

JOURNAL DE LA SOCIÉTÉ STATISTIQUE DE PARIS

BARON CHARLES MOURRE

Statistique des facteurs qui ont modifié le taux de l'intérêt de 1869 à 1914

Journal de la société statistique de Paris, tome 61 (1920), p. 176-194

http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1920__61__176_0

© Société de statistique de Paris, 1920, tous droits réservés.

L'accès aux archives de la revue « Journal de la société statistique de Paris » (<http://publications-sfds.math.cnrs.fr/index.php/J-SFdS>) implique l'accord avec les conditions générales d'utilisation (<http://www.numdam.org/conditions>). Toute utilisation commerciale ou impression systématique est constitutive d'une infraction pénale. Toute copie ou impression de ce fichier doit contenir la présente mention de copyright.

NUMDAM

Article numérisé dans le cadre du programme
Numérisation de documents anciens mathématiques
<http://www.numdam.org/>

III

STATISTIQUE DES FACTEURS QUI ONT MODIFIÉ LE TAUX DE L'INTÉRÊT DE 1869 A 1914

Avant de procéder à l'examen statistique des facteurs qui ont fait varier l'intérêt de 1869 à 1914, il est nécessaire de définir l'intérêt et d'expliquer brièvement quels sont ces facteurs.

Nous appelons intérêt mondial le rapport de la valeur des capitaux circulants mondiaux (produits) à celle des capitaux fixes mondiaux (instruments producteurs) = $\frac{v}{V}$.

L'intérêt peut varier sous l'influence de plusieurs causes :

1° Il peut hausser par suite d'une *augmentation dans l'intensité des besoins*.

Les capitaux circulants sont plus demandés et leur prix s'élève, tandis que celui des capitaux fixes, dont la demande ne varie pas sensiblement, reste à peu près stationnaire. Ce phénomène s'est produit pendant la guerre et persiste actuellement;

2° L'intérêt peut baisser par suite de la *saturation des besoins* qui, vraisemblablement, doit s'accroître de plus en plus, à mesure que la production se développe dans le cours du temps.

J.-B. Say niait l'existence des crises de surproduction. Sans doute, nous dirons avec lui que les produits s'échangent contre des produits et qu'il ne peut y avoir trop de produits, au moins si l'on fait abstraction des détraquements accidentels qui peuvent se produire dans le mécanisme des échanges.

Mais cette remarque ne prouve pas que les capitaux circulants, moins désirés dans leur ensemble, ne puissent se déprécier par rapport aux capitaux fixes. Nous assistons à un phénomène inverse du précédent. La plus grande intensité des besoins a amené la hausse de l'intérêt; la satiété des besoins produit sa baisse;

3° *Une recrudescence de l'épargne* provoque la baisse du taux de l'intérêt. Le mécanisme du phénomène est le suivant : une partie de l'épargne se consacre aux entreprises nouvelles, mais quand celles-ci ont absorbé les capitaux disponibles nécessaires à leur mise en œuvre, l'excédent d'épargne cherche à acheter des entreprises anciennes et fait monter leurs cours. Ces entreprises anciennes deviennent alors de moins en moins lucratives, ce qui incite à créer des entreprises nouvelles, et ainsi de suite, jusqu'à ce que toute l'épargne ait trouvé à s'employer;

4° *La productivité des entreprises nouvelles plus grande que celle des anciennes* fait hausser le taux de l'intérêt, et inversement *la diminution de productivité des entreprises nouvelles* le fait baisser.

Envisageons le cas où la productivité des entreprises nouvelles est supérieure à celle des anciennes. Il en sera ainsi si, par exemple, on découvre des terrains pétrolifères, carbonifères ou aurifères extrêmement riches; si on construit des chemins de fer ou des tramways répondant à des besoins urgents.

Supposons que le taux de l'intérêt mondial des anciennes entreprises soit 3 % et celui des nouvelles 9 %. Admettons, pour nous placer dans un cas tout à fait simple, que la valeur des capitaux fixes anciennement créés, 100 milliards, par exemple, soit égale à celle des capitaux fixes nouvellement créés. Il faudra, bien entendu, que la période pendant laquelle on fonde des entreprises nouvelles soit très longue pour qu'il en soit ainsi.

On aura donc $\frac{3 \text{ milliards}}{100 \text{ milliards}}$ pour l'intérêt mondial des anciennes entreprises
et $\frac{9 \text{ milliards}}{100 \text{ milliards}}$ pour celui des nouvelles.

Quel sera l'effet sur le taux de l'intérêt mondial de l'adjonction d'entreprises nouvelles produisant un rendement plus élevé? L'intérêt restera-t-il stationnaire? Croîtra-t-il? Décroîtra-t-il?

Nous poserons ce principe que la valeur de tout capital fixe, à degré de sécurité égale, est proportionnelle à celle de son rendement.

Nous supposerons également, pour plus de simplicité, que la sécurité des nouvelles entreprises est égale à celle des anciennes. S'il n'en était pas ainsi, du reste, il suffirait de corriger la loi ci-dessus en faisant intervenir un coefficient de risque qui compliquerait un peu les formules sans rien changer au raisonnement.

Ceci posé, on peut faire trois hypothèses :

1^{re} hypothèse. — L'INTÉRÊT RESTE STATIONNAIRE.

Il est très possible que les entreprises nouvelles, donnant un rendement triple (9 milliards) de celui des anciennes (3 milliards), voient tripler leur valeur.

On aura donc :

$$\frac{3 \text{ milliards}}{100 \text{ milliards}} \quad \text{et} \quad \frac{9 \text{ milliards}}{300 \text{ milliards}}$$

L'intérêt mondial sera donc par définition :

$$\frac{3 \text{ milliards} + 9 \text{ milliards}}{400 \text{ milliards}} = \frac{3}{100}$$

L'intérêt n'aura donc pas varié. La valeur des capitaux fixes et des capitaux circulants sera restée dans le même rapport. En un mot, la valeur de l'instrument producteur augmente proportionnellement à la valeur de ce qu'il produit, ce qui peut paraître vraisemblable.

2^e hypothèse. — BAISSÉ DE L'INTÉRÊT.

En présence d'entreprises nouvelles donnant un rendement élevé ne désirera-t-on pas en acheter en retranchant un peu de son bien-être? En un mot, les capitaux circulants plus offerts ne se déprécieront-ils pas en faveur des capitaux nouvellement fixés qui seront plus demandés?

Par exemple, au lieu de :

$$\frac{3 \text{ milliards}}{100 \text{ milliards}} \quad \text{et de} \quad \frac{9 \text{ milliards}}{100 \text{ milliards}}$$

on aura, les valeurs des capitaux fixes étant toujours astreintes, quelles que soient les modifications survenues, à être proportionnelles à celles de leurs rendements :

$$\frac{1 \text{ milliard}}{52 \text{ milliards}} \quad \text{et} \quad \frac{3 \text{ milliards}}{156 \text{ milliards}}$$

D'où l'intérêt mondial sera :

$$\frac{1 \text{ milliard} + 3 \text{ milliards}}{52 \text{ milliards} + 156 \text{ milliards}}$$

c'est-à-dire inférieur à 2 %.

3^e hypothèse. — HAUSSE DE L'INTÉRÊT.

L'augmentation du rendement des entreprises nouvelles favorisera leur création et stimulera la demande de capitaux circulants qu'on recherchera pour les fixer. La valeur des capitaux circulants augmentera donc et l'intérêt haussera.

Par exemple, au lieu de :

$$\frac{3 \text{ milliards}}{100 \text{ milliards}} \quad \text{et} \quad \frac{9 \text{ milliards}}{100 \text{ milliards}}$$

on aura :

$$\frac{3 \text{ milliards}}{50 \text{ milliards}} \quad \text{et} \quad \frac{9 \text{ milliards}}{150 \text{ milliards}}$$

De sorte que l'intérêt mondial sera :

$$\frac{3 + 9 \text{ milliards}}{50 + 150 \text{ milliards}} = \frac{6}{100}$$

Parmi ces trois hypothèses, la dernière, la hausse de l'intérêt peut seule être retenue. Nous n'en donnerons pas ici de démonstration directe, qui exigerait un temps trop long; nous nous contenterons d'un raisonnement par l'absurde.

Supposons que l'intérêt reste immobile (1^{re} hypothèse) et que la productivité des entreprises nouvelles par rapport aux anciennes aille toujours en croissant. En partant de 3 %, on aura pour chaque série d'entreprises nouvelles, en négligeant les taux d'intérêt intermédiaires :

$$\frac{3}{100} \quad \frac{4}{100} \quad \frac{5}{100} \quad \frac{6}{100} \quad \frac{7}{100} \quad \text{etc.}$$

Mais les entreprises rapportant 6 % au moment de leur création verront par hypothèse, à la suite de l'augmentation de valeur de leur capital, leur taux d'intérêt se niveler avec celui des entreprises anciennes; elles ne rapporteront que 3 %. De la sorte, la différence d'intérêt entre les entreprises qui ont été créées et celles qu'on crée ira en s'amplifiant. Sous l'influence de cette productivité extrêmement rémunératrice, la création d'entreprises nouvelles, c'est-à-dire la fixation de capitaux circulants, deviendra fiévreuse. Mais, s'il en est ainsi, les capitaux circulants, très demandés, renchériront par rapport aux capitaux fixes. Or nous avons admis que l'intérêt restait immobile, ce qui signifie que la valeur des capitaux circulants par rapport à celle des capitaux fixes ne varie pas. L'hypothèse de l'immobilité de l'intérêt est donc absurde. *A fortiori*, il en serait de même de celle de la baisse de l'intérêt.

Remarquons, du reste, que lorsque l'intérêt hausse, c'est-à-dire lorsque les capitaux circulants renchérissent, on voit se dresser une force antagoniste qui tend à annuler la différence de productivité entre les entreprises anciennes et les entreprises nouvelles. La productivité des entreprises nouvelles est plus grande, toutes choses égales d'ailleurs, mais toutes choses ne restent pas égales. La hausse des capitaux circulants, c'est-à-dire des matières premières, des salaires, etc., rend la constitution des entreprises nouvelles beaucoup plus onéreuse, et l'avantage qu'offre leur rendement supérieur se trouve, par suite, atténué et même supprimé. La période actuelle offre de ce fait une illustration remarquable. Par exemple, le fret et les loyers sont hauts, mais le coût de construction des vaisseaux et des maisons s'est élevé. Cette force antagoniste est la réaction de l'effet sur la cause. Si l'effet restait inerte devant la cause et répercutait son action, le mouvement imprimé par la cause ne s'arrêterait jamais; si l'effet agissait dans le sens de la cause, le mouvement produit s'accélérait sans cesse, tout équilibre dans la nature deviendrait impossible.

On démontrerait d'une manière analogue que la diminution de productivité des entreprises nouvelles fait baisser le taux de l'intérêt;

5° Enfin, l'importance de la production d'or peut exercer une influence sur l'intérêt, mais cette influence ne serait pas directe.

La production d'or provoque une variation dans le pouvoir d'achat de la monnaie qui, en principe, s'exerce aussi bien sur les capitaux fixes que sur les capitaux circulants et les fait, par conséquent, monter et baisser dans le même rapport. L'intérêt reste donc invariable.

Mais indirectement la production d'or peut faire naître, avec la hausse des prix qui l'accompagne, l'optimisme et la confiance, et inciter ainsi à produire et à créer. Les capitaux circulants seraient fixés en plus grande quantité, leurs prix s'élèveraient et l'intérêt monterait.

Une faible production d'or produirait les effets inverses.

Il importe, avant de terminer ces préliminaires théoriques, de réfuter une théorie sinon fausse, tout au moins vague et incomplète, d'après laquelle on prétend expliquer les variations du taux de l'intérêt. Celui-ci, dit-on, dépend de l'offre et de la demande des capitaux; leur abondance détermine sa baisse et leur pénurie provoque sa hausse. Mais tout d'abord l'explication est trop étroite, car, quand on parle de capitaux offerts et demandés, il ne peut être question que des capitaux qui se prêtent et non de ceux mis directement en œuvre par leurs propriétaires. Cette théorie rend compte seulement de l'intérêt d'une catégorie de capitaux; elle ne nous éclaire pas sur l'intérêt dans toute sa généralité. Mais, en outre, on ne s'aperçoit pas que l'intérêt des capitaux prêtés est sous la dépendance de l'intérêt des capitaux s'employant directement. Supposons, par exemple, que le rendement net des affaires industrielles soit de 10 % et que, d'autre part, les capitaux offerts aux emprunteurs étant très abondants, l'intérêt consenti aux prêteurs soit seulement 3 %. Cet écart anormal ne pourra subsister; beaucoup des capitaux cesseront de s'offrir et seront directement mis en valeur par leurs propriétaires eux-mêmes.

C'est donc, en dernière analyse, les variations du taux de l'intérêt des capitaux non prêtés qu'il faut expliquer.

* * *

Nous allons aborder la partie statistique. Tout d'abord dans quel sens constaterons-nous que l'intérêt a varié depuis 1869? Nous choisissons cette année comme point de départ, parce qu'elle ne subit pas l'influence de la guerre de 1870, comme les années suivantes, et parce qu'elle a été une année normale.

Nous mentionnerons d'abord une statistique qu'on pourrait être tenté d'employer, mais qu'il nous faut repousser d'une manière absolue, c'est celle du Censu américain de 1914 sur les manufactures, bien qu'elle offre des résultats d'ensemble très considérables.

Le Censu évalue, d'une part, le capital placé dans les entreprises industrielles des États-Unis; d'autre part, la valeur brute des marchandises vendues, des matières premières employées à la fabrication et les salaires payés.

On peut en déduire le produit net avant frais généraux et avant amortissements et prendre le rapport de la valeur de ce produit net et de celle du capital placé. On obtiendrait ainsi, d'une manière approximative, l'intérêt de l'ensemble des affaires américaines.

Nous avons procédé à cette opération et nous avons trouvé le résultat

suivant, qu'il faut lire en se souvenant que les chiffres trouvés sont trop élevés, puisque ni les amortissements ni les frais généraux ne sont comptés.

Rendement avant amortissements et frais généraux.

Ensemble des manufactures, des industries locales et des métiers manuels.

1849	42,6 %	1869	40,5 %
1859	47,1 %	1879	36,7 %

Manufactures à l'exclusion des industries locales et des métiers manuels.

1899	27,2 %	1909	18,3 %
1904	24,5 %	1914	20,0 %

L'intérêt aurait donc été toujours en s'abaissant, sauf en 1879 et 1914.

Mais cette statistique non seulement ne peut nous faire connaître l'intérêt réel, mais elle nous conduit à des résultats qui ne peuvent même pas nous montrer la tendance de l'intérêt.

En effet, les statisticiens du Censur font remarquer que, si la valeur des marchandises vendues, des matières employées à la fabrication et des salaires peut être considérée comme exacte, les chiffres indiquant la valeur du capital fixe producteur sont pratiquement inutilisables. Ils sont, dans leur ensemble, fortement majorés, parce que le plus grand nombre des établissements industriels ne pratique dans leur comptabilité aucun amortissement et ne tient aucun compte de la diminution de valeur qu'un outillage qui vieillit subit par suite des progrès de la technique industrielle. Les valeurs du dénominateur de l'intérêt, c'est-à-dire du capital fixe entraînent donc avec elles le poids mort sans cesse grossissant d'immobilisations non amorties. On s'explique donc que cette statistique nous mène à une diminution graduelle de l'intérêt. Les résultats qu'elle fournit doivent être absolument rejetés. Les statisticiens du Censur nous avertissent, du reste, qu'il ne faut pas chercher à trouver au moyen des chiffres qu'ils présentent le rendement des affaires industrielles.

Il nous faut, pour connaître l'intérêt à une date donnée, prendre le rapport des valeurs qu'avaient à cette date les capitaux circulants et les capitaux fixes.

Nous n'essaierons pas de chercher l'intérêt des capitaux fixes mondiaux; une telle entreprise dans l'état actuel de la statistique serait irréalisable; nous nous bornerons à l'intérêt des valeurs mobilières négociables en bourse.

Plusieurs méthodes peuvent être employées. Notre collègue, M. Cottureau, dans une très intéressante communication faite en février 1919 (1), a cherché quel était l'intérêt d'un grand nombre de sociétés par actions pour la période 1915, 1916, 1917. Il a évalué d'une part, d'après le bilan de l'année considérée, le capital placé, et, d'autre part, le profit revenant aux actionnaires, soit qu'il soit distribué, soit qu'il soit affecté à des réserves.

L'évaluation du capital, d'après le bilan, est en somme l'évaluation du conseil d'administration, mais celle-ci n'est pas toujours sincère. Elle pêche parfois par optimisme, le plus souvent par pessimisme, car la plupart des

(1) « Répartition statistique des taux de bénéfices annoncés dans les sociétés par actions », *Journal de la Société de Statistique*, mai 1919.

sociétés prospères, dont beaucoup sont très importantes, ont l'habitude d'évaluer très bas leur actif, spécialement leur actif immobilisé.

L'évaluation du profit doit être en général plus exacte. C'est, du reste, le profit et non pas le dividende qu'il faut considérer, si on veut mesurer d'une manière précise l'intérêt.

En tout cas, cette méthode d'évaluer l'intérêt exige beaucoup de temps et de patience, surtout s'il s'agit d'une période très étendue.

Nous nous bornerons à considérer, d'une part, les cours de la Bourse et, d'autre part, les répartitions, revenus fixes ou dividendes.

Les cours de la Bourse donnent la valeur du capital fixe dans son estimation la plus générale et la moins arbitraire; ils indiquent le prix auquel le capital fixe s'échange.

Les répartitions représentent non pas la valeur totale du produit net, mais seulement une partie de cette valeur, celle de la portion distribuée. On peut admettre toutefois, par approximation, que le dividende, s'il s'agit d'un grand nombre d'entreprises, se tient dans un rapport assez constant avec les bénéfices; à la longue, l'augmentation ou la diminution des bénéfices se répercute toujours sur le dividende. Il ne s'agit pas, du reste, de connaître l'intérêt réel; on cherche simplement à savoir dans quel sens l'intérêt a varié.

1^{re} PÉRIODE : 1869-1897

Examinons d'abord la période 1869-1897. Nous choisissons l'année 1897, comme terminus de la période, parce qu'elle est celle du maximum atteint par la rente française, et qu'elle est voisine de l'année où les prix ont atteint leur minimum.

Nous croyons, pour notre part, que l'intérêt des capitaux mobiliers, dans leur ensemble, valeurs à revenus fixes et valeurs à revenus variables, a fléchi de 1869 à 1897.

Une des sources auxquelles il faut toujours se référer, en fait de valeurs mobilières, est la statistique internationale des valeurs mobilières que M. Neymarck a dressée à diverses reprises pour l'Institut international de statistique. D'après M. Neymarck, en 1869 le capital des valeurs mobilières négociables en France et appartenant à des Français s'est élevé à 33 milliards environ, rapportant 1 milliard 500 millions à 2 milliards (1). Mais, tandis que l'estimation de la valeur marchande des titres mobiliers donnée par M. Neymarck s'appuie sur des données très précises, celle des revenus n'est fournie qu'incidemment, à titre d'indication.

Si, du reste, on trouve des statistiques nous renseignant d'une manière plus ou moins précise, à des dates nombreuses, sur la valeur au cours de la Bourse des titres mobiliers, on ne rencontre que par accident des statistiques indiquant vis-à-vis de la valeur du capital, celle des répartitions.

Les chiffres fournis par M. Neymarck au sujet des revenus doivent toutefois être retenus.

D'autre part, en 1900, année peu distante de 1897, à la date du 28 février,

(1) *Institut International de Statistique*, tome XX, 2^e livraison, et tome XVI, 1^{re} livraison.

un relevé des valeurs mobilières, se négociant au Parquet, estimées au cours du jour, fut fait par M. Decoudu, secrétaire de la Chambre syndicale des agents de change (1). Elles représentaient une valeur de 125 milliards environ, ayant rapporté de février 1899 à février 1900, en intérêts et dividendes, 4 milliards 409 millions.

Une évaluation des valeurs en Banque fut établie d'après la même méthode et à la même date par MM. Oudin et Vidal. Ces valeurs s'élevaient à 9 milliards 930 millions rapportant environ 297 millions.

Si l'on totalise le tout, on arrive à 134 milliards 930 millions rapportant 4 milliards 706 millions, c'est-à-dire guère plus de 3 1/2 %, alors que M. Neymarck estimait, en 1869, à approximativement 5 % le revenu des valeurs mobilières.

Nous allons, du reste, procéder à d'autres constatations.

Tout d'abord, la baisse de l'intérêt des valeurs à revenu fixe dans cette période est un fait incontestable et incontesté. Nous citerons quelques chiffres non pas à titre de preuves, mais à titre d'exemples.

Rente française, obligations de chemins de fer.

	1869	1897
3 % français (2)	71,85	103,42
Obligation P.-L.-M. 3 % ancienne (3)	334,62	480,86
Obligation 3 % Nord (3)	338,02	485,68

Revenu de cinq obligations américaines de premier ordre d'après les cours cotés.

Cette statistique (4) ne part que de 1876.

Nous avons :

	1876	1897
	5,53	3,49

La baisse de l'intérêt des actions de chemins de fer français est caractéristique. Les cours doublent presque, alors que les dividendes restent stationnaires.

Actions de chemins de fer français.

	Années	Cours moyen	Dividendes
Lyon	1869	974,77	60
—	1897	1.747,57	56
—	1898	1.915,74 (maximum)	57
Nord	1869	1.115,17	67
—	1897	1.944,85	64
Orléans	1869	942,44	56
—	1897	1.764,69	58,50
—	1898	1.868,78 (maximum)	58,50

(1) Rapport de M. Neymarck.

(2) Moyenne entre le plus haut et le plus bas.

(3) Cours moyens.

(4) Institut statistique Babson; *Babson's Reports on fundamental conditions, Book of Charts* (1914).

Pour ce qui concerne l'intérêt des actions autres que les actions de chemins de fer, nous avons procédé à un sondage restreint. Nous avons pris dans l'*Annuaire des Valeurs admises à la Cote officielle* publié par la Chambre syndicale des agents de change toutes les valeurs sur lesquelles nous avons pu avoir des renseignements complets depuis 1869. Le nombre de ces valeurs est très faible, parce que beaucoup de sociétés existant actuellement ont été créées après 1869 et parce que les titres de beaucoup d'anciennes sociétés n'ont été admis que tardivement à la Cote officielle; aussi la Chambre syndicale n'a pu relever leurs cours. Enfin, le marché de la Bourse était autrefois bien moins actif qu'aujourd'hui, et telle valeur actuellement négociée presque journellement restait sans cotation pendant plusieurs années. Les cours de 1869 et des années voisines ont été parfois inexistantes.

Nous avons obtenu un résultat très caractéristique. Sur un total de 24 valeurs, une seule, la Compagnie Transatlantique, a vu son intérêt, c'est-à-dire le rapport du dividende au cours, s'élever légèrement; l'intérêt des 23 autres a fléchi et très souvent d'une manière profonde.

Il ne peut y avoir de doute, à notre avis; l'intérêt, dans toutes les catégories de valeurs mobilières, s'est abaissé de 1869 à 1897.

Voici le détail des résultats obtenus.

Établissements de crédit.

	1869		1897	
	Cours	Dividende	Cours	Dividende
Banque de France (1)	2.902,75	107	3.715	113,54
Crédit Foncier (2).	1.747	72,50	656	25 (3)

	1869		1897	
	Cours moyen	Dividende	Cours moyen	Dividende
Sous-Comptoir des Entrepreneurs . . .	133,47	11 (1868-1869)	187,10	5 (1896-1897)

	1868 (4)		1897	
	Cours moyen	Répartition	Cours moyen	Dividende
Banque de l'Algérie.	925	62	561,23	15,60 (1896-1897)

	1869		1897	
	Cours moyen	Dividende	Cours moyen	Dividende
Crédit Lyonnais	501,62	35	776,17	40
Comptoir Central de Crédit à Paris (Comptoir Nord)	34,91	2,30	127,6	6,50
Banque Impériale Ottomane	567	32,70	561,94	12,50
Crédit Foncier d'Autriche	870,18	40	1.264,52	37,50

(1) Moyenne entre le plus haut et le plus bas. — Les cours de la Banque de France et du Crédit Foncier ont été pris dans l'*Annuaire statistique de la France*.

(2) Cours au 31 décembre.

(3) La baisse du dividende n'est pas accidentelle..

(4) De 1867 à 1869, pas de cours.

Établissements métallurgiques.

Five-Lille	819,60	75 (4) (1868-1869)	823,47	35 (1896-1897)
	1868 (2)		1896	1897
	Cours moyen	Dividende	Cours	Dividende
Châtillon-Commentry .	220	25	705	51,88 (3)
	1865		1869	1897
	Cours	Dividende	Cours	Dividende
Forges et Aciéries de la Marine	756,25	140 (4) (1865-1866)	499,46	30 (1868-1869)
			1.147,55	45 (1896-1897)

Charbonnages.

	1869		1897
	Cours moyen	Dividende	Cours moyen
			Dividende
Épinac	1.025	30 (5) (1868-1869)	612,63
			20 (1896-1897)
Carmaux	338,33	22	1.157,73
Grand'Combe	985	60	1.206,24
Mines de la Loire	209	12	186,33
			néant

Valeurs diverses.

Malfidano	516,44	60 (1869-1870)	1.033,84 (7)	40 (1896-1897)
Mokta-el-Hadid	301,42	30	786	40
Messageries Maritimes	788,15	45	726,86	25
Transatlantiques	282,14	10	369,39	15
Voitures à Paris	257,47	25	693,01	28,80
Cirque d'Hiver	217,77	15	240,42	12
Établissements Duval	696,88	54	3.543,54	105
Glacières de Paris	198,33	18	1.043,75	50
Salines Domaniales de l'Est	805,87	60	287,26	néant (8)

Quelle est la cause de ce fléchissement de l'intérêt ?

1° Il est possible que la production plus grande de marchandises de 1869 à 1897, à la suite des progrès de la technique industrielle, ait amené une *saturation des besoins* et un fléchissement des prix des capitaux circulants par rapport à celui des capitaux fixes. Cette cause, hypothétique du reste, aurait une action qui irait en s'accroissant à travers les âges. Il est assez vraisemblable, bien que la statistique ne puisse nous donner actuellement aucun

(1) Le dividende de 75 francs n'est pas plus élevé que les précédents.

(2) En 1869, pas de cours.

(3) Répartition spécialement élevée.

(4) Répartition égale aux précédentes.

(5) En 1869-1870, 100 francs de dividende.

(6) Répartition plus basse que les précédentes.

(7) L'action Malfidano a été dédoublée.

(8) En 1896, 11^r 50.

renseignement à ce sujet, que les personnes riches et bien pourvues consomment moins et épargnent davantage, parce que leurs besoins largement satisfaits s'approchent davantage du point de saturation.

Voici les chiffres concernant quelques produits (1) :

Consommation par habitant.

	1831 ¹	1869	1897
Coton en laine (kilos)	0,9	2,4	4,9
Laine en masse (kilos)	»	2,6	6,3
Sucre (kilos)	2,3	7,3	12,1
		[en 1862 (2)]	
Pommes de terre (quintaux)	1,60	2,44	2,90
Froment (hectolitres)	1,76	2,84	2,43 (4)
Vin (litres)	65	175	98 (5)
Bière (litres)	9,3	19,7	24

Consommation par 100 habitants.

	1831	1869	1897
Thé (kilos)	0,3	0,8	2,01
Café (kilos)	25,2	131	200,5
Cacao (kilos)	2	20,7	44,9

2° L'augmentation croissante de l'épargne a dû être une des causes de la baisse de l'intérêt. Cette augmentation se reflète dans le solde des dépôts des caisses d'épargne par tête d'habitant.

Moyenne du solde par habitant.

1835	1,91
1869	18,68
1881	38,18
1897	88,97

Les progrès de l'épargne, même en tenant compte de l'impulsion que leur a donnée en 1881 la création des caisses postales, ont été considérables.

Cette épargne éprouvait manifestement beaucoup de difficultés à s'employer. Se défiant des valeurs industrielles, elle n'estimait guère que les fonds d'État et les valeurs de chemins de fer qui ne lui rapportaient qu'un médiocre revenu ayant même parfois, comme nous le verrons, une tendance à décroître.

En France, la longueur moyenne des chemins de fer d'intérêt général exploités passe de 16.465 kilomètres en 1869 à 36.934 kilomètres en 1897, tandis qu'en 1913 elle n'accuse qu'une faible progression s'élevant seulement à 40.995 (6). En

(1) D'après l'*Annuaire statistique de la France*.

(2) Chiffre de 1869 non donné.

(3) Nous avons pris l'année 1895 au lieu de 1897, parce qu'à partir de 1896 le poids, jusque-là exprimé en sucre brut, est exprimé en sucre raffiné.

(4) Mauvaise récolte; l'année suivante 3,98.

(5) En 1869, excellente récolte; en 1897, mauvaise récolte.

(6) *Annuaire statistique de la France*.

Angleterre, on passe de 10.773 milles en 1869 à 14.818 en 1897 et à 16.401 en 1913 (1). Aux États-Unis, il y avait 46.844 milles en opération en 1869 contre 188.844 en 1897 et 263.547 en 1913 (2). On voit donc que les progrès de la construction ont été beaucoup plus rapides de 1869 à 1897 que de 1897 à 1913. Aux États-Unis, pendant les quatre années 1880-1883 le réseau s'est augmenté de 34.981 milles.

3° Pendant la période 1869-1897 le capital nouvellement fixé a-t-il été plus ou moins productif que le capital anciennement fixé, et l'intérêt a-t-il varié sous cette influence?

Il est bien difficile de répondre à cette question, si on veut embrasser la productivité du capital fixe dans toute sa généralité, mais dans la catégorie des fonds d'État, il y a eu diminution de la productivité d'un assez grand nombre d'emprunts étrangers émis au cours de la période considérée. Plusieurs pays ont fait une faillite partielle ou totale en réduisant le montant des coupons de leurs emprunts ou en supprimant le service de la dette.

Nous mentionnerons, pour la période 1869-1897 : la Grèce, Haiti, le Honduras, le Portugal, l'Argentine, le Brésil (ce dernier pays en 1898). En outre, nombre de fonds d'État ont vu leurs revenus diminuer par suite des conversions.

Les nouvelles lignes de chemins de fer n'ont donné en général que des résultats médiocres. Leur adjonction au réseau ancien a affaibli sa productivité.

Aux États-Unis, la recette par mille est tombée de \$ 3.177 en 1871 à \$ 1.803 en 1894 et \$ 1.884 en 1897 (3). Même en tenant compte de l'augmentation du pouvoir d'achat de la monnaie reflétée par l'*index-number* américain qui passe de 150 à 96 et à 90 aux mêmes dates, le fléchissement reste notable.

En France, la recette kilométrique tombe de 23.374 francs en 1869 à 17.358 francs en 1897 (4). Par suite de l'augmentation du pouvoir d'achat de la monnaie, le fléchissement de la recette n'est qu'apparent, d'autant plus que les tarifs ont été fortement abaissés en 1892. Mais la recette nette kilométrique avait traversé une très mauvaise période de 1884 à 1888. En 1886 elle avait atteint son niveau le plus bas, 15.431 francs.

En Angleterre, au contraire, les recettes nettes sont meilleures. Le réseau ferré s'augmente de 40 % environ de 1867 à 1897, et les recettes nettes font plus que doubler (5).

4° Signalons enfin que la *production d'or* dont nous avons indiqué l'influence possible sur le taux de l'intérêt a eu une allure beaucoup plus lente de 1869 à 1897 que de 1897 à 1913 : 195.026 kilos (moyenne quinquennale) en 1869; 355.212 kilos en 1897 et 701.379 kilos en 1913 (6).

En résumé, il nous paraît incontestable que l'intérêt des valeurs mobilières a fléchi de 1869 à 1897. La cause principale de la baisse nous semble être la

(1) *Statistical Abstract for the United Kingdom.*

(2) *Statistical Abstract of the United States.*

(3) *Babson's Reports, Book of Charts, 1914.*

(4) *Annuaire statistique de la France.*

(5) *Statistical Abstract for the United Kingdom.*

(6) Nous avons fait sur ce sujet une communication spéciale à la Société de Statistique (août-septembre 1919).

difficulté qu'éprouvait une épargne trop timide et trop abondante à trouver des placements rémunérateurs.

II^e PÉRIODE : 1897-1914

Quelle marche a suivie l'intérêt pendant la période considérée?

Nous avons vu précédemment que, d'après les travaux de MM. Decoudu, Oudin et Vidal, 134 milliards 930 millions de valeurs au cours du 28 février 1900 avaient rapporté, pour la période 28 février 1899-28 février 1900, 4 milliards 706 millions, c'est-à-dire à peine plus de 3 1/2.

D'après M. Neymarck, en 1912 le capital valeurs mobilières négociable en France et appartenant en propre à des Français s'est élevé à 108-115 milliards rapportant environ 5 milliards. En supposant que l'intérêt des valeurs mobilières n'appartenant pas en propre à des Français et dont M. Neymarck ne fait pas état, ait suivi la même marche, ce qui est très vraisemblable, l'intérêt de l'ensemble des valeurs mobilières en France aurait donc sensiblement monté de 1900 à 1912.

Si nous considérons la catégorie des fonds d'État, aucun doute ne peut subsister à cet égard.

La comparaison des cours des fonds d'État cotés officiellement à Paris le 2 janvier 1897 avec les cours du 2 janvier 1914 donne les résultats suivants.

	2 janvier 1897	2 janvier 1914
3% français.	102,25	85,20
Argentine 5% 1886.	431	521 - -
Autriche 4% or (coupures de 40 florins) . .	104,80	89
Belgique 3% 1878	101,60	77,55
Bésil 4% 1889.	68,50	73,50
Chinois 4% or	106,50	98,70
Égypte 3 1/2 privilégiée.	101,70	93,25
Extérieure 4% (coupures de 40 pesetas) . .	62,40	99,10
Finlande 3 1/2.	621	485 .
Hongrie 4% or	105,35	86,15
Italie 5%	93,15	98,75 (3 1/2)
Norvège 3 1/2	104,20	88,75
Roumanie 4% 1896.	87,85	89,25
Russie 4% 1889	103,40	89,40
Serbie 4%	68,25	83,40
Suède 1895.	104,55	92,50
Ottoman consolidé 1890	346	440
Consolidé anglais 3%.	111 15/16	72,25 (2 1/2)
Allemand 3%	99	(1) 78,20

Les fonds d'État de la liste ci-dessus peuvent être divisés en deux groupes : ceux qui ont monté et ceux qui ont baissé, avec adjonction en second groupe de la rente prussienne qui a fléchi à peu près dans la même proportion que la rente allemande.

D'après le dictionnaire statistique Webb, la dette des pays à fonds d'État

(1) Cours du 2 janvier 1913.

en baisse, c'est-à-dire : Autriche-Hongrie, Belgique, France, Prusse, Norvège, Russie, Suède, Royaume-Uni, s'élevait en 1909 à un total de £ 4.242.500.000.

La dette des pays à fonds d'État en hausse, c'est-à-dire : Argentine, Brésil, Espagne, Italie, Serbie, Turquie, s'élevait en 1909 à £ 1.156.800.000.

En tenant compte du montant respectif des dettes et du pour cent de leurs variations, la plus-value de l'italien et celle de l'espagnol compensent approximativement la baisse du français et du russe.

En retranchant donc des totaux la dette des quatre pays : Italie, Espagne, France et Russie, il reste pour les fonds d'État ayant baissé £ 2.201.400.000 et pour ceux ayant haussé £ 247 millions seulement. Or, en comparant les cotes en 1897 et en 1914, on voit du premier coup d'œil que la hausse des seconds, étant donnée leur faible importance, n'a pu compenser la baisse des premiers.

Par suite les fonds d'État dans leur ensemble ont baissé.

Mêmes constatations pour les obligations de chemins de fer dans tous les pays du monde.

Au sujet des actions nous reprendrons les 24 actions que nous avons précédemment citées.

Établissements de crédit.

	1897		1913	
	Cours	Dividendes	Cours	Dividendes
Banque de France.	3,715 (1)	113,54	4.715,50 (1)	208,33
Crédit Foncier.	656 (2)	25	895 (1)	37

	1897		1913	
	Cours moyen	Dividendes	Cours moyen	Dividendes
Sous-Comptoirs des Entrepreneurs . .	187,10	5	107,04	néant
Banque de l'Algérie	561,23	15,60	3.279,82	116,63 (1912-1913)
Crédit Lyonnais	776,17	40	1.661,84	65
Comptoir central de Crédit à Paris (ancien Comptoir Naud)	127,26	6,50	162,80	8,50
Banque Impériale Ottomane	561,94	12,50	650,09	17,50
Crédit Foncier d'Autriche	1.264,52	37,50	1.254,26	62,80

Établissements métallurgiques.

Five-Lille	823,47	35 (3)	1.097,72	50 (1912-1913)
Châtillon-Commentry	832,06	35	2.112,09	85
Forges et Aciéries de la Marine	1.147,55	45	1.879,85	75 (1912-1913)

Charbonnages.

Épinac	612,63	20	1.710,42	88,54 (1912-1913)
Carmaux	1.157,73	50	2.756,64	120
Grand'Combe	1.206,24	20	2.071,12	100
Mines de la Loire	186,83	néant	242,89	8

(1) Moyenne entre le plus haut et le plus bas.

(2) Cours au 31 décembre.

(3) Neant l'année suivante.

Valeurs diverses.

	1897		1913	
	Cours	Dividendes	Cours	Dividendes
Malfidano	1.033,84	40	350,19	néant
Mokta-el-Hadid	786	40	2.397,57	70
Messageries maritimes	726,86	25	131,99	néant
Transatlantiques	369,39	15	178,95	9
Voitures à Paris	693,01	28,80	185,60	11
Cirque d'Hiver.	240,42	12	149,48	9,10
Établissement Duval	3.543,54	105	928,54	40
Glacières de Paris	1,043,75	50	954,28	50
Salines Domaniales de l'Est	287,26	néant	375,56	20

Le rapport du dividende au cours a haussé pour 17 valeurs : Banque de France, Crédit Foncier, Banque de l'Algérie, Comptoir Naud, Banque Ottomane, Crédit Foncier d'Autriche, Five-Lille, Forges et Aciéries de la Marine, Épinac, Grand'Combe, Mines de la Loire, Transatlantique, Voitures à Paris, Cirque d'Hiver, Duval, Glacières à Paris, Salines de l'Est.

Ce rapport a fléchi pour 6 valeurs : Sous-Comptoirs des Entrepreneurs, Crédit Lyonnais, Châtillon-Commentry, Malfidano, Mokta-el-Hadid, Messageries.

Il faut tenir compte qu'un certain nombre de ces dernières actions sont celles de sociétés de premier ordre qui ont vu de plus en plus apprécier par le public leur ancienneté, leur solidité, la sagesse de leur administration, l'étendue de leurs profits réservés. Ces qualités ont assuré à bon droit à leurs titres une cotation plus haute. Quoi qu'il en soit du reste, la forte majorité des actions citées a un intérêt en hausse.

Nous croyons donc pouvoir conclure que non seulement l'intérêt des valeurs à revenu fixe, mais également celui des valeurs à revenu variable s'est élevé pendant la période 1897-1914.

Quelles sont les causes de ce mouvement ascensionnel?

1^o Y A-T-IL EU COMME DANS LA PRÉCÉDENTE PÉRIODE

UNE ÉPARGNE ABONDANTE TROUVANT DIFFICILEMENT A S'EMPLOYER?

Les dépôts des caisses d'épargne ont peu augmenté en France. La moyenne du solde par habitant a passé de 88,97 en 1897 à 101,29 en 1913. En réalité, si on tient compte de la diminution du pouvoir d'achat de la monnaie, ce dernier chiffre accuse un fléchissement des dépôts. Mais l'épargne s'est employée dans d'autres directions; l'importance des émissions le prouve.

Voici la statistique des émissions depuis 1872 d'après le *Moniteur des Intérêts Matériels* (1) :

(1) 13 juillet 1913.

Émissions et conversions en milliards.

1872 . .	12,6	1886 . .	6,7	1900 . .	11,9
1873 . .	10,9	1887 . .	5	1901 . .	9,9
1874 . .	4,2	1888 . .	7,9	1902 . .	21,9
1875 . .	1,7	1889 . .	12,7	1903 . .	18,3
1876 . .	3,6	1890 . .	8,1	1904 . .	14,4
1877 . .	7,6	1891 . .	7,6 ¹	1905 . .	19,1
1878 . .	4,4	1892 . .	2,5	1906 . .	26,5
1879 . .	9,4	1893 . .	6	1907 . .	15,3
1880 . .	5,5	1894 . .	17,8	1908 . .	21,2
1881 . .	7,5	1895 . .	6,5	1909 . .	24,6
1882 . .	4,5	1896 . .	16,7	1910 . .	26,5
1883 . .	4,2	1897 . .	9,6	1911 . .	19,5
1884 . .	4,9	1898 . .	10,5	1912 . .	20,2
1885 . .	3,2	1899 . .	14,3		

Les conversions, confondues antérieurement dans le relevé des émissions, n'ont fait l'objet d'un relevé distinct qu'à partir de 1894.

Conversions seules.

1894 . .	12,6	1901 . .	néant	1908 . .	0,3
1895 . .	1,3	1902 . .	8,5	1909 . .	2,5
1896 . .	7,6	1903 . .	8,7	1910 . .	3,6
1897 . .	0,7	1904 . .	1,8	1911 . .	0,7
1898 . .	1,6	1905 . .	1,7	1912 . .	0,7
1899 . .	0,6	1906 . .	10,3		
1900 . .	néant	1907 . .	0,2		

Le *Moniteur des Intérêts Matériels* (1) donne également un graphique très suggestif. A côté de la ligne brisée usuelle représentant les émissions avec leurs variations annuelles, il en forme une autre en tirant la moyenne annuelle de la ligne brisée, il obtient ainsi les gradins successifs des chiffres moyens des appels au public : 5 milliards 500 millions pour la première période décennale, 8 milliards 500 millions pour la seconde, 12 milliards 750 millions pour la troisième et pas loin de 22 milliards pour la quatrième (1905 à 1914). Le graphique s'arrête à cette date.

On voit qu'une proportion de plus en plus grande des revenus est épargnée. Il faut tenir compte toutefois que les chiffres des dernières années doivent être sensiblement réduits par suite de la diminution du pouvoir d'achat de la monnaie survenue à partir de 1896. Mais, d'autre part, les conversions, comprises dans le même relevé que les émissions, ont dû surtout grossir les chiffres des premières années. Elles ont été, en effet, probablement plus nombreuses de 1869 à 1897 que dans la période suivante, car la baisse du taux de l'intérêt les favorisait. Le *Moniteur des Intérêts Matériels* ne nous en donne le relevé séparé des émissions qu'à partir de 1894, c'est-à-dire pour les quatre années qui terminent la période que nous considérons 1869-1897. En 1894 a eu lieu une conversion de 12 milliards 641 millions, la plus forte de la statistique, et

(1) Numéro du 19 mai 1912.

en 1896 on trouve une conversion de 7 milliards 593 millions, une des plus fortes. Tout compte fait de ces différents facteurs, les émissions semblent avoir eu une allure plus rapide de 1897 à 1913 que de 1869 à 1897.

D'autre part, il y a un genre d'épargne qui a dû se développer sensiblement, c'est celle que les Sociétés industrielles font d'une partie de leurs bénéfices pour l'employer à des travaux neufs.

S'agit-il d'une banque? Sans augmenter son capital, elle ouvre sans cesse de nouvelles succursales. S'agit-il d'une entreprise métallurgique? Elle achète des mines de charbon et de fer, construit des hauts fourneaux au moyen des bénéfices réservés.

Nous donnerons à ce sujet en montrant le développement de l'United States Steel Corporation, un exemple remarquable; ce trust détenait, en effet, avant la guerre à peu près la moitié de la production métallurgique américaine.

L'industrie métallurgique est particulièrement sensible aux crises. Pour avoir des chiffres comparables, nous envisagerons donc deux années de dépression industrielle d'égale intensité 1904 et 1911.

En 1904, production du charbon non employé comme coke, 1.998.000 tonnes; en 1911, 5.291.000 tonnes.

En 1904, production du coke, 8.652.000 tonnes; en 1911, 12.120.000 tonnes.

En 1904, production du ciment de Portland, 939.951 barils; en 1911, 7.737.000 barils.

En 1904, production de la fonte, 7.369.000 tonnes; en 1911, 10.744.000 tonnes.

En 1904, produits finis, 6.793.000 tonnes; en 1911, 9.476.000 tonnes.

En 1904, bénéfices bruts, 444.405.000 dollars; en 1911, 615.148.000 dollars.

En 1904, bénéfices nets, 73.176 dollars; en 1911, 104.305.000 dollars.

Ces résultats ont été obtenus sans augmentation du capital actions; le service du capital obligations a passé de 25.518.000 dollars à 29.248.000 dollars seulement. Il est donc clair que le développement du Trust de l'acier n'a pu s'effectuer qu'au moyen d'amortissements industriels, et cet exemple qui pourrait être répété pour un grand nombre de grosses sociétés américaines prouve qu'aux États-Unis l'épargne industrielle est très importante.

Il semble donc qu'un pourcentage des revenus plus élevé que dans la période précédente a dû être épargné de 1897 à 1913 tant par les sociétés industrielles que par les individus.

Le public a dû donner une place plus large aux valeurs industrielles dans la composition de son portefeuille. Le développement pris par le capital actions aux dépens du capital fonds d'État confirme cette assertion.

En janvier 1897, sur un total de 6.813.414.000 francs de valeurs belges estimés au cours de la bourse par le *Moniteur des Intérêts Matériels*, les fonds d'État, de provinces et de villes représentaient 3.556.761.000 francs, soit environ 52 %.

En mai 1914, sur un total de 13.819.846.000 francs, ils représentaient seulement 5.066.373.000 francs, soit seulement 36 % environ.

Il semble donc que l'épargne, moins timide et plus avisée que dans le passé, a trouvé plus facilement des débouchés.

2° AUGMENTATION DE LA PRODUCTIVITÉ DES ENTREPRISES NOUVELLES

Les entreprises nouvelles ont-elles été plus productives que les anciennes? Il est difficile de fournir des statistiques précises à cet égard, d'autant plus que beaucoup d'entreprises anciennes faisant sans cesse les travaux neufs payés avec des bénéfices réservés présentent le caractère mixte d'entreprises anciennes et d'entreprises nouvelles.

Une intéressante statistique lue par M. Stamp, à la Royal Statistical Society (1), indique qu'en 1897 la production des charbonnages anglais s'élevait à 202.100.000 tonnes, que la valeur de cette production était de £ 59.700.000, et que le profit s'élevait à £ 8.900.000.

En 1913, la production s'élevait à 287.400.000 tonnes d'une valeur de £ 145.500.000 donnant un profit de £ 30.400.000.

Il résulte de ces chiffres que le profit s'est accru dans une proportion bien plus forte que la valeur du charbon. En d'autres termes, l'écart entre le prix de vente et le prix de revient a sensiblement augmenté.

A quoi ce résultat est-il dû? Peut-être à la demande plus vive du charbon, mais probablement aussi à des travaux neufs et à des perfectionnements qui ont réduit le prix de revient. Il faudrait, sans doute, connaître d'une part les variations de ce prix de revient, et d'autre part, le coût des travaux neufs. Mais on peut poser en principe que les progrès de la technique industrielle sont des travaux neufs extrêmement rémunérateurs. On ne peut pas tirer de la statistique de M. Stamp une conclusion formelle, mais elle nous fournit une indication utile, bien qu'hypothétique.

Un coup d'œil rapide jeté sur la production industrielle dans différents pays, pendant ces dernières années, donne lieu de penser que des capitaux nouveaux extrêmement productifs ont été fixés. Nous avons déjà parlé du développement de l'United States Steel aux États-Unis; on peut aussi citer la fameuse Bethlehem déjà dans une situation très prospère avant la guerre. Avec ces deux valeurs on embrasse la plus grande partie de l'industrie métallurgique aux États-Unis. On connaît le merveilleux développement des industries pétrolifères : Standard Oil, Shell, Royal Dutch, groupe Rotschild, Texas Oil, Mexican Eagle, Mexican Petroleum, Anglo-Persian Oil, Burmah Oil, etc. Les plantations de caoutchouc ont donné des rendements de 100 %. Le développement industriel de l'Allemagne de 1897 à 1914 a été également très rémunérateur pour ce pays. La France a suivi le mouvement, mais à pas plus lents.

Enfin, dans les nouvelles émissions, une part beaucoup plus large a été faite, aux dépens des fonds d'État, aux valeurs industrielles. Nous avons cité précédemment des chiffres à ce sujet.

Or, un emprunt d'État, aussi bien qu'une émission industrielle, sert à financer une entreprise nouvelle. L'État est un entrepreneur qui fixe des capitaux circulants. Les produits de ces capitaux fixés sont souvent des services ayant ou étant censés avoir une valeur réelle et qu'il est légitime en prin-

(1) *Journal of the Royal Statistical Society*, July 1913.

cipe de faire payer. L'État peut construire des routes pour les besoins du commerce, mais il peut aussi acheter des obus pour assurer au pays par la force son indépendance et sa grandeur. Dans ce cas, il cherche à créer un état de choses dont le produit sera un service réel rendu à la communauté. Ce produit il le vendra, et le prix du marché sera l'impôt. S'il a des associés, c'est-à-dire des prêteurs, il rétrocédera à ces prêteurs une partie des impôts payés. Ce seront les intérêts des emprunts d'État.

Donc, dire qu'une part plus grande a été faite dans les émissions aux entreprises industrielles, c'est dire que la production des entreprises nouvelles a augmenté, car les affaires industrielles donnent un rendement supérieur à celui des fonds d'État.

3^o Signalons enfin l'influence de la production d'or dont la progression a été plus rapide que dans la période précédente, comme le montrent les chiffres cités plus haut.

Nous ne parlerons pas de la tendance à la *saturation des besoins*, car cette influence n'a pas dû s'exercer pendant la période 1897-1914. En effet, si on a constitué beaucoup d'entreprises nouvelles, certains capitaux circulants ont été très demandés dans le but d'être fixés; mais les capitaux circulants destinés à la consommation ont dû hausser également, car la concurrence tend à niveler les bénéfices dans tous les genres de production. Or, une demande vive n'indique pas une tendance à la saturation.

En résumé, la hausse de l'intérêt pendant la période 1897-1914 nous paraît être la plus grande productivité des entreprises nouvelles par rapport aux anciennes. La production d'or plus considérable, en stimulant l'optimisme, a pu contribuer à cette hausse.

Baron Charles MOURRE.
