann ont réalisé, avec la Société de Saint-Clair et la Société des Matières colorantes de Saint-Denis, une sorte de communauté d'intérêts, en vue de réduire les frais et de rendre possible la concurrence aux gros trusts étrangers. L'industrie française des colorants exporte actuellement 70 p. c. environ de sa production.

Concentration dans l'industrie chimique aux Etats-Unis.

La « General Chemical Company » projette de centraliser à Markus Hook, en Pensylvanie, ses 40 à 50 établissements situés à différents endroits du pays. Certaines usines ont déjà été transférées à Markus Hook, où se trouve le siège principal. La réalisation complète du programme exigera 6 à 8 ans.

A Markus Hook sont traités principalement la potasse, l'ammoniaque et l'alun. La General Chemical Cy est considérée comme le plus gros producteur d'acide sulfurique du monde. A côté de cela, elle fournit environ 400 produits différents.

(1) Cfr. *Bulletin* n° 12, du 26 mars 1927, p. 301.

(2) Cfr. *Bulletin* n° 14, du 9 avril 1927, p. 351.

LE REGIME DES SUCCURSALES DES SOCIETES ANONYMES ETRANGERES EN ROUMANIE.

Le ministère des Finances roumain vient d'envoyer l'ordre circulaire suivant à toutes les administrations financières du pays :

« Conformément aux dispositions des art. 237 et suivants du Code de Commerce, les sociétés anonymes étrangères, dont le siège social est à l'étranger, peuvent établir des succursales ou des représentations en Roumanie, après une préalable autorisation du Gouvernement. Parmi les conditions imposées à ces sociétés, le dernier alinéa de l'article 238 prévoit l'obligation de montrer le capital constitué en vue des opérations en Roumanie, et, après l'accomplissement de toutes les autres conditions du Code de Commerce, on leur accorde le droit de fonctionner, par une décision du Conseil des ministres, après laquelle la firme doit être inscrite au tribunal. »

L'indication du capital destiné aux opérations en Roumanie constituant une obligation légale, la circulaire prévoit que, pour l'imposition complémentaire des succursales du pays des sociétés étrangères, le capital à prendre en considération pour l'établissement du rendement sera celui fixé pour obtenir l'autorisation de fonctionner et qui devra figurer au bilan des opérations. Si le capital n'est pas indiqué comme ci-dessus, l'imposition pour le complémentaire se fera en considérant comme rendement plus de 500 p. c., soit le maximum fixé au tableau de l'article 42 de la loi des contributions directes.

On ne peut considérer le capital égal à la moitié du chiffre d'affaires, car, d'après l'alinéa b de l'article 42 de la susdite loi, ce mode de fixation du capital ne s'applique qu'aux commerçants et industriels particuliers, mais non aux sociétés anonymes.

REGIME DES SOCIETES ETRANGERES EN ESPAGNE.

Le Gouvernement espagnol vient de prendre un décret exemptant de taxes diverses les sociétés étrangères établies en Espagne qui prendront la nationalité espagnole.

TRANSFORMATION DE LA PRODUCTION DE LA FORD MOTOR COMPANY.

La vente des petites voitures en série Ford étant devenue assez difficile et souffrant de la concurrence d'autres voitures américaines — principalement celles

de la General Motors —, la Ford Motor Company va entreprendre la construction d'un nouveau modèle de petite voiture, plus élégant et un peu plus cher que le précédent, tout en maintenant partiellement la fabrication du type existant. Vingt-cinq mille ouvriers seront congédiés pendant la transformation des usines.

LA COOPERATION AMERICANO-ALLEMANDE DANS L'INDUSTRIE DU FILM (1).

Une nouvelle société s'est créée, au capital de 6 millions de Reichsmarks, sous le nom de Deutsche Film Union.

Les capitaux seront apportés par moitié par un groupe de banquiers allemands et par moitié par un groupe américain, dont fait partie l'organisation de vente de la First National Pictures.

LE TARIF DOUANIER FRANÇAIS ET LES IMPORTATIONS DE FILMS.

Le nouveau tarif douanier français, actuellement en cours de discussion, prévoit le contingentement des films étrangers importés.

(1) Cfr. *Bulletin* n° 23, du 11 juin 1927, p. 589.

LA MISE EN VALEUR DU KIVU.

La Banque du Travail vient d'obtenir au Congo une concession de 20.000 hectares dans le Ruzizi, entre le lac Tanganyika et le lac Kivu.

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

Date de publication	Nombre de	
	faillites	concordats homologués
24 juin 1927	5	1
Du 1er janv. au 24 juin 1927	252	63

BOURSE DE BRUXELLES.

MARCHE DU CHANGE.

Etant donné la très large aisance du marché, en capitaux liquides, on pouvait croire que cette fois les précautions habituellement prises à la veille d'une échéance importante en vue d'élargir le « fonds de roulement », seraient superflues. Il n'en fut rien, semble-t-il. Contrastant avec les séances précédentes durant les quelles vendeurs et acheteurs s'étaient presque constamment rencontrés autour des mêmes cours, la journée du 29 juin vit se multiplier les offres de devises en face d'une demande quasi nulle. Les cours fléchirent ausitôt. Fait à souligner, en dépit de la baisse relativement importante en certaines devises, la plupart des offres furent maintenues. Celles que l'on retira revinrent après coup sur le marché et provoquèrent un nouveau recul qui fut particulièrement sensible en sterling La livre sterling, qui valait la veille 34,9655, fut cotée officiellement 34,94 1/4 et se replia ensuite à 34,93 1/2. Le dollar s'arrêta à 7,1980 venant de 7,20; mais au dernier niveau du sterling, il valait à peine 7,1960.

Le reichsmark, le florin, le franc suisse ainsi que les trois devises scandinaves furent, à des degrés différents, sensiblement touchés par le mouvement de baisse.

En extrême clôture, la plupart des cours se sont légèrement raffermis et le marché montrait une tendance marquée à se racheter à terme. Ceci, plus encore que la détermination des vendeurs de céder coûte que coûte leur marchandise, rend vraisemblable l'hypothèse que, dans une certaine mesure, ces réalisations furent effectuées pour des raisons de trésoreries.

En ce qui concerne les marchés étrangers, celui de Londres seul demande un commentaire particulier. Trois devises y attirent l'attention: le dollar qui s'est à nouveau raffermi jusqu'à 485,55 après une courte détente autour de 485,65; la lire italienne dont le cours s'est haussé un moment à 84 et est revenu ensuite vers 86; enfin la peseta qui se défend assez péniblement entre 28,45 et 28,55.

Les transactions en change à terme ont été, sur notre place, plus nombreuses que d'habitude, vers la fin de la semaine. On cherchait surtout à vendre du « comptant » contre du « terme », toujours, probablement, pour se procurer momentanément des belgas. Ces opérations répétées pour des montants importants ont pesé quelque peu sur le déport en sterling qui a fléchi de 2 1/2 centièmes de belga à 1 3/4 pour un trimestre. La prime du franc français pour la même période est toujours de 10 centièmes de belga environ pour 100 francs français.

Le taux du « call money » s'est lentement relevé durant la première partie de la semaine de 1 à 1 3/4 % et s'est avancé d'emblée, le 30 juin, à 2 3/4 p. c. Celui de l'escompte privé est resté entre 3 5/8 et 4 p. c.

Aux **zincs, plombs et mines**: Part sociale Overpelt-Lommel, 2550 contre 2400.

Aux **glaceries et verreries**: Auvelais, 19850 contre 18775, Moustier-sur-Sambre, 19500 contre 18575, Nationales Belges, 20925 contre 19900, capital Libbey-Owens, 3390 contre 3155, Val-Saint-Lambert, 2750 contre 2690.

Aux **industries de la construction**: Ordinaire Cannon-Brand, 5500 contre 5050, privilégiée Ciments de Visé, 1260 contre 1200, ordinaire idem, 4375 contre 4025, Tuileries Nationales Belges, 820 contre 780.

Aux **textiles et soieries**: Dividende Etablissements Américains Gratry, 11000 contre 10625, Linière Gantoise, 9525 contre 8900, Linière La Lys, 13000 contre 12525, privilégiée Soie Artificielle Viscose, 4150 contre 4085, capital idem, 3920 contre 3800.

Aux **produits chimiques:** Droogenbosch, 2325 contre 2110, Laeken, 5100 contre 4525, privilégiée La Métallo-Chimique, 670 contre 550, Vedrin, 3350 contre 3110.

Aux **coloniales et caoutchoutières:** Alimentation du Bas-Congo (A. B. C.), 1840 contre 1595, Auxiliaire de Chemins de fer Grands Lacs, fondateur, 14950 contre 13100, Ciments du Katanga, 4685 contre 4000, part sociale Coloniale Anversoise, 1850 contre 1700, Géomine, 5360 contre 4900, privilégiée Katanga, 69950 contre 60500, fondateur Fauconnier et Posth, 3250 contre 2805, capital Hallet, 875 contre 780, fondateur idem, 10000 contre 9125, fondateur Huileries de Sumatra, 5500 contre 4375, fondateur Lacourt, 1725 contre 1595.

Aux **alimentation et industries diverses:** Dividende Brasseries « Les Peupliers », 200 contre 970, capital Couperie Belge-Américaine, 2800 contre 2690, ordinaire De Naeyer, 5200 contre 4500, dividende Papeteries Anversoises, 1330 contre 1255, la part sociale Englebert réactionne à 5030 contre 5500.

Aux **pétroles et sucreries:** Dividende Nafta fait 3430 contre 3130, capital Sucreries et Raffineries de Pontelongo, 1925 contre 1880, capital Sucreries et Raffineries en Roumanie, 2200 contre 2080, ordinaire Société Générale de Sucreries, 1650 contre 1550, Italo-Belge pour l'Industrie des Sucres, 1525 contre 1450.

Aux **actions étrangères:** Dahlbusch (act. de 100 M.), 1250 contre 1125, fondateur Banque Agricole d'Egypte, 1160000 contre 113500, dividende Cairo Electricité et Railway Hélio, 11400 contre 10500, fondateur Chemins de fer Economiques du Nord, 8900 contre 7675, part bénéficiaire Parisienne (Chemins et fer et Tramways), 3150 contre 2905, fondateur Huileries Deli, 9050 contre 8400, 10e fondateur Noembing, 5500 contre 4865, fondateur Mopoli, 31975 contre 26950, Soengei-Lipoet Cultuur, 3450 contre 3200, fondateur Tramways et Eclairage Electriques de Damas, 2145 contre 1995.

Terme.

Le marché à terme, moins favorablement disposé que le comptant, fut irrégulier et, si quelques valeurs clôturent en progrès sur leurs dernières cotations, d'autres se retrouvent par contre en nouveau recul.

Citons: Aljustrel à 627 1/2 contre 610, Financière des Caoutchoucs à 786 contre 760, Nitrate Railways à 857 1/2 contre 815, Pétrofina à 1520 contre 1495, Sennah Rubber à 522 contre 503, dividende Sidro à 2610 contre 2570, ordinaire idem à 2575 contre 2550, Soengei-Lipoet à 3385 contre 3265, Soie de Tubize à 833 3/4 contre 810, Brazilian Traction à 5765 contre 6010, capital Buenos-Ayres à 920 contre 1005, dividende idem à 890 contre 957 1/2, capital Tramways de Constantinople à 1140 contre 1155, Mexico Tramways à 910 contre 927, Prince-Henri, 2575 contre 2700.

Le 28 juin 1927.

MARCHE DES TITRES.

Comptant.

Malgré le nombre réduit des transactions, les séances du 20 au 24 juin ont été empreintes d'une certaine fermeté dont toutes les rubriques, tant aux valeurs à revenu fixe qu'aux valeurs à revenu variable, ont bénéficié.

On jugera, par les chiffres que nous citons ci-après, de l'importance des modifications enregistrées par la cote.

Aux **rentes:** Le 3 p. c., 2e série, reste à 56,50, tandis que Dommages de guerre 1921 cote 163 contre 159,25, Emprunt de Consolidation 1921 6 p. c., 90,15 contre 88,85, 3 p. c. Chemin de fer Anvers-Gand, 390 contre 385, Kilo-Moto 1926 6 p. c., 746,75 contre 730, 3 p. c. Chemin de fer Est-Belge, 310 contre 300, Lloyd Royal Belge série B 6 p. c., 860 contre 850.

Aux **emprunts de provinces et communes belges:** Anderlecht 1918 4 1/2 p. c., 68,95 contre 67,55, Anvers 1917 5 p. c., 75,30 contre 74,25, bons de caisse 6 p. c. Bruxelloise des Eaux, 475 contre 466, Liége 1913 4 p. c., 64,05 contre 62,50, Bruxelles-Maritimes 1897 2 p. c., 44,25 contre 43,25, Chemins de fer Vicinaux 2 1/2 p. c., 62,50 contre 60,25.

Aux **emprunts des chemins de fer, tramways, etc.:** Auxiliaire de Chemins de fer au Brésil 4 p. c., 320 contre 302, Chemin de fer Namur-Liége 1855 3 p. c., 355 contre 326, idem 1859 3 p. c., 385 contre 371, Tramways d'Alexandrie 4 p. c. reprende à 600 contre 524, Tramways de Gand 4 p. c. cote 345 contre 326, Centrale Gaz et Electricité 6 p. c., 495 contre 478.

Aux **assurances, banques et entreprises immobilières:** L'action Assurances Générales cote 18250 contre 17500, Banque du Congo Belge, 4475 contre 4000, Banque des Colonies, 3130 contre 2850, Banque Nationale de Belgique, 2755 contre 2700, part de réserve Société Générale de Belgique, 18100 contre 16750, Agricole et Hypothécaire Argentine, jouissance, 3285 contre 3130, dividende Hypothécaire Belge-Américaine, 18100 contre 17500, Immobilière Bruxelloise, 3010 contre 2610.

Aux **chemins de fer:** Chemins de fer et Entreprises (Compagnie belge), 3675 contre 2970, ordinaire Chemins de fer du Congo, 2255 contre 2110, jouissance Congo Supérieur aux Grands Lacs, 1450 contre 1300, fondateur Chemins de fer Réunis, 13125 contre 12025, jouissance Welkenraedt, 13000 contre 12400.

Aux **tramways et trusts:** Dividende Compagnie Générale Anvers, 617,50 contre 585, dividende Rosario, 1045 contre 975, part sociale Bangkok, 2320 contre 2160, 10e fondateur Constantinople, 8000 contre 7300, privilégiée Electricité et Traction, 3990 contre 3410, Société Générale Belge d'Entreprises Electriques, 2400 contre 2055, 10e fondateur idem, 14800 contre 12750, ordinaire Tientsin, 4360 contre 39900, capital Sofina, 38400 contre 34100.

Aux **gaz et électricité:** Part sociale Auxiliaire d'Electricité, 2350 contre 2160, Eclairage et Chauffage par le Gaz, 6290 contre 5600, capital Electricité de la Dendre, 1050 contre 925, 10e fondateur Electricité Est de la Belgique, 4575 contre 4250, ordinaire Electricité de Las Palmas, 10400 contre 900, capital Electricité de Lens, 2300 contre 1975, capital Electricité de Rosario, 2725 contre 2575, Entreprises Electriques en Pologne, 1500 contre 1250, Gaz et Electricité du Hainaut, fondateur, 8350 contre 7800.

Aux **industries métallurgiques:** Fabrique Nationale d'Armes de guerre, 2040 contre 1860; Espérance-Longdoz, 3740 contre 3615, Ougrée-Marihaye, 2530 contre 2350, Forges de la Providence, 5225 contre 5000.

Aux **charbonnages:** Ordinaire Aiseau-Presle, 4200 contre 3910, Bonne-Espérance et Batterie, 3200 contre 2960, fondateur Hensies-Pommerœul, 3000 contre 2690, part sociale Hornu-et-Wasmes, 13500 contre 12800, Levant du Flénu, 6750 contre 6300, Monceau-Fontaine-Martinet, 11200 contre 10225, Produits au Flénu, 4300 contre 4000.

STATISTIQUES

INDEX-NUMBERS EN BELGIQUE.

Indices simples de l'augmentation des prix de détail (d'après le « Moniteur belge »).
(Base : avril 1914, indice 100).

PÉRIODES		Cours du $ à Bruxelles		Anvers	Bruxelles	Gand	Liége	Pour le Royaume	Index général réduit en fr. « or » sur la base du cours du $
		Cours limites et moyennes	exprimés en % de la parité intrinsèque						
Année 1920.	+ bas	10,825	%	—	410	—	—	396	190
	+ haut	16,45		—	505	—	—	477	150
	moyenne arithm.	13,771	266	—	479	—	—	455	171
Année 1921.	+ bas	11,30		380	393	377	380	379	174
	+ haut	16,2875		446	477	441	459	450	143
	moyenne	13,443	259	405	420	389	403	399	154
Année 1922.	+ bas	11,485		369	387	357	370	365	165
	+ haut	17,84		393	409	381	400	387	112
	moyenne	13,17	254	380	396	365	380	373	147
Année 1923.	+ bas	14,975		392	405	377	392	383	133
	+ haut	22,825		479	492	470	474	470	107
	moyenne	19,3697	374	436	447	422	434	428	115
Année 1924.	+ bas	17,475		490	502	480	485	480	142
	+ haut	31,60		537	556	519	523	521	85
	moyenne	21,7884	420	512	528	498	502	501	119
Année 1925.	+ bas	19,11		517	531	500	505	502	136
	+ haut	23,14		557	568	538	540	534	120
	moyenne	21,0668	406	534	549	518	522	518	127
Année 1926.	+ bas	21,976		544	555	523	525	521	123
	+ haut	45,075		781	787	753	740	741	85
	moyenne	31,9468	616	651	661	624	616	618	100
Les derniers mois	15 juin 1926	32,343	624	614	622	579	580	579	93
	15 juillet »	33,912	654	680	692	638	628	637	97
	15 août »	41,165	794	719	728	693	672	681	86
	15 septembre »	36,3204	701	723	734	695	678	684	98
	15 octobre »	36,7205	709	747	754	717	700	705	100
	15 novembre »	35,9574	694	770	775	742	725	730	105
	15 décembre »	35,911	693	781	787	753	740	741	107
	15 janvier 1927	35,925	693	793	805	767	754	755	109
	15 février »	35,9581	694	806	817	780	768	770	111
	15 mars »	35,9595	694	804	816	777	769	771	111
	15 avril »	35,968	694	811	820	782	770	774	112
	15 mai »	35,966	694	813	818	777	767	776	112
	15 juin »	35,9828	694	823	826	784	775	785	113

N. B. — Les moyennes mensuelles des cours du dollar sont décalées d'un mois; par exemple, en regard de l'indice au 15 mars figure la moyenne de février.

Indices des prix de gros.

	Belgique (*Officiel*) Base : Avril 1914		Angleterre (*B. of Trade*) Base : 1913	Allemagne Base : 1913	Etats-Unis (*Bur. of Labor*) Base : 1913
	En fr.-pap.	En fr.-or (1)			
Décembre 1924	566	145,7	170,1	142,5	157
Décembre 1925	565	132,8	153,2	139,5	156
Décembre 1926	860	124,–	146,1	137,1	147
Janvier 1927	856	123,4	143,6	135,9	147
Février »	854	123,1	142,6	135,6	146
Mars »	858	123,6	140,6	135,0	145
Avril »	846	121,9	139,8	134,9	144
Mai »	848	122,1	141,1	136	143

(1) Sur la base du cours du dollar à Bruxelles.

Statistique du chômage en Belgique.

MOIS	Assurés en état de chômage au dernier jour ouvrable du mois. Moyenne pour cent assurés						Total des journées perdues					
	1925		1926		1927		1925		1926		1927	
	Chômage complet	Chômage intermitt.	Chômage complet	Chômage intermitt.	Chômage complet	Chômage intermitt.	(a)	(b)	(a)	(b)	(a)	(b)
Janvier	2,—	4,10	2,70	5,35	2,60	5,10	224	3,73	266	4,43	204	3,41
Février	1,70	4,60	1,60	3,10	2,30	3,60	186	3,10	154	2,57	187	3,12
Mars	1,50	5,50	1,40	2,80	1,80	3,10	180	3,00	112	1,96	141	2,36
Avril	1,60	5,50	1,20	2,00	1,70	3,50	195	3,25	96	1,61	143	2,38
Mai	1,20	4,97	1,10	2,10	—	—	161	2,68	83	1,38	—	—
Juin	1,06	4,77	0,90	2,20	—	—	134	2,24	82	1,37	—	—
Juillet	1,11	4,02	0,90	1,70	—	—	146	2,36	78	1,29	—	—
Août	0,94	2,91	1,20	2,80	—	—	108	1,80	96	1,60	—	—
Septembre	0.80	1,85	1,10	2,50	—	—	86	1,43	105	1,76	—	—
Octobre	0,74	1,82	1,40	2,20	—	—	77	1,28	108	1,80	—	—
Novembre	2,28	5,02	1,40	2,50	—	—	134	2,23	101	1,67	—	—
Décembre	2,80	4,58	2,60	3,00	—	—	205	3,41	163	2,72	—	—

a) Par mille assurés et par semaine.
b) En pour cent de l'ensemble des journées qu'auraient pu fournir les assurés.

Prix moyens des grains et autres denrées agricoles vendus sur les marchés régulateurs de Belgique.

(« Moniteur belge ».)

En francs par 100 kilogrammes.

	Prix moyen par 100 kilos							Par kilo		Par 26
	Froment	Seigle	Avoine	Orge	Pommes de terre	Lin brut	Chanvre brut	Beurre	Laine	Œufs
1913	19,80	16,76	19,59	19,42	6,45	125,—	—	3,08	—	—
1923	85,66	67,82	78,38	70,37	30,95	88,59	368,75	14,82	17,90	15,07
1924	105,60	91,75	92,81	100,16	57,11	89,16	447,50	17,47	24,08	17,01
1925	116,95	102,15	100,22	108,87	54,77	123,37	490,10	18,18	25,95	18,24
1926	174,38	131,79	125,25	127,56	60,30	126,50	657,50	20,77	35,83	22,37
Les derniers mois: Mai 1926	175,63	121,24	123,01	123,51	53,19	121,88	800,—	16,29	33,—	15,12
Juin »	195,56	130,50	133,85	129,16	78,59	139,38	875,—	16,18	36,—	15,68
Juillet »	242,04	155,68	157,39	152,35	79,14	144,50	895,—	18,68	36,—	20,25
Août »	196,80	141,45	141,66	135,19	61,52	138,13	775,—	19,31	36,—	21,04
Septembre »	187,—	154,85	132,70	138,27	58,52	137,—	720,—	23,10	42,20	26,68
Octobre »	202,91	171,85	139,17	148,27	63,50	134,38	656,25	24,55	45,50	32,29
Novembre »	210,99	174,82	144,90	156,64	72,30	145,—	618,75	25,97	46,—	37,48
Décembre »	204,66	174,63	144,51	156,34	76,37	144,—	570,—	28,02	46,—	33,95
Janvier 1927	202,57	175,43	149,51	161,97	83,36	150,63	623,75	29,50	46,—	28,92
Février »	201,82	178,37	151,30	166,45	96,85	167,50	867,50	29,78	46,—	25,42
Mars »	197,59	177,62	149.27	165,28	102,30	176,50	860,—	27,71	46,—	17,96
Avril »	194,81	178,09	153,31	169,22	103,50	170,63	860,—	25,50	46,—	17,83
Mai »	202,35	186,11	162,51	174,65	104,26	166,25	860,—	23,39	46,—	18,62

MARCHE DE L'ARGENT A BRUXELLES.

I. — Taux officiels et taux « hors banque » (escompte et prêts).

DATES 1927	Taux officiels (B. N. de B.)			Taux « hors banque »		Taux « on call »	
	escompte d'acceptat. et de traites domiciliées	escompte de traites non domic. et de promesses	prêts et avances sur fonds publics nationaux	papier commercial	papier financier	en compensation	marché
23 juin	5,—	5,50	7,—	3,875	4,375	1,—	1,—
24 juin	5,—	5,50	7,—	3,875	4,375	1,—	1.25
25 juin	5,—	5,50	7,—	3,875	4,375	1,25	1,25
27 juin	5,—	5,50	6,50	3,9375	4,50	1,—	1,25
28 juin	5,—	5,50	6,50	4,—	4,50	1,—	1,25
29 juin	5,—	5,50	6,50	3,9375	4,50	1,50	1,75

Taux des reports (Caisse générale de Reports) { sur les valeurs au comptant 8 1/2 %
sur les valeurs à terme 9 %

II. — Taux des dépôts en banque.

BANQUES	Compte à vue	Compte de quinzaine	Compte à préavis de 15 jours	Compte de dépôt à :						
				1 mois	3 mois	6 mois	1 an	2 ans	3 ans	5 ans
Société Générale	2,—	4,50	—	4,75	4,75	—	—	—	—	—
Banque de Bruxelles	2,—	4,25	4,50	4,75	4,75	5,—	—	—	—	—
Caisse de Reports	2,—	4,87	—	4,75	4,75	5,—	5,50	5,50	—	—
Soc. Nat. Cr. Industrie.	—	—	—	—	4,75	5,25	5,50	6,—	6,—	6,—
Caisse d'Epargne	4 (1)	—	—	—	—	—	—	—	—	—

(1) 4 p. c. jusque 20.000 francs, 3 p. c. pour le surplus.

III. — Marché des changes à terme.

DATES 1927	Report (R) ou déport (D) exprimés en belgas							
	Pour 1 £		Pour 100 fr. fr.		Pour 1 $		Pour 100 florins	
	pour 3 mois	pour 1 mois	pour 3 mois	pour 1 mois	pour 3 mois	pour 1 mois	pour 3 mois	pour 1 mois
23 juin	D 0,019	D 0,007	R 0,105	R 0,035	D 0,002	D 0,002	pair	pair
24 juin	D 0,021	D 0,008	R 0,10	R 0,035	D 0,002	D 0,0005	pair	pair
25 juin	D 0,026	D 0,009	R 0,0975	R 0,04	D 0,0035	D 0,002	D 0,35	R 0,15
27 juin	D 0,026	D 0,009	R 0,0975	R 0,04	D 0,0035	D 0,002	D 0,35	R 0,15
28 juin	D 0,023	D 0,008	R 0,0975	R 0,0375	D 0,0015	D 0,0005	D 0,10	R 0,05
29 juin	D 0,022	D 0,007	R 0,101/2	R 0,0475	D 0,0015	D 0,0005	D 0,15	R 0,05

IV. — Rendement, d'après les cours de la Bourse, de quelques fonds nationaux consolidés.

DATES 1927	Rente belge 3 %, 2e série (impôt 2 %)		Restauration nationale 1919, 5 % (net d'impôt)		Consolidé 1921, 6 % (impôt 2 %)	
	Cours (1)	Taux effectif correspondant	Cours (1)	Taux effectif correspondant	Cours (1)	Taux effectif correspondant
22 juin	56,50	5,20 %	—	—	88,75	6,63 %
23 juin	56,50	5,20 %	78,50	6,37 %	89,—	6,61 %
24 juin	56,50	5,20 %	—	—	90,15	6,52 %
27 juin	—	—	78,25	6,39 %	90,—	6,53 %
28 juin	56,50	5,20 %	—	—	89,85	6,54 %

(1) Intérêts non compris dans le cours.

Banque Nationale de Belgique

Principaux postes des situations hebdomadaires (En milliers de francs)

ACTIF	1913 30 décembre	1926 24 juin	1927 16 juin	1927 23 juin
Encaisse :				
Or	249.026	273.865	3.220.236	3.220.712
Traites et disponibilités « or » sur l'étranger	170.328	30.223	2.177.333	2.188.842
Argent, billon et divers	57.351	89.237	—	—
Portefeuille effets s/ la Belgique et s/ l'étranger	603.712	1.509.007	2.390.660	2.430.058
Avances sur fonds publics	57.901	353.609	160.986	126.965
Prêts s/ Bons des Provinces belges	—	480.000	—	—
Avances à l'État pour le retrait des marks	—	5.200.000	—	—
Bons du Trésor belge (solde de l'avance à l'État) amortissable suivant arrêté du 25-10-26	—	800.000	2.000.000	2.000.000
Bons du Trésor escomptés en exécution de la loi du 19-5-26	—	—	—	—
PASSIF				
Billets en circulation	1.049.762	8.276.538	9.336.135	9.248.305
Comptes Courants particuliers	88.333	468.888	577.240	682.188
Compte Courant du Trésor	14.541	35.343	80.272	79.784
TOTAL des engagements à vue	1.152.636	8.780.769	9.993.647	10.010.277
Quotité % de l'encaisse par rapport aux engagements à vue	41,36 %	4,48 %	54,01 %	54,04 %
Taux d'escompte des traites acceptées	5,— %	7,— %	5,50 %	5,— %
Taux des prêts s/ fonds publics	5,— %	8,— %	7,— %	7,— %

Cours des changes à Bruxelles.

DATES 1927	Londres £ = 35 belgas	Paris 100 fr. = 138,77 b.	New-York câble $ = 7,19193 b.	Amsterdam 100 fl. = 289,086 b.	Genève 100 fr. = 138,77 b.	Madrid 100 P. = 138,77 b.	Italie 100 lires = 138, 77 b.	Stockholm 100 cr. = 192,736 b.	Oslo 100 cr. = 192,736 b.	Copenhague 100 cr. = 192,736 b.	Prague 100 cr. = 145,7275 b.	Montréal $ = 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
23-6	34,9625	28,19125	7,201	288,4625	138,575	129,825	41,20	193,075	136,50	192,425	21,325	7,1885	170,5875	101,30	80,40	125,30
24-6	34,966875	28,1965	7,201	288,45	138,5875	122,175	41,25	193,—	186,45	192,40	21,335	7,1885	170,5875	101,310625	80,50	125,30
27-6	34,97	28,20	7,20	288,475	138,60	122,75	41,45	192,975	186,60	192,40	21,335	7,187	170,575	101,375	80,50	125,30
28-6	34,9655	28,194	7,20	288,3375	138,575	122,4075	40,45	193,15	186,275	192,35	21.325	7,186	170,525	101,375	80.55	125,30
29-6	34,9425	28,175	7,198	288,1125	138,50	122,50	40,575	192,90	185,725	192.20	21,325	7,1795	170.425	101,30	80,55	125,30

Banque d'Angleterre

(En milliers de £)

	1913	1926	1927	
	27 décembre	24 juin	16 juin	23 juin
ACTIF				
Encaisse métallique (Issue Department et Banking Dt)	33.098	150.085	152.110	152.009
Placements du « Banking Depart. » (Effets, prêts s/ titres et fonds publics)	47.129	107.421	99.548	97.888
dont valeurs garanties par l'Etat	11.199	40.160	50.386	49.411
dont autres valeurs	35.930	67.261	49.162	48.477
PASSIF				
Billets en circulation	29.361	140.388	136.500	136.298
Comptes Courants :				
du Trésor (Trésor, Caisse d'Epargne et Caisse d'amortissements)	9.421	18.625	19.113	20.168
de Particuliers	42.091	100.341	97.926	95.292
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 %	24,7 %	30,2 %	30,7 %
Taux d'escompte officiel	5,— %	5,— %	4,50 %	4,50 %

Banque de France

(En milliers de francs)

	1913	1926	1927	
	26 décembre	24 juin	16 juin	23 juin
ACTIF				
Encaisse métallique	4.157.455	5.885.731	5.891.372	5.891.372
Or, argent et devises achetés (loi du 7 août 1926)	—	—	2.170.509	2.176.350
Disponibilités et avoir à l'étranger	—	576.189	51.430	49.997
Portefeuille	1.526.383	4.743.717	1.673.033	1.831.527
Avances s/ titres, monnaies et lingots	772.403	2.310.769	1.686.748	1.653.428
Avances à l'Etat	205.398	36.800.000	27.150.000	26.850.000
Bons du Trésor français escomptés pour avances de l'Etat à des Gouvernements étrangers	—	5.371.000	5.726.000	5.732.000
Comptes courants postaux	—	—	545.523	436.018
PASSIF				
Billets en circulation	5.713.551	53.073.191	52.381.440	52.107.333
Comptes Courants du Trésor et des Particuliers	978.684	2.926.336	12.127.403	12.977.582
Quotité % de l'encaisse métallique par rapport aux engagements à vue	62,12 %	10,51 %	9,13 %	9,05 %
Taux d'escompte officiel	4,— %	6,— %	5,— %	5,— %

Reichsbank

(En milliers de Reichsmarks)

	1913	1926	1927	
	31 décembre	23 juin	15 juin	23 juin
ACTIF				
Encaisse métallique	1.446.803	1.605.992	1.905.993	1.911.457
Devises étrangères admises dans la couverture des billets	—	149.825	75.234	70.288
Billets d'autres banques	12.765	36.971	21.403	23.648
Portefeuille effets	1.490.749	1.223.950	2.116.893	2.017.411
Avances s/ nantissement	94.473	5.300	28.500	21.295
PASSIF				
Billets en circulation	2.593.445	2.498.140	3.342.047	3.219.315
Divers engagements à vue	793.120	764.046	759.633	769.533
Quotité % de l'encaisse métallique par rapport au total des engagements à vue	42,72 %	49,23 %	46,47 %	47,92 %
Taux d'escompte officiel	5,— %	6,50 %	6,— %	6,— %

Nederlandsche Bank

(En milliers de florins P. B.)

	1913	1926	1927	
	27 décembre	21 juin	13 juin	20 juin
ACTIF				
Encaisse métallique	160.506	454.255	442.928	438.421
Portefeuille effets :				
» s/ la Hollande	67.504	55.796	153.036	146.862
» s/ l'Etranger	14.300	198.352	114.103	117.486
Avances s/ nantissement	86.026	139.640	133.572	134.632
Compte du Trésor (débiteur)	9.235	—	—	—
PASSIF				
Billets en circulation	312.695	798.967	795.429	779.530
Comptes courants :				
de particuliers	4.333	37.058	41.557	45.797
du Trésor (créditeur)	—	33.307	9.340	18.029
Assignations de banque	1.522	222	214	321
Quotité % de l'encaisse métallique par rapport aux engagements à vue	50,39 %	52,24 %	52,32 %	51,97 %
Taux d'escompte officiel	5,— %	3,1/2 %	3,1/2 %	3,1/2 %

Production industrielle de la Belgique.

ANNÉES	Cokes		Agglomérés	
	Production (tonnes)	Nombre d'ouvriers	Production (tonnes)	Nombre d'ouvriers
Moyennes mensuelles :				
1913	293.583	4.229	217.387	1.911
1924	346.650	5.384	167.693	1.526
1925	342.358	5.345	187.570	1.578
1926	413.414	5.969	179.179	1.432
Les derniers mois :				
Mai 1926	433.850	5.881	174.510	1.472
Juin 1926	434.750	6.202	195.940	1.322
Juillet 1926	453.300	6.159	205.140	1.407
Août 1926	455.960	6.082	186.150	1.411
Septembre 1926	423.500	6.049	174.040	1.390
Octobre 1926	417.010	6.072	161.650	1.312
Novembre 1926	393.820	5.929	145.360	1.308
Décembre 1926	408.700	5.929	128.180	1.300
Janvier 1927	435.820	5.778	120.080	1.267
Février 1927	393.870	5.952	127.440	1.314
Mars 1927	432.880	5.844	141.590	1.241
Avril 1927	440.100	5.919	121.700	1.153
Mai 1927	461.050	5.877	147.950	1.251

ANNÉES	Métallurgie. — Production en tonnes				
	Fonte	Fers finis	Aciers bruts	Aciers finis	Zinc brut
Moyennes mensuelles :					
1913	207.058	25.362	205.552	154.922	17.019
1924	234.000	16.729	238.377	198.216	13.582
1925	211.786	8.761	200.883	164.942	14.324
1926	283.272	13.237	276.855	231.807	15.835
Mai 1926	299.630	13.920	284.790	240.590	15.770
Juin 1926	294.750	16.050	311.260	256.240	15.530
Juillet 1926	306.590	13.910	310.740	256.300	15.760
Août 1926	318 390	15.880	317.860	257.950	16.200
Septembre 1926	312.880	16.960	312.480	256.950	15.920
Octobre 1926	319.590	18.900	316.768	256.130	16.760
Novembre 1926	309.520	16.620	309.350	257.660	16.530
Décembre 1926	328.570	15.680	327.690	272.090	17.320
Janvier 1927	316.430	15.240	312.590	259.040	17.130
Février 1927	292.620	14.150	296.830	245.230	15.780
Mars 1927	314.340	14.780	314.625	269.740	17.560
Avril 1927	309.920	13.210	301.070	237.700	16.870
Mai 1927	318.750	14.200	321.140	252.180	17.240

MINES DE HOUILLE	Nombre moyen d'ouvriers				Production en tonnes par bassin						
Années	à veine	autres ouvriers du fond	de la surface	fond et surface	Mons	Centre	Charleroi	Namur	Liége	Campine	Total
1923	22.222	87.417	50.364	160.003	4.706.390	3.731.590	7.575.090	682.360	5.419.260	807.650	22.922.340
1924	23.557	95.424	53.304	172.285	4.209.760	3.994.760	7.908.260	616.300	5.526.280	1.106.550	23.361.910
1925	22.032	88.401	51.435	161.868	4.930.940	3.832.720	7.528.040	476.590	5.199.610	1.135.260	23.133.160
1926	21.691	89.301	49.863	160.855	5.424.620	4.190.150	7.878.230	441.660	5.537.310	1.847.600	25.319.570
Les derniers mois :											
Mai 1926	20.958	84.476	49.490	154.924	395.760	310.840	577.600	26.830	405.350	130.060	1.846.440
Juin 1926	20.813	84.452	49.554	154.819	468.570	342.760	643.490	32.150	460.850	152.750	2.100.570
Juillet 1926	20.840	85.058	49.610	155.508	476.810	341.410	644.780	34.640	481.670	153.030	2.132.340
Août 1926	20.958	86.501	49.446	156.905	469.140	340.890	655.940	35.290	460.300	155.980	2.117.540
Septembre 1926	21.194	88.909	49.254	159.357	468.570	352.500	675.110	36.570	474.530	166.970	2.174.250
Octobre 1926	22.209	93.424	49.934	165.567	473.140	378.730	704.590	37.200	507.880	172.460	2.274.000
Novembre 1926	23.504	99.489	51.236	174.229	499.380	378.440	710.700	40.180	490.090	191.480	2.310.270
Décembre 1926	23.627	99.908	51.003	174.538	503.170	389.060	724.350	41.370	515.970	202.560	2.376.480
Janvier 1927	23.626	101.333	49.724	174.683	496.670	385.470	709.150	40.540	506.680	207.230	2.345.740
Février 1927	24.003	102.786	52.171	178.960	465.290	366.990	692.720	39.140	482.140	205.050	2.251.330
Mars 1927	23.732	100.916	52.873	177.521	531.210	389.020	760.400	42.360	521.570	232.840	2.477.400
Avril 1927	23.512	99.790	52.605	175.907	491.240	373.090	696.070	39.050	482.480	198.450	2.280.380
Mai 1927	23.103	97.876	53.117	174.096	478.730	367.480	686.740	37.500	472.540	190.740	2.233.730