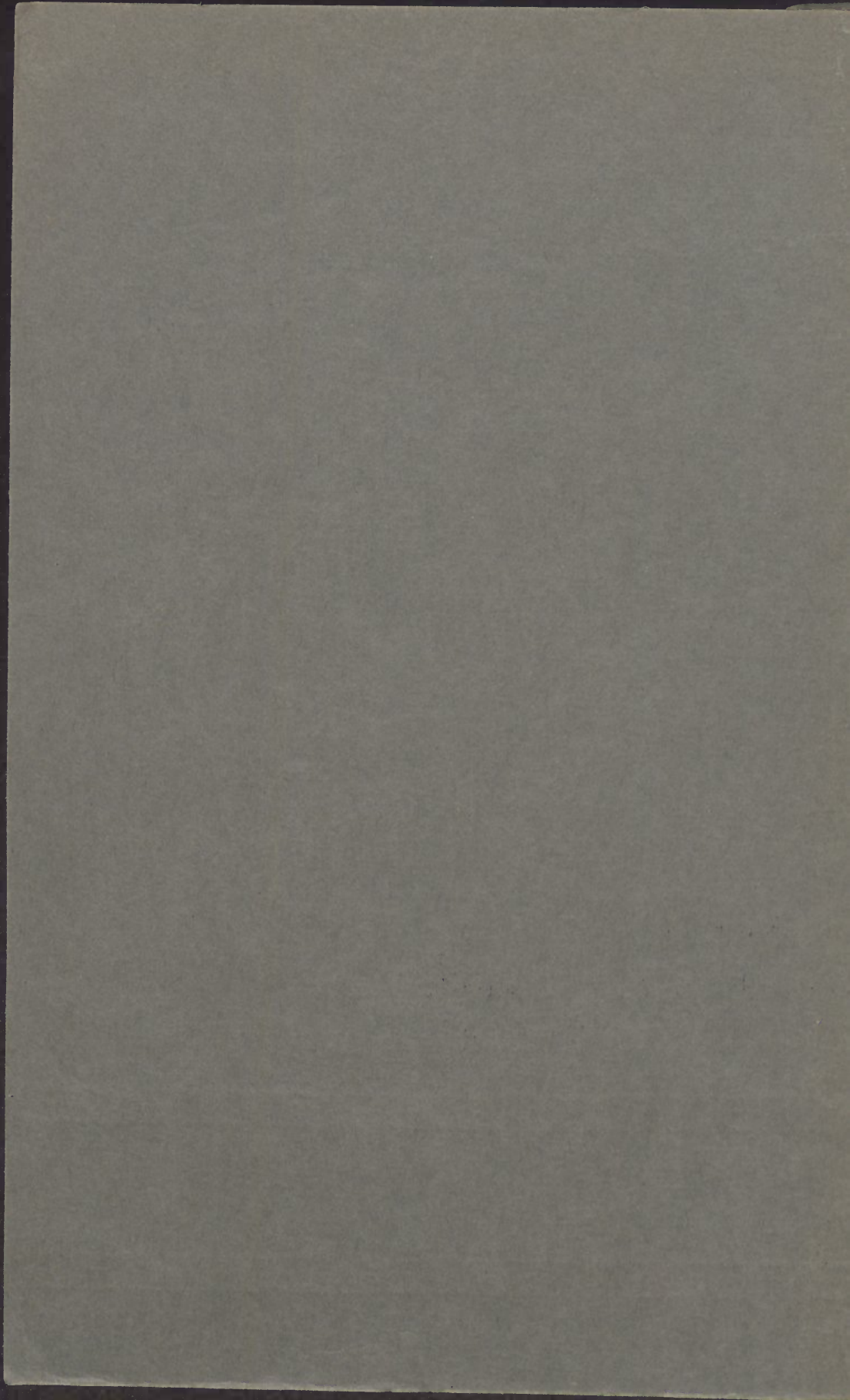


**Bibliothek
des Instituts für Weltwirtschaft
an der Universität Kiel**

Signatur

B 8838



CONGRÈS INTERNATIONAL DES VALEURS MOBILIÈRES

Les Crises Commerciales
et Financières depuis 1889

PAR

ARTHUR RAFFALOVICH

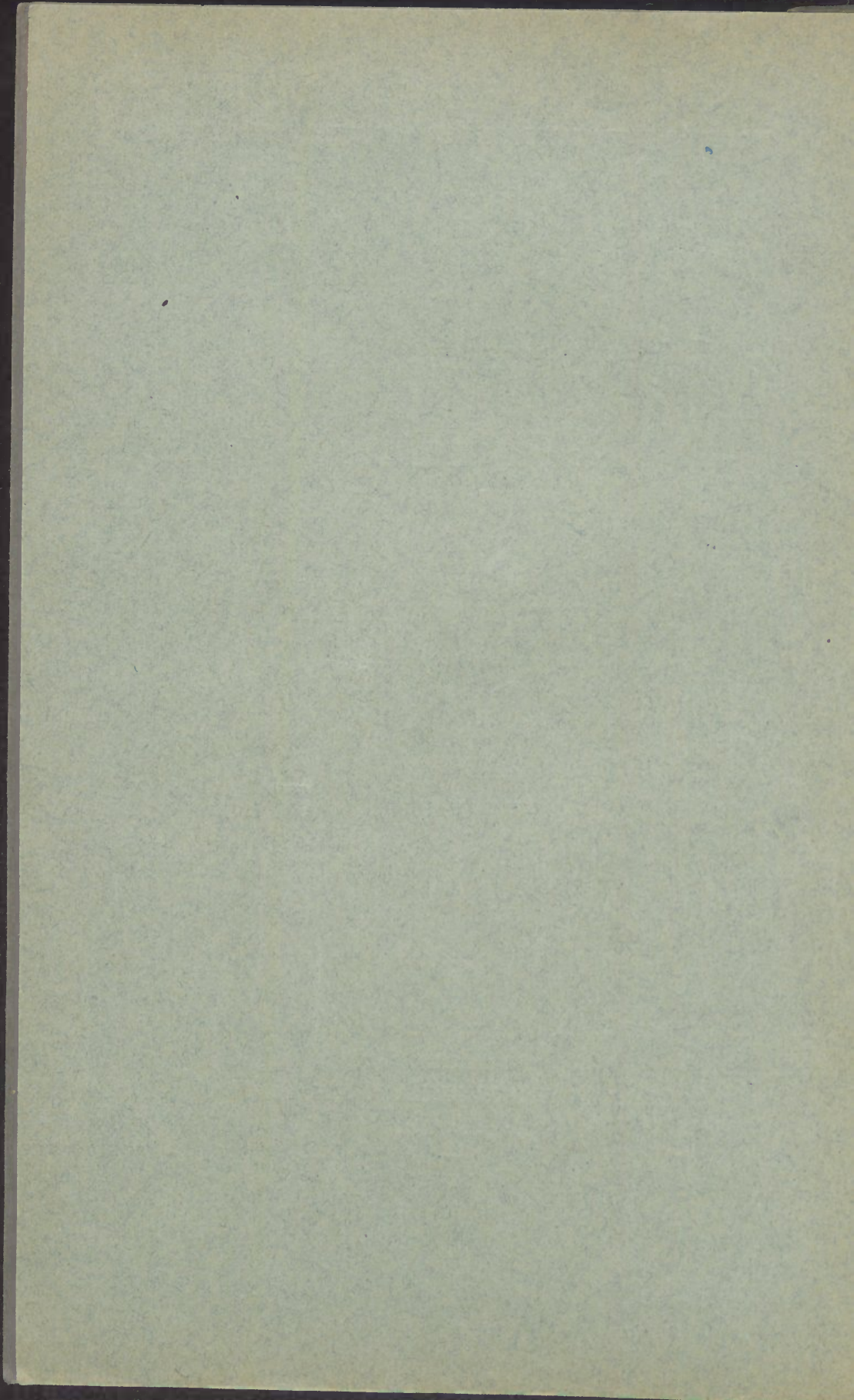
CORRESPONDANT DE L'INSTITUT DE FRANCE

PARIS

LIBRAIRIE GUILLAUMIN et Co

14, RUE RICHELIEU, 14

—
MDCCCC



LES CRISES COMMERCIALES ET FINANCIÈRES

LES CRISES COMMERCIALES ET FINANCIÈRES

DEPUIS 1889

CONGRÈS INTERNATIONAL DES VALEURS MOBILIÈRES

Les Crises Commerciales
et Financières depuis 1889

PAR

ARTHUR RAFFALOVICH

CORRESPONDANT DE L'INSTITUT DE FRANCE

PARIS

LIBRAIRIE GUILLAUMIN et C^e

14, RUE RICHELIEU, 14

—
MDCCC



LES CRISES COMMERCIALES ET FINANCIÈRES

DEPUIS 1889

La chute de puissantes maisons de banque, l'effondrement des cours à la bourse, sont des faits brutaux qui rappellent d'une façon tangible et frappante l'existence de lois économiques, qu'on ne viole pas impunément. L'étude des crises est intéressante ; elle présente parfois des épisodes dramatiques et elle peut amener à des conclusions pratiques, non pas qu'on puisse se flatter de prévenir et de supprimer les crises, mais il s'en dégage certaines règles dont les particuliers et les gouvernements peuvent faire leur profit.

I

Dans l'article que nous avons consacré aux crises dans le *Dictionnaire du Commerce*, nous avons ainsi nommé les perturbations qui viennent troubler la marche régulière des affaires. On a souvent fait appel au langage médical pour définir, par analogie, ce qu'il fallait entendre par ce terme. Littré, dans son *Dictionnaire de médecine*, dit que la crise est : « le changement qui survient dans le cours d'une maladie et s'annonce par quelques

(1) Peu de matières ont donné lieu à un plus grand nombre d'études que les crises : on en trouve une bibliographie très complète dans le *Handwörterbuch der Staatswissenschaften* (tome IV, p. 910 et suivantes), dans le *Dictionnaire d'économie politique*, à la suite de l'article de M. Juglar (p. 630). M. Bergmann a consacré un volume de 440 pages uniquement à exposer les différentes théories des crises économiques (*Geschichte der Krisentheorien*).

phénomènes particuliers; la crise est parfaite quand elle amène aussitôt le malade en état de convalescence, imparfaite quand elle produit seulement un soulagement; elle est salutaire ou fatale suivant le résultat. » Cette définition de Littré n'est exacte, en matière commerciale, industrielle et monétaire, que si l'on considère la crise comme constituant l'explosion du mal, le point aigu d'un état maladif préalable; elle n'aurait aucun sens si on voulait l'appliquer à un état prolongé de langueur, de marasme, à une condition morbide chronique, pour laquelle les Anglais emploient le mot de dépression, tandis qu'ils réservent l'expression de « crise » aux accidents subits, qui ont souvent un caractère de panique.

Joseph Garnier a défini la crise une situation anormale dans laquelle la nature des choses lutte contre la cause morbide pour revenir à une situation meilleure. « Les crises commerciales, dit-il, sont des perturbations soudaines de l'état économique naturel et, plus particulièrement, des perturbations dans la fonction générale de l'échange, la manifestation d'une altération plus ou moins profonde de cette fonction essentielle et générale, d'une gêne, d'une obstruction dans la circulation ou le courant des échanges, par suite de laquelle des quantités notables de produits et de services viennent à manquer de débouchés, en sorte qu'ils ne peuvent en trouver qu'à des prix inférieurs aux frais de production, à des prix ruineux pour les producteurs et les travailleurs. »

Les crises sont la conséquence d'un gaspillage de ressources, d'un mauvais emploi de capitaux qui ont été mal dépensés, immobilisés dans des entreprises qui ne sont pas rémunératrices ou qui ne le seront que plus tard, placés dans des valeurs mobilières à des prix de fantaisie, confiés à des banques qui deviennent insolvables. Ceux qui ne voient les choses que par le dehors font naître les crises d'un excès de production, alors que d'autres esprits, plus judicieux, prennent comme point de départ un excès de consommation, entendant le mot de consommation dans son sens le plus vaste et ne le rapportant pas seulement à la consommation journalière. Il y a excès de production en apparence, absence de débouchés, absence d'acheteurs, parce qu'il y a eu appauvrissement, déséquilibre entre l'offre et la demande. On a construit trop de fabriques; les bénéfices réalisés antérieurement dans certaines branches y ont amené des concurrents, qui produisent dans de meilleures conditions, qui vendent à de plus bas prix. Les fabriques anciennes, qui travaillent avec un outillage suranné ou qui n'ont pas amorti leur capital dans des périodes de prospérité antérieure, souffrent, travaillent à perte: c'est la crise industrielle, que la concurrence étrangère rend plus aiguë, mais qui provient aussi de ce que les droits de douane ayant écarté cette concurrence étrangère et réservé le marché intérieur à l'in-

dustrie indigène, celle-ci a développé outre mesure son outillage, si bien qu'elle finit par souffrir d'un excédent de marchandises qui ont coûté fort cher à fabriquer.

Les crises commerciales et financières sont celles qui atteignent plus particulièrement la distribution des produits, le marché des capitaux. C'est ici que l'on rencontre surtout les accidents d'un caractère aigu et subit qui méritent spécialement le nom de crises et dont quelques-unes sont devenues mémorables dans l'histoire économique du XIX^e siècle.

On a remarqué que les perturbations économiques présentent le phénomène d'une certaine périodicité et reviennent tous les sept, huit ou dix ans ; on a bâti là-dessus des théories dont nous nous bornerons à indiquer l'existence sans les discuter.

La solidarité de plus en plus grande des divers pays au point de vue commercial et industriel, la connexité et la complication des intérêts engagés ont créé une corrélation des phénomènes commerciaux et financiers et une répercussion générale.

Si l'on considère les crises comme étant l'explosion aiguë d'un état morbide antérieur, il faut rechercher dans quelles conditions cet état morbide a pu se produire, et ici on est amené à faire une distinction. Il peut s'agir d'accidents indépendants de la volonté des intéressés tels qu'une guerre, une disette, des troubles politiques et sociaux qui viennent entraver la marche des affaires, amènent une réduction des ressources, encouragent les gens à faire rentrer leurs capitaux et à se prémunir contre les dangers ; il peut aussi s'agir de troubles survenant à la suite d'excès commis pendant plusieurs années, d'exagérations de la spéculation à la bourse, sur les immeubles, sur les marchandises, etc.

Si l'on se demande quels sont les symptômes et la marche ordinaire des crises, on voit qu'elles éclatent surtout dans les périodes qui ont été marquées par un esprit d'entreprise immodéré ? Le goût du jeu, de l'agiotage s'est étendu à presque toutes les classes ; le public a témoigné d'une crédulité croissante à l'égard des entreprises nouvelles qu'on lui offre, le prix des marchandises, de la main-d'œuvre, des valeurs mobilières et immobilières, hausse rapidement. Les financiers ont su exploiter habilement l'engouement du public, soit pour les actions industrielles, les valeurs de banque, les actions de mines d'or, de chemins de fer, d'entreprises appliquant des découvertes nouvelles. Après avoir été sérieuses et réelles, les fondations de sociétés finissent par ne plus représenter que du papier, et un beau jour, par suite d'une cause ou d'une autre, l'édifice chancelle, les cours baissent, les prêteurs d'argent s'émouvent, ils veulent forcer les débiteurs qui ont emprunté sur nantisements de marchandises ou de valeurs mobilières à rembourser. On

jette sur le marché des paquets de titres ou d'importantes quantités de marchandises qui ne rencontrent plus des acheteurs qu'à des prix beaucoup plus bas. Les prêteurs sont obligés de rester acquéreurs de la marchandise. Comme pendant toute cette période d'engouement, d'inflation générale, on s'est créé des ressources en recourant au crédit, en mettant plus de papier en circulation, le portefeuille des banques est très grossi, leur circulation fiduciaire a augmenté, leur encaisse métallique s'est dégarnie et, dans les pays à bonne monnaie, il est sorti de l'or. Lorsque la catastrophe survient, on ne trouve plus de capitaux qu'à des taux très onéreux, nous l'avons déjà dit; les acheteurs font défaut, les faillites s'accumulent, puis, au bout de quelques jours, le calme commence à renaître, les affaires demeurent restreintes, la confiance manque, personne ne veut s'engager, les capitaux reparaissent très timides, ils redoutent de s'immobiliser, ils se contentent d'une rémunération très modeste, puis, peu à peu, au bout de quelques années, l'esprit d'entreprise renaît, la prospérité revient, de nouveaux débouchés sont créés, et l'on passe une fois de plus par les phases que nous avons décrites.

Parmi les facteurs qui, d'une façon indirecte et lointaine, mais cependant certaine, agissent pour préparer le terrain, amener les grands engouements et les grandes débâcles, il faut faire une place aux conversions. La réduction du taux de l'intérêt sur les fonds nationaux (et ceux-ci sont un peu les régulateurs du taux courant dans le pays), touche les détenteurs; quelques-uns ne peuvent ou ne veulent pas s'en contenter, ils cherchent des placements plus rémunérateurs et peu à peu le mouvement prend de l'extension. Les grandes conversions anglaises et allemandes du milieu et de la fin du siècle ont été suivies de périodes d'inflation, qui se sont terminées par des crises; il y a là plus que de simples coïncidences.

Comme l'activité des affaires nécessite des capitaux considérables, que négociants, fabricants, spéculateurs ne disposent pas de ressources qui dépassent leurs propres capitaux, il faut qu'ils s'adressent aux banques et aux banquiers pour escompter leur papier, faire des avances sur titres ou sur marchandises; les banques et banquiers, à leur tour, s'adressent à l'institution centrale du pays, dont le portefeuille grossit, dont l'émission fiduciaire augmente, dont l'encaisse métallique elle-même (dans les pays à bonne monnaie) est mise à contribution, surtout s'il y a des paiements à faire au dehors. Il arrive un moment où l'institution centrale est obligée de resserrer le crédit, de refuser du papier parce que celui-ci ne présente plus les mêmes qualités que par le passé, parce qu'au lieu de servir à liquider des opérations véritables, la lettre de change est devenue un moyen de se créer de l'argent, un effet de

circulation, ou elle est obligée de défendre son encaisse en haussant l'escompte contre le drainage vers l'étranger. Quoi qu'il en soit, il faut surveiller les fluctuations dans les bilans des grandes banques d'Europe et d'Amérique, parce que la tension s'y traduit, y trouve son expression. Une hausse d'escompte à Londres est souvent comme un signal d'alarme ; cela a été notamment le cas au mois de juillet 1890 ; ceux qui ont su le comprendre ainsi ont eu le temps de prendre leurs précautions et de se trouver prêts, lorsque la crise éclata en novembre.

Il y a dans les crises une part d'imagination et une part de vérité : un pays peut être embarrassé parce qu'on y aura construit trop rapidement trop de chemins de fer pour le trafic existant ou le trafic prochain ; les capitaux nécessaires ont été fournis par le public en échange de titres qui auront même fait de la prime au moment de l'émission et qui se déprécieront, ou pour toujours ou pour une période plus ou moins longue. L'imagination s'en mêlera, quand les faiseurs d'affaires feront miroiter les résultats merveilleux d'entreprises (banques, mines, brasseries). Une mauvaise constitution monétaire se traduit par des crises, comme nous l'avons vu dans la République Argentine, au Brésil, aux États-Unis, dans beaucoup de pays d'Europe. Aux États-Unis, en 1893, lorsque le paiement en or parut menacé par suite du maintien du Sherman Act (lequel obligeait le Trésor à acheter tous les mois du métal blanc), une panique éclata ; l'or fit prime, et non seulement l'or, tous les signes monétaires furent recherchés et thésaurisés par le public. La situation devint désastreuse, elle fut marquée par la faillite de nombreuses banques, de nombreuses compagnies de chemins de fer. Avec l'abrogation du Sherman Act, elle devint meilleure, mais les conséquences en furent encore ressenties pendant longtemps. L'Europe rejeta sur le marché de New-York les titres américains, ce qui aggrava encore la crise par le drainage de l'or.

Nous avons dit que la solidarité des marchés entre eux est très étroite aujourd'hui. On en a un exemple frappant dans la crise australienne de 1893 : celle-ci fut la conséquence directe des fautes commises par les banques australiennes qui avaient immobilisé en avances hypothécaires les sommes prêtées par les capitalistes anglais et écossais, et indirectement la conséquence de la crise de 1890-1891, qui pesa sur le marché de Londres, trop engagé en valeurs sud-américaines, argentines surtout et sud-africaines. Les capitalistes anglais avaient été alléchés, lors de la baisse de l'intérêt, par le taux plus rémunérateur offert en Australie ; lorsque la crise arriva à Londres, ils redemandèrent leur argent, les banques australiennes luttèrent, puis, en 1893, beaucoup succombèrent et durent conclure des arrangements avec leurs créanciers.

Nous ne saurions avoir la prétention de faire l'historique des crises qui ont éprouvé les différents pays, soit simultanément, soit isolément, et dont voici une liste :

France	Angleterre	Etats-Unis
	1803	
1804		
1810	1810	
1813-1814		1814
	1815	
1818	1818	1818
1825	1825	
		1826
1830		
1836-1839	1836-1839	1837-1839
1847	1847	
		1848
1857	1856	1857
1864	1864-1866	
	1873	1873
1882	1882	1882

En Allemagne, on cite : 1837 — 1847-1848 — 1855-1856 — 1873-1879 — 1882-1886; — en Belgique, 1837 — 1848 — 1855-1856 — 1864 — 1873 — 1882.

En 1890, une crise a éclaté en Angleterre, laissant relativement indemnes les marchés du Continent; elle venait après des essais de spéculation et a gardé le nom de crise Baring.

L'Allemagne eut une petite crise en 1892, marquée par des faillites de banquiers et qui a contribué à la déplorable réforme de la loi sur les bourses; l'Australie a eu la sienne en 1893, les États-Unis, la leur, également en 1893.

Nous nous bornerons à esquisser rapidement quelques-unes des crises des dix dernières années : la crise Baring, en Angleterre, la crise australienne de 1893, la crise américaine de la même année, la crise russe de 1899.

II. — LA CRISE BARING EN ANGLETERRE (1890)

A tour de rôle, dans l'espace de dix-huit mois, les quatre principales places financières du monde : Paris, Berlin, New-York, Londres, ont subi en 1889-1890 des chocs douloureux. Le Comptoir d'escompte succomba pour avoir voulu dicter la loi aux producteurs et aux consommateurs de cuivre; la bourse de Berlin traversa une crise des plus intenses parce que sur la foi de la prospérité un peu artificielle, résultant du régime protectionniste, on l'avait gorgée d'émissions de titres de sociétés indus-

trielles ou d'actions de banque vendues à des taux très élevés ; les Américains eurent le Silver Act et le bill Mac Kinley qui faussèrent la condition du marché, stimulèrent la spéculation et donnèrent une valeur factice à des actions de chemins de fer qui ne rapportent aucun dividende. A Londres, la série des erreurs fut longue. La cause prédominante des embarras se trouve dans le crédit exagéré que les capitaux européens avaient ouvert principalement par l'entremise anglaise, à la République Argentine. Celle-ci, grisée par l'offre de capitaux que la concurrence des banquiers anglais, allemands, belges et français lui offrait à des conditions de bon marché inouï, a gaspillé des sommes gigantesques, et retombant dans les pires errements du papier-monnaie sous toutes ses formes, fait mieux comprendre Law et son système. Des causes plus lointaines, plus latentes, ont amené l'état morbide dont la crise est sortie, notamment le déplacement, le déclassement des capitaux résultant des conversions répétées d'emprunts d'Etats, d'obligations de villes, de banques hypothécaires ou de sociétés industrielles. Les capitaux s'accumulent plus rapidement que par le passé. Dans les périodes d'affaissement qui suivent les périodes de prospérité brillante, au lieu de chercher des débouchés plus aléatoires et plus rémunérateurs dans l'industrie et le commerce, devenus craintifs, ils s'attachent aux placements temporaires ou aux achats de valeurs mobilières de tout repos.

Le ralentissement des grands travaux publics en Europe, le transfert du réseau des chemins de fer de la Prusse à l'Etat ont également eu leur part dans cette évolution.

Il en résulta un abaissement sensible du taux de l'intérêt, dont les gouvernements profitèrent pour faire des conversions, non seulement l'Angleterre, l'Allemagne, la Russie, mais encore les Etats de second ordre.

Les banquiers poussèrent vigoureusement à la roue : le public se laissa faire ; les banquiers, par suite de la paix en Europe et de la concurrence plus grande entre eux, recherchent à défaut de fonds d'Etats européens, des valeurs donnant une rémunération satisfaisante ; le public qui veut de gros intérêts de son argent, qui s'abandonne aveuglément aux conseils des journaux et qui, dans les prospectus, se borne à regarder sous quel patronage l'affaire est lancée, suit avec entrain dans la voie ouverte. C'est ainsi que la Serbie, la Grèce et le Portugal, ont pu placer des emprunts à des taux qui étaient en rapport peut-être avec le taux courant du marché, mais celui-ci n'était plus en proportion du danger que pouvaient courir les créanciers : la prime d'assurance qui vient relever le taux habituel de l'argent, lorsque le débiteur est douteux, avait en quelque sorte disparu. Ces réflexions s'appliquent

à plus forte raison, aux pays sud-américains, qui se distinguent par l'instabilité politique et par le mépris des règles élémentaires d'une bonne gestion financière. Pendant longtemps, l'Angleterre, par suite de ses relations commerciales, avait été le banquier de ces pays; elle y avait construit des chemins de fer, fondé des banques, conclu des emprunts. Tant qu'elle domina sur le marché, elle put forcer les Argentins à une certaine modération, mais lorsque les banquiers et les entrepreneurs allemands et français vinrent apporter leurs capitaux et leurs concours, lorsque l'exportation de la Plata, par suite du développement des voies de communication et de l'exploitation des richesses naturelles, prit une extension considérable, les habitants succombèrent à un accès de la folie des grandeurs; ils trouvèrent en Europe des prêteurs bénévoles pour escompter le présent et l'avenir du pays; ils crurent qu'il suffisait de mettre en mouvement la presse à imprimer pour créer des valeurs véritables; ils crurent qu'on pouvait tout transformer en papier.

Il convient d'ajouter à ces considérations, que de 1887 à 1889 il y avait eu en Angleterre une reprise très accentuée des affaires; le commerce extérieur progresse de 15 %, les recettes des chemins de fer de 8 1/2 %, le total des opérations du Clearing house de 25 %; depuis trois ans, on y avait créé pour 12 milliards et demi de valeurs nouvelles, actions, obligations, fonds d'Etat. Une portion de ces émissions peut ne figurer que sur le papier et n'avoir pas abouti, mais il n'en restait pas moins assez pour alimenter la spéculation (1).

Les affaires industrielles et commerciales étant très actives, il y avait eu hausse sur un grand nombre de produits bruts ou fabriqués, élévation des salaires (2).

Dans les dernières années, l'influence des grandes maisons comme celle des Baring avait cessé d'être un facteur salulaire; ces grandes banques avaient été les guides, les conducteurs légitimes du marché tant qu'ils lui apportaient la direction d'un jugement supérieur et des ressources mieux organisées. Mais la supériorité intellectuelle disparut, le

(1) M. Georges de Laveleye a évalué le chiffre des émissions, en 1890, à 1.411 millions de francs à Berlin, 3.368 à Londres, 561 à Paris en dehors des conversions dont le total est de 1.816 millions. Le chiffre des compensations du Clearing house de Londres dépassa 7.800 millions.

Le total des émissions, d'après l'*Economist*, fut de 142 millions en 1890, de 190 millions en 1889, de 160 millions en 1888, de 98 millions en 1887.

(2) Les *Index Number* de l'*Economist* sont de 2.241 en décembre 1890, 2.248 en 1889, 2.187 en 1888. Le fer a oscillé, en 1890, entre 60 et 43 shellings la tonne, les rails d'acier entre 140 et 95, le cuivre entre 49, 50 et 52 livres. Les bénéfices des industriels, très grands au début de la reprise, ont diminué avec le renchérissement de la main-d'œuvre et des produits.

crédit doré sur tranche ne fut plus qu'un masque, et avant la crise de novembre, le public commença déjà à s'en apercevoir : il se laissait moins prendre aux noms qui figuraient au bas des prospectus. La haute finance avait perdu de l'autorité, on lui reprochait de mal protéger contre de mauvais placements. Tant qu'elle n'avait pas mis la main à des spéculations de second ordre, il était sage de la suivre, mais dans les dernières années, elle était descendue dans la rue, presque dans le ruisseau pour y coudoyer la foule ordinaire des lanceurs d'affaires. Autour de ces grandes maisons, il se groupa tout un monde d'amis, d'intermédiaires, de satellites qui étaient favorisés aux émissions, qui obtenaient des participations à charge de créer un marché, de faire mousser la prime. Comme on jalousait ces privilégiés, qui plus tard ont succombé sous le poids onéreux de titres dépréciés et invendables ! On pratiqua sur une vaste échelle le système des syndicats de garantie ; lorsque le public se présentait aux guichets, on lui accordait une maigre répartition et le syndicat gardait un gros paquet qu'il espérait écouler avec un fort bénéfice. Les souscripteurs qui n'avaient presque rien reçu ne se précipiteraient-ils pas à la bourse pour acheter ? Mais tout a une fin. Les trust companies (que l'on appelle des omniums sur le continent) appartiennent au même ordre d'idées. La première pensée en est bonne, de répartir sur un grand nombre de placements les capitaux engagés, afin de diminuer le risque et d'arriver à une moyenne de rendement. C'est ce que les trust companies ont eu la prétention de faire pour le public. Malheureusement bien peu d'entre elles sont restées dans le cadre primitif. Elles ont cédé à la tentation de figurer sur la liste des syndicats de garantie, de prendre leur part des grosses commissions et des bénéfices des lanceurs d'affaires. Malheureusement pour leurs actionnaires et obligataires, la débâcle est arrivée avant qu'elles aient eu le temps d'écouler leur marchandise. Beaucoup furent créées par des financiers pour se dégager et diminuer leur responsabilité. Les trust companies, dont il fut créé pour 21 millions de livres en 1890, ont contribué à lancer la bourse dans la voie de la hausse.

Il nous faut dire quelques mots du rôle qui incombe à la Banque d'Angleterre : Londres, par suite du commerce étendu des Anglais, de l'accumulation des capitaux dans leur pays, est la grande place de liquidation, le guichet par lequel passent une grande partie des remboursements pour les achats de marchandises, de matières premières et auquel on verse les fonds nécessaires pour payer les coupons sur les emprunts de tout pays et de toute nature. Par suite d'habitudes prises, par suite d'une tendance à l'économie des forces, la Banque d'Angleterre est le dépositaire de la réserve des banques et des banquiers, chacun

ne gardant que le strict nécessaire. La législation de 1844, faite en haine des abus du cours forcé et de l'émission exagérée du papier monnaie restreint l'expansion des billets de la Banque d'Angleterre et paralyse quelque peu celle-ci dans les heures critiques. La Banque est obligée de se montrer gardienne jalouse de son stock d'or, qui lui servira à gager ses billets au delà de la limite étroite que lui concède l'Act de sir R. Peel et de lord Overstone (1).

On a résumé en une phrase les causes qui peuvent amener la sortie de l'or : « lorsque nous avons de trop grosses dettes à l'étranger ou lorsque nous avons trop libéralement accordé des crédits au dehors », c'est la seconde qui a agi en 1890 ; le drainage dont eut à souffrir la banque était dû à une exagération des crédits ouverts à l'Amérique du Sud et aussi parce qu'on s'était surchargé de valeurs mobilières de l'Amérique du Nord.

Le 31 juillet 1890, quelques semaines après la révolution qui ensanglanta les rues de Buenos-Ayres, la Banque d'Angleterre haussa l'escompte à 5 %. On trouva à Londres que le bilan (2) ne justifiait pas l'élévation de l'escompte, mais que le gouverneur, M. Lidderdale, aussi énergique que prudent, avait de bonnes raisons. Il savait en effet qu'on était dans la période de l'année où une expansion de la circulation fiduciaire et des sorties d'or sont des phénomènes réguliers pour les

(1) Nous conseillons de lire la discussion qui a eu lieu à la Société d'Economie politique de Paris le 5 février 1900, et notamment les observations présentées par MM. Raphaël Georges Lévy, Juglar et des Essars sur une communication de M. Sayous. « Le marché de Londres, en temps de crise, quoique imparfait, est celui qui résiste le mieux, parce qu'il applique les vrais principes économiques, a conclu M. Juglar, tandis que M. des Essars a montré pourquoi sir Robert Peel a imposé à la Banque d'Angleterre une législation qui l'oblige à suivre pas à pas les fluctuations du prix des capitaux. Le but est atteint au prix de certains inconvénients qui ne sont cependant pas sans compensation puisque la faible circulation des billets a amené le grand usage des chèques et du Clearing House. M. Levasseur, en résumant le débat, a dit qu'on était d'accord sur ce point que l'Angleterre doit en partie la supériorité de l'universalité de son marché à l'excellence de son système monétaire fondé sur un étalon d'or. Dans quelque coin du monde, qu'on soit créancier ou débiteur, qu'on ait à payer ou à recevoir en livres sterling, on sait précisément quel poids d'or fin on aura à donner ou à recevoir. Pour avoir un marché large et solide, il faut une bonne monnaie ; l'unité d'étalon et l'étalon d'or sont des conditions essentielles d'une bonne monnaie ; quand la base est solide, le crédit et les moyens de liquidation peuvent s'y développer largement sans danger.

(2) La réserve était de 12 millions de livres, la proportion aux engagements de 38 % après avoir été au-dessous de 35 %.

On compara la hausse de l'escompte à une douche glaciale, à un signal d'alarme, à un avertissement que la situation du marché de Londres était dans une passe dangereuse par suite des engagements trop considérables avec l'Amérique du Sud.

On a raconté que, dès cette époque, M. Lidderdale avait conseillé aux Baring de modérer leurs acceptations qui s'élevaient à plus de 30 millions de livres sterling.

besoins agricoles, pour les achats de matières premières, pour les voyages; il fallait rester sur la défensive contre les conséquences possibles de la crise argentine.

Les changes étant devenus plus favorables, l'or ayant commencé à refluer, l'escompte fut abaissé à 4 % le 21 août, pour être relevé à 5 % le 23 septembre. Les appréhensions qui s'étaient calmées, se renouvelèrent. On redouta les conséquences d'un renchérissement de l'argent sur les spéculations en train. La révolution de Buenos-Ayres, la hausse de la prime sur l'or, les embarras croissants du gouvernement et de tous les débiteurs de la Plata à payer leurs créanciers européens, une situation tout aussi mauvaise à Montevideo portaient atteinte au crédit des Etats sud-américains, rendant impossible un appel au public et portant surtout atteinte au crédit des banquiers qui avaient émis les emprunts argentins et avec qui se négociaient de nouvelles avances. On discute ouvertement à Londres, en la nommant, que telle ou telle grande maison était engagée de façon à être entièrement immobilisée, et lorsque la combinaison d'un trust sud-américain auquel on aurait cédé toutes les valeurs invendables fut mise en avant, on ne se gêna pas pour déclarer que Baring, Murrieta et d'autres avaient cru possible de se dégager une fois encore sur le dos du public; la combinaison tomba d'elle-même, mais il resta un levain de suspicion. On rechercha moins les traites portant l'acceptation de Baring; on trouva qu'il y avait trop de papier tiré de Buenos-Ayres par S. B. Hale, l'agent de Baring, sur la maison de Londres. Mais lorsqu'on formulait des inquiétudes trop accentuées, on vous répondait en haussant les épaules: les Baring n'étaient-ils pas la première maison de banque de l'univers, celle qui avait les relations les plus étendues et constituait un rouage en quelque sorte indispensable du commerce extérieur de l'Angleterre? Mais depuis une dizaine d'années, on était devenu moins prudent, on ne se bornait plus aux anciennes opérations, on se jetait à corps perdu dans les transactions avec la République Argentine et l'Uruguay. De 1882 à 1890, les Baring ont émis, dit-on, pour 2 milliards 1/2 de francs de titres, dont 700 millions en 1888.

L'été finit assez sombrement, l'automne n'apporta aucune amélioration. Les pourparlers entamés à Londres par le délégué financier de la République Argentine n'avançaient pas; il s'agissait d'obtenir des avances des banquiers, en vue d'assurer le paiement des coupons pendant un an ou dix-huit mois, et les banquiers voulaient, avant tout, arranger l'affaire des eaux et égouts de Buenos-Ayres, au capital de 10 millions, fondée sous le patronage des Baring, émise par eux en 1889 et dont l'émission avait totalement échoué, le public n'ayant pas pris 10 % des titres

offerts. Les Baring avaient accepté pour 8 millions de livres de traites de S. B. Hale qui se rapportaient à cette transaction; ils allaient se trouver incapables de payer la dernière moitié, 4 millions échéant en novembre. L'atmosphère était chargée d'orages à Londres; à New-York, une crise de bourse terrible éclatait à la fin d'octobre, accumulant les ruines et les faillites (1). Le Stock-Exchange en ressentit très durement le contre-coup. Un gros spéculateur dont les engagements représentaient 250 millions de francs dut demander des délais pour se liquider. La liquidation de fin octobre est marquée par cinq faillites. Au bilan du 30 octobre, la proportion de la réserve aux engagements est de $35 \frac{1}{3}$ contre $40 \frac{3}{4} \%$ en 1889, l'encaisse métallique inférieure de 650.000 livres à celui du 6 novembre, la réserve est de 11.206.000 livres, représentant $34 \frac{7}{8} \%$. La Banque d'Angleterre n'annonce aucune modification dans la journée de jeudi; on fut d'autant plus surpris d'apprendre le lendemain vendredi que l'escompte est porté à 6% , à la suite d'un retrait d'or de 90.000 livres, fait par un changeur parisien, lequel avait vendu à la Banque de Paris et des Pays-Bas 400.000 livres à destination d'Espagne. L'effet de la mesure fut considérable, les consolidés tombèrent de $0,50$ à $94 \frac{1}{8}$, le chèque sur Londres monta à 25,35 à Paris. Le véritable motif de la hausse de l'escompte, c'est la connaissance que le gouverneur et quelques-uns des régents avaient de la situation où se trouvaient les Baring. Depuis quelques jours, ceux-ci s'étaient ouverts à l'un de leurs amis, chef de l'une des grandes maisons de Londres, et celui-ci accepta d'être leur intermédiaire auprès de la Banque d'Angleterre. Ce fut une semaine pleine d'anxiété. Le souvenir de la panique de 1866 qui avait suivi la faillite d'Overend Guiney avec un passif de 150 millions de francs, le souvenir du Black Fridy pèse sur les banquiers, de l'escompte à 10% , sur l'esprit des banquiers, des négociants, de M. Goschen et de lord Salisbury; avec les 525 millions de francs d'engagements des Baring et leur position de banquiers universels, la crise eût été autrement lamentable, si on les eût laissé suspendre. Le bilan du 14 novembre porte la trace des préoccupations: on avait apporté beaucoup de papier à la Banque, versé en compte courant une partie du produit de l'escompte et des réalisations pour augmenter ses ressources; la proportion de la réserve est de $33 \frac{1}{4}$, l'encaisse métallique de 19.137.000 livres, la réserve de 11.104.000 livres. Ce bilan n'indique pas qu'une transaction a été négociée entre la Banque de France et la Banque d'Angleterre. Le 12 novembre (mardi) le courtier de la Banque d'Angleterre put se précipiter au Stock-Exchange et annoncer un envoi d'or de 37 millions $\frac{1}{2}$ de francs de Paris. C'était la moitié de la somme que la Banque de France consentait à avancer à la Banque d'Angleterre (à 3% , renouvelable pendant plu-

sieurs trimestres contre nantissement de bons du Trésor anglais. La Banque de France a parfaitement bien fait de prêter sur un gage excellent 73 millions à la Banque d'Angleterre, de même qu'elle avait eu raison de le faire en 1839 lorsqu'elle donna 48 millions contre escompte des traites de Baring sur Paris.

La Banque de France a empêché la crise de Londres d'avoir un contre-coup en France et les régents ont eu raison de protéger les intérêts de la place de Paris engagée à la hausse et où l'on détenait beaucoup d'acceptations de Baring.

Le gouverneur de la Banque d'Angleterre n'a pas été moins bien inspiré. Pendant que les pourparlers pour sauver Baring se poursuivaient, que la Banque consentait à faire honneur aux acceptations de la grande maison à condition qu'il se formât un syndicat de garantie pour les engagements en cours, M. Lidderdale négociait avec la Banque de France pour 3 millions de livres et pour 1.500.000 livres avec le gouvernement russe à 5 0/0 pour six mois (1).

Les pourparlers eurent lieu d'accord avec M. Goschen et lord Salisbury. On a même prétendu que le Chancelier de l'Echiquier offrit au Gouverneur de la Banque, si celui-ci en faisait la demande, de l'autoriser à violer l'Act de 1844 et que M. Lidderdale déclina d'avoir recours à un moyen aussi exceptionnel.

Le secret fut admirablement gardé, mais dans le public l'inquiétude était grande, on faisait circuler toutes sortes de rumeurs fâcheuses sur les banquiers qui avaient introduit des fonds sud-américains à Londres;

(1) L'année 1890 a été mémorable dans l'histoire de l'argent fin; le métal a débuté à 43 $\frac{1}{2}$ pence l'once, l'intervention de l'État en faveur des Silvermen, l'attente du nouveau Silver Act voté en août font monter le prix à 54 $\frac{1}{2}$; à la suite de divers incidents, tels que l'accumulation d'un stock de 10.000.000 onces, le métal fléchit; il clot l'année à 47 $\frac{1}{2}$.

Le *Bulletin russe de statistique financière et de législation* (6^e année, 1899, page 435) dit qu'en 1890, le Trésor impérial et la Banque de Russie possédaient à Londres un solde créditeur de plusieurs millions de livres sterling chez la plus illustre maison de banque, MM. Baring frères et c^e. Il s'agissait d'un compte courant à vue. La Banque de Russie ayant avisé Messrs Brothers et c^e qu'elle tirerait sur eux à telles et telles dates jusqu'à concurrence d'une partie de ces sommes, la maison dut faire appel à l'aide de la Banque d'Angleterre. Celle-ci se chargea du passif de la maison, mais il fut demandé que la Russie ne disposerait pas de son avoir avant telles et telles dates. Le ministre des finances de Russie, conscient de la solidarité qui devrait exister entre les principaux marchés, consentit non seulement à entrer dans ces vues, mais ajourna à des termes éloignés le retrait des très nombreux millions de livres que le Trésor et la Banque de Russie possédaient à Londres dans d'autres maisons de tout premier ordre ou sous d'autres formes que des comptes courants créditeurs. Le retrait brusque de ces sommes immenses à une époque où l'encaisse or de la Banque oscillait entre 19 et 23 millions, devant avoir pour effet probable une crise monétaire qui eût fait pâlir la mémoire du Black Friday, le ministre des finances d'alors, M. I. A. Wischnegradski, accorda à la place de Londres des facilités de paiement.

on ne prononçait pas encore le nom de Baring. Les mesures de défense prises (on dit que M. Lidderdale convoqua les directeurs des banques de dépôt à Londres pour les engager à ne pas couper tous les crédits, comme on leur en prêtait l'intention, surtout les crédits de report à la bourse, afin de ne pas créer la panique) on laissa échapper la vérité : le samedi 13 novembre, on sut à Paris quel avait été le danger et comment il avait été conjuré à Londres. Le *Times* de ce jour ne parlait encore qu'à mots couverts, tout en indiquant clairement la maison en détresse, sans la nommer. Il s'agissait de Baring Brothers, c'est-à-dire de la première maison de banque anglaise, dont la signature avait été recherchée, dans le monde entier; la laisser tomber eût entraîné un désastre incalculable. Ses embarras étaient pressants parce qu'il arrivait à échéance les 4 millions de livres tirés de Buenos-Ayres par S. B. Hale. Ayant épuisé leurs ressources liquides, les Baring étaient dans l'impossibilité d'y faire face.

Agissant dans le même ordre d'idées qui a amené l'intervention de M. Rouvier et des banquiers de Paris en faveur du Comptoir d'escompte, dans un esprit de solidarité et de protection, il se forma à Londres un syndicat qui garantissait les acceptations et les autres engagements de la maison Baring. Le montant de la garantie, auquel participèrent les Rothschild, les Hambro, la London and Westminster Bank, la London Joint Stock Bank, Glyn Mills et c^o, les grandes banques écossaises et toute l'aristocratie financière de la cité s'éleva à 17.250.000 livres. En tête de la liste des garants figurait la Banque d'Angleterre pour 1 million de livres. La maison Baring frères et les associés individuellement ont fait abandon de tout leur actif à la liquidation qui devait être faite par les soins de la Banque d'Angleterre dans l'espace de trois ans.

Le 1^{er} novembre 1890, le passif de la maison Baring était de 21 millions, l'actif de 24.800.000 livres. L'actif dépassait donc le passif de 3.8 millions, mais il demandait à être réalisé avec beaucoup de précaution; une partie n'en avait qu'une valeur aléatoire; il n'était pas facile de trouver des acheteurs pour des titres argentins, pour des eaux de Buenos-Ayres, sans parler des 20 millions avancés au Portugal en compte courant.

Le 1^{er} mars 1891, la liquidation avait réduit les engagements vis-à-vis du public à 3.522.000 livres, d'autre part la dette à la Banque s'élevait à 6.650.000 livres, ensemble 10.172.000 livres; l'actif en effets à recevoir et en caisse était de 849.000 livres, les débiteurs 3.367.000 livres. Pour couvrir la différence de 6.000.000, il y avait les terres et maisons des associés, 1 million de titres dont la valeur était facile à établir, le solde consistait en valeurs sud-américaines beaucoup plus difficiles à apprécier. Au

commencement de 1892, M. Lidderdale exprima une opinion optimiste : « Malgré la dépréciation d'une bonne partie du portefeuille de la liquidation Baring, dit-il, je crois qu'en l'absence de grosses complications politiques dans l'Amérique du Sud et avec de la patience, il est peu probable que les garants courent un risque. » La liquidation progressa, comme le montre le tableau suivant :

	1 ^{er} MARS 1893	24 FÉVRIER 1894
	LIVRES STERLING	LIVRES STERLING
Engagements	4.558.000	3.557.000
Dette à la Banque	5.420.000	3.450.000
Actif	4.908.000	4.023.000
Excédent d'actif	350.080	465.000

La maison Baring entra aussitôt en liquidation ; le fonds de commerce fut repris par une société à responsabilité limitée (plus exactement une commandite par actions, puisque M. Th. Baring, un associé retiré, entra dans la combinaison et plaçait toute sa fortune à la disposition de celle-ci) au capital de un million de livres sterling en 2.000 actions de 500 livres. La nouvelle société fut enregistrée sous le nom de Baring brothers and Company, limited. Les premiers souscripteurs ont été des membres de la famille Baring et quelques-uns des grands *Bankers* de Londres (1).

La liquidation Baring, pour aboutir à des résultats qui ne fussent pas désastreux, avait pour corollaire l'assainissement des finances argentines dans lequel la haute banque anglaise était intéressée. On forma un comité composé de personnages influents, sous la présidence de M. Goschen, régent de la Banque d'Angleterre, qui représentait les intérêts du syndicat de garantie ; on fit place dans ce comité à M. de Hansemann pour les Allemands, à M. Cahen d'Anvers pour les Français. Après des négociations prolongées, on aboutit au compromis connu sous le nom d'arrangement Rothschild, qui suspendait en partie le paiement intégral de la dette argentine, pourvoyait à l'émission de *funding bonds*, qui fut modifié d'accord avec le Dr Romero ; il répartit une somme de 1.000.000 livres par an entre les créanciers à partir de 1899 ; le 5 % 1886 recevrait 4 %, le 6 % funding loan 5 %, le 5 % Buenos-Ayres

(1) Dans la troisième année de son existence, la Compagnie Baring Bros a gagné 109,478 livres sterling sur son capital de 1.000.000 livres sterling. En 1892, un dividende de 10 % fut distribué, 50.000 livres mis à la réserve et 10.280 livres reporté à nouveau ; pour 1893, le dividende fut de 7 % avec une distribution de 15 livres comme boni ; 9.978 livres reporté à nouveau.

watenworks 5 %, les autres emprunts 6 % de leur coupon. Au bout de cinq ans devait avoir lieu la reprise complète.

Revenons au marché de Londres : la nouvelle que l'intervention de la Banque d'Angleterre et du syndicat de garantie avait assuré le paiement des acceptations fut accueillie avec un soupir de soulagement. Mais le Stock-Exchange n'en eut pas moins à traverser quelques journées d'émotion pendant lesquelles les principales valeurs de spéculation et même les titres de premier ordre subirent une dépréciation des plus considérables ; le mercredi 19 novembre fut la pire journée (1). Après cela, le calme se rétablit, les consolidés regagnent 3 %. Le bilan de la Banque au 20 novembre refléta la situation : le portefeuille avait grossi parce qu'on s'était précipité à la Banque afin de se faire des ressources liquides et que l'on versait à son crédit en compte courant, l'encaisse métallique avait augmenté, grâce au prêt de la Banque de France et parce que l'élévation de l'escompte a attiré de l'or, soit par suite du taux avantageux auquel on put employer ces capitaux, soit parce que les banquiers du continent ont voulu renforcer leur position. En huit jours le portefeuille augmente de 7 millions ; il entre 3.321.000 livres d'or de l'étranger, la réserve gagne 3 millions ; elle est de 36 % des engagements. L'encaisse métallique est de 22 millions $\frac{1}{2}$. Le bilan de la Banque enregistre la sortie de 3.174.000 en fonds publics. La semaine suivante la proportion de la réserve est de 42 $\frac{1}{2}$ %. La situation monétaire se détendit lentement. La Banque avait escompté à 7 et 8 %, au-dessus par conséquent du taux officiel. Elle revint ensuite au taux de 6 %, puis de 5 %.

Le *Bankers' Magazine* exprima l'avis que les crises comme celle que nous avons décrite, frappant la haute banque et les financiers de profession ne sont pas de très longue durée. Quoi qu'il en soit, l'année qui suivit marqua comme une année de liquidation douloureuse ; à diverses reprises, on crut à une amélioration, à un retour d'activité, mais la confiance faisait défaut. Le contre-coup de la crise fut sensible surtout pour un certain nombre d'États obérés qui vivaient d'expédients financiers, qui dépensaient pour leurs armements, leurs travaux publics plus qu'ils ne pouvaient, qui comblaient le déficit chronique à l'aide d'appels ouverts ou déguisés au crédit, qui payaient leurs coupons à l'étranger à l'aide d'avances de banquiers, consolidées plus tard par des émissions d'emprunt. Lorsque les banquiers ne voulurent plus continuer, on a vu sans guerre dispendieuse, en pleine paix, le crédit de quelques États

(1) Du 11 novembre au 19 novembre, le 5 % Argentin baisse de 12 points, le 6 % Uruguay de 20 points, le 4 % Brésilien de 12, le 3 % Portugais de 2 $\frac{1}{2}$.



s'écrouler sous le poids de leurs fautes économiques. Le Portugal se vit supprimer les facilités, succombant à la méfiance qu'avait fait naître la faillite de l'Argentine, au contre-coup des embarras financiers du Brésil. La Grèce n'était pas davantage dans une bonne posture et l'Italie se débattait contre une crise dont elle était redevable à la mégalomanie de M. Crispi, au protectionnisme, aux dépenses exagérées, à la rupture avec la France. Les embarras des États ne se sont pas seulement traduits par la baisse de leurs fonds, par l'impossibilité pour quelques-uns de trouver des capitaux autrement qu'à des conditions usuraires et avec la banqueroute en perspective ; leurs embarras se révélèrent d'une façon tangible par la dépréciation de leur change qui est un indicateur d'une rare précision et qu'il est assez difficile, sinon impossible de fausser. Le public européen a eu tout à coup la révélation de ce que peut signifier la perte sur le change.

En 1891, il y eut une diminution de 16 millions ou 6 % dans l'exportation des produits de l'industrie indigène anglaise. La baisse des prix d'un grand nombre de marchandises, notamment de la houille, du coton, explique en partie cette diminution, qui était due surtout à ce que les pays sud-américains ont moins acheté en Angleterre (1).

L'année 1892 et encore plus l'année 1893 ne furent pas brillantes. Notamment 1893, marqué par une stagnation des affaires commerciales et industrielles, se signala par une série d'incidents ou plutôt d'accidents dans le domaine financier et monétaire, que nous allons décrire. La liquidation des excès commis de 1887 à 1890 s'est poursuivie au milieu de conditions défavorables, qui ont compliqué et enchevêtré les choses. On procède au déblaiement des débris laissés par la crise de 1890, mais en y mettant toute sorte de ménagement (2). Nous voyons la marche des affaires troublée en 1893 par une grève des mineurs qui se prolonge pendant seize semaines et englobe 300.000 ouvriers mineurs,

(1) Au mois de décembre 1891, M. Goschen fit connaître son plan de réforme monétaire qui fut assez mal accueilli et qui n'a pas abouti. Il proposait que la Banque d'Angleterre fût autorisée à émettre des billets d'une livre, l'émission au delà du chiffre actuel de la circulation (38 millions) et jusqu'à 50 millions étant faite pour un cinquième contre des fonds publics et pour quatre cinquièmes contre de l'or. Au delà de 50 millions, l'émission ne pourra se faire que contre de l'or. En temps de crise, la Banque pourra avoir la permission d'augmenter la circulation fiduciaire à condition d'élever considérablement le taux d'escompte, le bénéfice de la surélévation allant au gouvernement.

(2) Les chiffres du commerce de l'exportation et du clearing house sont en moins-value.

	1893	1890
	millions	millions
	de livres.	de livres.
Exportation	218.....	263
Clearing.....	6.478.....	7.801

impliquant par répercussion 600.000 ouvriers engagés dans d'autres industries.

Parmi les victimes de 1893, il faut compter beaucoup de ces trust companies, dont nous avons parlé plus haut. Si l'on prend une trentaine de ces trusts, on voit que le capital versé s'élève à 6.954.000 livres, sur lequel la dépréciation est de 5.706.000 livres (1).

En 1893, on peut constater les symptômes d'une reprise des affaires. Le public qui avait eu soif de sécurité et qui n'avait eu d'yeux que pour les valeurs de tout repos, prend goût de nouveau aux valeurs industrielles.

III. — LA CRISE AUX ÉTATS-UNIS (1893)

Les États-Unis ont traversé, en 1893, une crise dont l'intensité est comparable à celle de 1837, qui ébranla les assises de la fortune publique et privée.

Cette crise a été la conséquence directe d'une mauvaise politique monétaire dont la première étape avait été faite près de quinze ans auparavant, peu de temps après l'adoption de l'étalon d'or (1875), et à la veille de la reprise des paiements en espèces.

Les inflationnistes, pour lesquels la circulation des billets était trop restreinte, dont le mot d'ordre était une monnaie plus abondante, s'unirent avec les producteurs d'argent qui voulaient que l'État leur garantisse la rente de leurs mines. C'est ainsi que naquit le *Bland act*, imposant l'achat de 2 à 4 millions de dollars par mois, qu'il fallait frapper et mettre en circulation. La circulation n'avait pas une aussi grande faculté d'absorption ; les pièces d'argent eurent une tendance à rentrer dans la Trésorerie ; on eut recours à l'expédient d'y substituer des certificats d'argent que le Clearing-House de New-York refusa de recevoir pour liquider les soldes débiteurs ; ce ne fut qu'à l'aide de toutes sortes de manœuvres que le gouvernement réussit à les faire circuler. Ce premier essai d'augmenter artificiellement la circulation n'eut pas de conséquences bien mauvaises, en partie à cause de l'essor économique qui se produisit vers 1880, en partie parce que les banques nationales réduisirent leur circulation à peu près dans la proportion de l'émission des certificats d'argent.

Arrive la seconde tentative en faveur du métal blanc ; la loi du

(1) La Banque d'Angleterre elle-même, qui avait été très libérale dans des avances sur les nouveaux titres (actions, obligations d'une valeur douteuse), s'est trouvée créancière de 500.000 livres aux Murrieta sur lesquels elle dut procéder à un amortissement considérable.

14 juillet 1890, connue sous le nom de « Sherman Act », qui oblige le Gouvernement à acheter 4 millions 1/2 d'onces d'argent par mois, avec une émission correspondante de billets du Trésor pourvus d'une force libératoire. Cette loi était un compromis intervenu après une longue lutte entre les partisans de la libre frappe du métal blanc et ceux dont le programme était moins radical.

Au début, l'objet que les fanatiques de l'argent avaient en vue, semble atteint, puisque le métal hausse de 83 à 121 cents l'once ; quant à la perte de métal jaune à laquelle on était exposé, on espérait la compenser, grâce à la balance active du commerce (solde visible de 200 millions en faveur des exportations).

Le premier symptôme inquiétant part d'Europe. Le marché de Londres, anxieux depuis la crise Baring, condamne le Sherman Act et se débarrasse de tous les titres américains non libellés expressément en or. Son exemple est suivi par les capitalistes allemands et hollandais ; parallèlement avec ce reflux de titres, les recettes du Trésor américain en or tombent à un minimum ; pour les douanes, elles ne donnent plus que 2 à 3 % en métal jaune, au lieu de 95 %, la réserve d'or tombe, en 1890, à 117 millions et ne se relève plus au-dessus de 120. On ferme les yeux à la réalité des faits, on ne veut pas croire à l'éventualité d'une crise ; cependant, sept ou huit mois plus tard, on se trouve presque dans une situation désespérée.

Depuis trente ans, l'opinion publique en Europe a subi bien des vicissitudes, bien des modifications à l'égard de la stabilité du crédit des États-Unis. Pendant la guerre de sécession, elle était pleine d'inquiétude et de scepticisme ; on trouvait la dette trop lourde, le tarif excessif, la prospérité improbable. Ce pessimisme a été déçu ; après la paix, la population et les richesses ont augmenté ; les entreprises américaines ont ouvert des débouchés au capital européen. Au régime du papier-monnaie, à la perte sur l'or, a succédé la reprise des paiements en espèces ; les douanes ont doté le Trésor d'excédents qui ont servi à amortir la Dette publique, puis, lorsque l'amortissement eut diminué la dette de 2.756 à 844 millions, à payer de scandaleuses pensions.

Les effets d'une fausse politique économique sur le commerce et l'industrie ont été, en partie, dissimulés par la libéralité avec laquelle les Américains ont obtenu de l'argent en Europe pour toutes sortes d'entreprises indépendantes du gouvernement. En présence de l'admirable élasticité dont avaient fait preuve les États-Unis, il s'était produit un changement d'avis en Europe sur la solidité des placements américains ; l'extension du réseau des chemins de fer depuis trente ans a été gigantesque. De 49.600 kilomètres en 1861, les États-Unis sont arrivés à pos-

séder, en 1892, 288.000 kilomètres, dont la plupart ont été construits avec de l'argent européen, fourni par l'Angleterre, la Hollande et l'Allemagne. Cela représente, en obligations, une dette de près de 25 milliards de francs.

Il faut y ajouter la participation des compagnies hypothécaires et des entreprises industrielles. Depuis deux ou trois ans cependant, les capitalistes européens avaient fait peu de placements aux Etats-Unis en nouvelles valeurs et même ils avaient revendu une bonne partie de ce qu'ils possédaient. Pendant longtemps l'endettement véritable des Etats-Unis à l'étranger a été complètement caché par l'afflux des capitaux étrangers (1).

L'introduction dans la circulation de 4 millions 1/2 de dollars par mois a graissé les roues de la spéculation. L'Exposition de Chicago fit surgir des projets de toute sorte, des spéculations de terrains; il y eut la manie des entreprises électriques dont les fonds furent fournis principalement par Boston et Philadelphie, la folie immobilière dans le Sud, où la Virginie, la Tennessee, l'Alabama se couvrirent de villes dont on a pu acheter les débris pour un vingtième de l'argent qui y fut dépensé par les Etats de l'Atlantique et aussi par les Anglais (2); à New-York, il y eut les trusts qui combinaient les monopoles commerciaux avec des placements fantaisistes. Le tarif Mac Kinley fit croire aux Américains qu'ils pourraient se rendre bientôt indépendants de l'importation étrangère; de nouvelles fabriques, fondées en partie avec des capitaux empruntés, surgirent aussitôt, mais au lieu de s'arrêter, l'importation ne cessa de grandir, même pour les marchandises européennes les plus taxées dont le luxe américain ne pouvait se passer. Les nouvelles fabriques ont fait une concurrence désastreuse aux établissements anciens, et tous ont souffert du retrait des commandes, de la restriction de la consommation, de la baisse des prix, de la diminution des bénéfices. Les chemins de fer, qui participent à toutes les crises, ont apporté leur contingent: dès le mois de février 1893, la faillite du Philadelphia and Reading donna un choc comparable à celui produit par les pires scandales de l'Erie et ouvert toute une série de désastres qui entraînèrent 75 compagnies exploitant 50.000 kilomètres (3).

Le système monétaire des Etats-Unis, l'organisation des banques

(1) Intérêts sur les obligations de chemins de fer, obligations industrielles et municipales, sur les placements industriels.

(2) Middlesborough et Harrogate.

(3) Les banquiers américains purent exploiter une nouvelle branche lucrative, celle de la réorganisation des compagnies en déconfiture.

étaient de nature à faciliter la propagation du mal, qui prit la forme d'une véritable fièvre de suspicion.

Tandis qu'en Angleterre, il y a deux espèces seulement de billets, l'une, dont l'émission est limitée strictement par la législation, l'autre garantie par l'or, on trouve aux Etats-Unis huit ou neuf billets garantis, les uns par l'or, d'autres par l'argent, d'autres enfin, ayant simplement le caractère que donne le cours légal.

Dans le nombre choisi de ses banques et la simplicité de son système monétaire, l'Angleterre a eu une double sauvegarde contre les paniques financières, sans que l'immunité absolue fût possible. Le péril particulier des banques américaines était dans leur nombre, dans l'espace qu'elles couvraient, dans le système monétaire hétéroclite avec lequel elles avaient à faire.

Si la concentration par trop gigantesque des dépôts dans une seule institution peut faire naître des appréhensions plus ou moins raisonnées, la situation peut être tout aussi incommode, si les capitaux sont éparpillés entre quelques centaines de banques. Les sociétés financières et les caisses d'épargne présentent, aux Etats-Unis, une liquidité plus grande que les banques nationales, dont la proportion des avances semble excessive à des idées européennes. Presque chaque dollar dû aux déposants a été prêté aux agriculteurs, aux négociants, aux industriels, qui ont mis ces capitaux dans leurs affaires et ne peuvent les en extraire qu'au prix de terribles sacrifices. En temps ordinaire, les banques aux Etats-Unis rendent gratuitement des services multiples à leurs clients, et cela les rend peut-être moins prudentes. Elles sont obligées d'avoir toutes leurs ressources employées, de réduire au minimum leur encaisse.

Les faillites des banques, qui ont été nombreuses en 1893 et dont nous parlerons plus loin, ont porté, presque exclusivement, sur de petites banques; mais la gravité de la crise se reconnaît aux expédients, aux palliatifs employés. Les banques affiliées au Clearing House à New-York, Boston, Philadelphie, Chicago, ont dû émettre 70 ou 80 millions de bons de liquidation; New-York seul a créé 30 millions de cette monnaie supplémentaire, qui était destinée à combler la lacune créée par le retrait des dépôts. Les remises de ville à ville ont été impossibles, sauf avec une prime qui a atteint 3 %. Le Sherman Act a augmenté la quantité de monnaie et, cependant, il y a une véritable famine monétaire. Avant la crise de 1893, il y avait près de 1.100 millions de dollars de papier-monnaie, soit une somme amplement suffisante, avec un bon système de banque. Cependant, la destruction du crédit pendant la crise a créé un vide énorme. Avant la crise, 90 % des affaires journa-

lières se traitaient à l'aide de chèques ; à un moment, le rôle des instruments de crédit a été réduit à 50 % ; le reste a dû être liquidé en espèces ou en billets.

Un des inconvénients du système monétaire des Etats-Unis, c'était aussi d'être sans élasticité. La même quantité d'instruments d'échange et de billets existait, que les affaires fussent actives ou non.

Le terrain était préparé de toutes parts, l'ensemble des faits tendait à la crise.

Jusqu'au commencement de 1893, il y avait peu d'indices que la loi de 1890 serait bientôt abrogée (1). On avait fait ressortir, il est vrai, que la quantité de signes monétaires, émise en conformité avec la loi, était probablement excessive et que la continuation mettrait en danger les paiements en or de la trésorerie. Mais ni en 1891 ni en 1892, il n'y avait eu l'indication d'un danger assez pressant pour exiger des mesures immédiates. Après la dépression, en automne 1890, en relation avec le désastre Baring, il y avait eu une reprise en 1891, résultant en grande partie de la récolte extraordinairement abondante de 1890. En 1891 et 1892 il y avait eu une prospérité relative et peu de prodromes d'une crise prochaine.

Dès le début de 1893, il y eut plusieurs incidents perturbateurs, notamment un drainage considérable d'or. Dans les cinq premiers mois de 1893, l'exportation de l'or dépassa 60 millions de dollars. La balance des paiements internationaux, contraire aux Etats-Unis et cause de ce drainage, était due à diverses causes. Les récoltes de 1892-1893 n'avaient pas été aussi considérables que celles des années antérieures et la demande étrangère pour les produits agricoles, moindre. Tandis que les exportations avaient diminué, il y avait une légère augmentation dans les importations. Mais, fait capital, il y avait eu reflux considérable de valeurs de chemins de fer, d'Europe, et notamment d'Angleterre. Il est difficile d'estimer exactement un mouvement de cette nature, et encore plus difficile d'en découvrir exactement les causes.

La crainte du passage à l'étalon d'argent et la crise à l'étranger ont eu leur part dans les ventes effectuées à New-York pour compte de l'Europe et qui ont été le plus important facteur dans le drainage de l'or.

Cette sortie de métal jaune fut accompagnée d'une autre modification, qui a augmenté le malaise général. La réserve d'or, maintenue par la trésorerie américaine, sur laquelle repose la grande masse des engagements monétaires du gouvernement, s'affaiblit lentement, mais d'une manière continue.

(1) Nous suivons le récit de la crise fait par M. Taussig.

La trésorerie des Etats-Unis a une double position et une double fonction. Elle encaisse les recettes et paie les dépenses du gouvernement national, et sa force financière dépend de la relation entre les recettes ordinaires et les dépenses ordinaires. C'est aussi une banque d'émission, responsable d'une grosse masse d'obligations circulant comme monnaie, et contre laquelle elle garde une réserve d'or. Mais ses fonctions financières et sa fonction de banque ne sont aucunement séparées. Le numéraire qu'elle détient sert aussi bien à couvrir les dépenses journalières courantes du gouvernement qu'à faire face à la demande résultant de la présentation au remboursement des billets en circulation.

Il existe en effet une tradition d'après laquelle une somme de 100 millions de dollars en or constitue la réserve spéciale pour le remboursement d'une partie des billets, les greenbacks émis pendant la guerre civile. Mais le Congrès n'a jamais expressément créé une réserve de cette sorte; il n'y a pas d'obligation pour les fonctionnaires de la trésorerie de conserver une partie de l'or, exclusivement pour le remboursement de ces billets.

La réserve en numéraire du Trésor était exposée à un drainage pour deux raisons.

Les recettes ordinaires du gouvernement ne suffisaient pas à couvrir les dépenses ordinaires. Le tarif douanier de 1890 avait réduit les recettes, notamment par l'admission en franchise du sucre; d'autre part, la loi sur les pensions avait augmenté les dépenses du gouvernement. Affaiblie de la sorte, la trésorerie était aussi exposée à un drainage, par suite des exportations d'or dont nous avons déjà parlé. Ces exportations auraient pu venir du stock considérable dans les maisons de banque, et, en partie, elles en furent alimentées; mais le malaise concernant le maintien du paiement en or par la trésorerie, produisit une disposition générale de ne pas se défaire de l'or, et le fardeau de l'exportation fut rejeté sur la trésorerie, à laquelle on présenta les billets au remboursement. La conséquence fut un déclin dans la réserve d'or du Trésor. Celle-ci s'élevait à 120 millions au début de l'année, elle tomba constamment: à la fin d'avril elle était inférieure à 100 millions, et au commencement de juin, elle ne dépassait jamais 90 millions.

En même temps, les journaux financiers, tous les organes de l'opinion publique, prêchaient que la sortie de l'or et la diminution de la réserve étaient les conséquences directes de la loi de 1890 et que, tant que celle-ci ne serait pas abrogée, ces phénomènes continueraient jusqu'à ce qu'on fût précipité dans un abîme.

Le malaise grandit; banques et institutions financières font rentrer

leurs ressources, le crédit commercial est atteint. De grandes faillites, aussi bien de maisons de commerce que de banque, se produisent dans le cours du printemps et dans les premiers jours de juin, des runs sur les banques dans des places importantes, comme Chicago, Kansas-City et Milwaukee. Dans toute l'étendue du pays, les banques qui gardaient une partie de leurs réserves en dépôt dans les grandes banques de New-York commencent à faire rentrer les fonds, dans l'attente d'un drainage de leurs ressources provoqué par leurs propres déposants.

Les banques de New-York avaient perdu de leur encaisse par suite de l'exportation de numéraire au printemps; au début de juin, elles subirent un drainage actif vers l'intérieur. En deux semaines, du 4 au 17 juin, elles perdirent 18 millions de dollars sur leur encaisse, et le 15, elles résolurent d'adopter la mesure, employée déjà dans des circonstances critiques : l'émission des certificats du Clearing-House. Ceux-ci sont créés contre dépôt de valeurs entre les mains du Clearing-House, et servent à la liquidation des balances entre les banques associées. Ils servent à affranchir les banques de la nécessité de payer comptant les balances à leur débit, et donnent libre disposition des ressources en monnaie pour les demandes provenant du public. On s'attendait que cette mesure, prise dès le début à titre de précaution, servirait à rétablir la confiance et à détourner la crise imminente.

Elle ne réussit pas à produire ce résultat; presque aussitôt après son adoption, arriva la suspension de la frappe illimitée de l'argent aux Indes. On ne saurait dire que celle-ci ait affecté directement le système monétaire des Etats-Unis, ni augmenté le danger d'une suspension de paiements en or. Mais elle entraîna une baisse soudaine de l'argent métal. On était déjà en proie à un malaise, relativement à la possibilité d'une cessation des paiements en or, et la perspective d'une dépréciation illimitée de l'argent, sur lequel le système monétaire était fondé, le jour où la réserve d'or serait épuisée, cette perspective eut sa part en amenant une disparition générale de la confiance.

Il est probable que bien peu parmi les hommes d'affaires, les banquiers ou les capitalistes, dont les craintes furent la cause principale de la panique subséquente, avaient une idée distincte des véritables probabilités de la situation monétaire. Le degré jusqu'auquel le maintien de l'étalon d'or était compromis, le mode dans lequel une suspension des paiements d'or affecterait le commerce et l'industrie, la relation entre l'action du gouvernement indien et la situation financière des Etats-Unis, ces questions compliquées étaient comprises par une faible minorité. Mais l'on avait tellement parlé des périls dont on était menacé, tant de choses funestes étaient survenues, qu'il en résulta le collapse de

confiance, qui est la cause immédiate de toute crise financière. Les faillites se succèdent rapidement en juillet et en août : faillites de banques, de grandes maisons de commerce, de grandes compagnies de chemins de fer comme l'Erié et le Northern Pacific. Beaucoup de ces faillites étaient simplement des suspensions de paiement par des maisons et des institutions parfaitement solvables. Un nombre considérable de banques nationales furent contraintes par la crise à fermer leurs portes, bien que plus tard on constatât qu'elles étaient en mesure de tenir leurs engagements avec un capital et un actif intacts. Celles-ci furent, entre temps, autorisées à rouvrir leurs portes et à recommencer leurs opérations. Également beaucoup de maisons de commerce solvables furent forcées de suspendre. D'autre part, la crise jeta à bas des banques et des maisons dont la situation en réalité était l'insolvabilité, mais qui, dans des temps calmes, auraient pu vivre longtemps et auraient pu même, avec de la chance, se tirer d'affaire. S'il y avait eu une grande proportion d'entreprises malades, si les années précédentes avaient été des années de spéculation active et de placement de capitaux dans des entreprises risquées, la proportion des faillites sérieuses et des ruines définitives aurait été beaucoup plus grave. Mais les conditions d'où naissent ordinairement les crises financières et qui en fournissent les éléments, ne se rencontraient que dans une faible mesure, et la panique semble avoir été simplement une déroute due à des appréhensions générales et non raisonnées, plutôt qu'à une fausse direction donnée aux forces productives.

Le phénomène le plus caractéristique de la crise a été la rareté du numéraire et la demande d'argent comptant. Cela se reflète clairement dans les diminutions des réserves des banques de New-York. Leur encaisse diminue rapidement en juin, fléchit en juillet et, au moment le plus bas, mi-août, montre une perte de 65 millions contre le chiffre de six mois avant. Leur plus grande perte était en papier monnaie.

	En espèces.	En papier monnaie.
26 mai.....	70.7.....	64.0
19 juin.. ..	78.2.....	42.2
12 août.....	53.6.....	22.9
2 septembre.....	66.9.....	25.1
7 octobre.....	84.4.....	44.3

Les banques de Boston, Philadelphie, Saint-Louis et d'autres grandes villes ressentirent le même drainage que les banques de New-York, et si grandes étaient les pertes de l'encaisse, qu'il résulta une véritable suspension des paiements de banque.

Il est à remarquer que les banques de Chicago furent comparativement bien approvisionnées durant la période critique. L'afflux de milliers de voyageurs, arrivant chacun avec de l'argent dans ses poches, apportait un courant continu de monnaie qui tôt ou tard trouvait son chemin dans les caisses des banques.

Le drainage provenait de divers côtés. Les banques rurales et les banques dans les petites villes s'adressèrent aux détenteurs de leurs dépôts, notamment à New-York, pour obtenir les fonds en vue de se renforcer. Les caisses d'épargne, exposées à des runs de la part de déposants facilement impressionnables, retirèrent également leurs dépôts des grandes banques dans le même but. On a dit que beaucoup de déposants inquiets sur la solvabilité de leurs banques, reprirent leur avoir et enfermèrent l'argent dans les coffres-forts de Safe-Deposit Companies. Quoi qu'il en soit, le drainage fut si grand qu'une suspension partielle des paiements se produisit. Les banques de New-York honoraient les chèques ou refusaient de les honorer, d'une façon tout arbitraire.

Si elles étaient convaincues que le besoin du déposant était réel et pressant, elles payaient, sinon elles refusaient de le faire. Dans quelques cas on a soupçonné que l'argent était retiré et thésaurisé par des spéculateurs désireux d'accroître la dépression et de profiter de la baisse générale des prix. Si cela a été fait, de semblables manœuvres n'ont pu jouer de rôle prédominant dans l'effondrement général. Pendant des semaines, les clients d'une banque étaient dans l'incertitude sur le sort d'un chèque un peu considérable. Tous les chèques étaient reçus en dépôt ; la banque portait au crédit du compte du déposant le chèque sur une autre banque, et, en tant que banque, les balances étaient liquidées au moyen des certificats du Clearing-House. L'expédient des Clearing-House Certificates fut employé dans toutes les grandes villes, et même dans un nombre considérable de petites, et la plupart des grandes transactions furent liquidées par l'intermédiaire des Clearing-Houses de la façon habituelle, sans recours à la monnaie effective.

C'est une mesure exceptionnelle à laquelle on a eu recours en 1873, en 1884, et, en dernier lieu, en novembre 1890. Au lendemain de l'effondrement de la spéculation à New-York, en octobre 1890 et après la crise de Baring, il y eut de grosses faillites aux États-Unis. Trois banques de New-York, dont les ressources avaient été immobilisées, ne purent faire face à leurs engagements au Clearing-House et solder la balance à leur débit ; il y avait un déficit de 6 millions de francs environ. Neuf autres banques avancèrent aussitôt chacune 500.000 francs contre nantissement. Le danger écarté, on créa des Clearing-House Certificates, c'est-à-dire des bons de liquidation pour solder le débit des banques à court de

ressources disponibles. Ces bons sont couverts par la garantie solidaire des banques faisant partie du Clearing-House. Ils sont remis par un comité de cinq présidents de banques, après examen de la situation et contre nantissements de valeurs suffisantes pour garantir le montant du prêt. Le 19 novembre 1890, le total des bons de liquidation émis s'éleva à 40 millions de francs ; dans les premiers jours de décembre à 75 millions. Les banques de Philadelphie, de Boston et de Baltimore imitèrent l'exemple de New-York.

La nécessité obligea d'avoir recours de nouveau, en 1893, à cet expédient (1). Dans les trois villes de New-York, de Boston et de Philadelphie, les Clearing House ont eu en circulation, en bons de liquidation, jusqu'à 55 millions de dollars, c'est-à-dire un total équivalent à 32 % de la circulation totale des banques nationales. A New-York, le maximum de l'émission a été atteint le 29 août avec 38.200.000 dollars, c'est-à-dire une somme égale à 44 % de la réserve des banques de New-York à la date du 26 août et sept fois plus considérable que toute la circulation fiduciaire des banques de New-York, à la date du 1^{er} juillet. Il est évident que le Clearing House Certificate est un instrument singulièrement puissant, qui peut être mis en activité à brève échéance, sur une vaste échelle, dans les grands centres financiers.

On a dit que cette méthode devait faire face à des éventualités impérieuses, se rapprochant beaucoup de celle employée par la Banque d'Angleterre, lorsqu'elle a été autorisée par le gouvernement à sortir en 1847, en 1857, en 1866 du cadre étroit imposé par la loi de 1844. Si, en 1847 et en 1866, la Banque d'Angleterre n'eut pas besoin de faire usage de la faculté que lui avait accordée le gouvernement, en 1857 le département de la banque a transféré au département d'émission, des fonds publics en échange desquels le premier reçut du second 4 millions de livres de banknotes. La différence, au point de vue de la forme entre les deux méthodes, est considérable; dans un cas, l'action part d'un groupe de banques, dans l'autre, elle est le fait d'une seule banque privilégiée. Dans le premier cas, cette œuvre spontanée est d'initiative privée; dans le second, il faut la sanction du gouvernement.

ÉMISSION DES PREMIERS certificats	DATE DE L'ÉMISSION MAXIMUM	MONTANT MAXIMUM ÉMIS	DATE DU RETRAIT DES DERNIERS certificats	MONTANT EN CIRCULATION AU 31 OCT.	
—	—	—	—	—	
New-York....	21 juin	29 août au 6 sept.	38 200.000	1 ^{er} nov.	3.835.000
Philadelphie..	16 —	15 août	10.965.000		3.835.000
Boston.....	27 —	23 août au 1 ^{er} sept.	11.445.080	20 oct.	
Baltimore....	26 —	24 — 9 —	1.475.000		845.000
Pittsbourg... 11 août	15 septembre	987.000			332.000

Aux États-Unis, il en résulte l'émission de certificats qui n'ont aucun pouvoir libératoire et qui ne circulent que parmi un groupe restreint de banques, et cela encore seulement pour un but bien déterminé.

En Angleterre, on procède à l'émission de billets dotés des mêmes privilèges que les billets déjà existants.

Si différents que soient les deux procédés, cependant dans leur essence même, ils sont bien voisins l'un de l'autre, puisqu'ils servent à mobiliser de bonnes valeurs et à transformer celles-ci en garantie d'un supplément d'instruments de circulation.

Cependant, et cela était inévitable, il y avait beaucoup de transactions pour lesquelles cet expédient ne pouvait être employé. De grands chefs d'industrie, avec de grandes listes de salaires, avaient besoin d'argent comptant; des banques hors des villes, exposées à des runs de leurs déposants et manquant du prestige qui permettait aux grandes institutions de refuser de payer avec une impunité relative, étaient désireuses d'obtenir des fonds. En conséquence, il apparut, au début d'août, le phénomène anormal d'une prime sur la monnaie, non pas une prime sur l'or, mais sur toute forme de cash, or, argent ou billets ayant cours légal d'ancienne date, ou certificats émis en vertu de la loi de 1890, ou même sur les simples dollars d'argent. Les personnes qui achetaient du « cash » le payaient en chèques certifiés sur les banques, chèques qui passaient ensuite par le Clearing house. Le numéraire et les billets étaient ramassés principalement à la caisse des grands magasins de détail, où les affaires se faisaient comme à l'ordinaire, et qui revendaient avec une prime l'argent encaissé aux courtiers, qui à leur tour en disposaient à leurs clients avec une marge plus considérable. L'action des maisons de commerce qui se livraient à ce trafic a été violemment attaquée, on supposait que leur devoir patriotique eût été de déposer l'argent dans les banques, où il aurait servi à rétablir le calme. Mais la tentation de récolter était très forte, et les money brokers purent recueillir des sommes considérables. La prime s'éleva jusqu'à 5 %, et pendant la plus grande partie du mois d'août, elle s'est maintenue à 2 %. Elle a commencé à baisser dans les premiers jours de septembre, et elle a disparu complètement au milieu du mois.

La rareté de l'argent conduisit à faire tous les efforts pour s'en procurer un grand approvisionnement. Quelques-uns de ces efforts ont été normaux, d'autres étrangement anormaux et irréguliers. La plus simple méthode a été l'importation de numéraire d'Europe. Aussitôt que la panique se déclara, des arrangements furent conclus pour de grands emprunts en Europe et pour de fortes expéditions d'or.

Ces arrangements furent faits principalement par les banques des

grandes villes en vue de renforcer leurs réserves, quelques-unes par des money brokers qui vendaient l'or avec bénéfice, grâce à l'existence de la prime du cash. Les banques nationales, spécialement celles de New-York, s'arrangèrent pour augmenter l'approvisionnement de monnaie en augmentant leur émission fiduciaire. En vertu de la législation régissant le système des banques nationales, les billets peuvent être émis jusqu'à concurrence de 90 % de la valeur nominale des obligations de la dette fédérale, déposées entre les mains du Comptroller of the Currency à Washington.

Les obligations fédérales, comme les autres fonds publics, avaient baissé durant la panique; elles pouvaient être achetées facilement, tandis que la demande de monnaie rendait précieuse la possession de billets des banques nationales. Aussi une augmentation considérable de la circulation fiduciaire s'ensuivit. Mais comme il fallait préparer, imprimer, signer les billets, ce qui exigeait un délai de quelques semaines, cette mesure donnait la perspective d'un soulagement à date rapprochée plutôt que les moyens de faire face à la demande immédiate. Un expédient plus rapide fut employé dans diverses localités: l'émission de chèques certifiés ou de clearing house certificates pour de petits appoints, qui devaient circuler de main en main comme signe monétaire. Ces chèques furent émis en coupures de 5, de 10, de 20 dollars, et servirent dans quelques-uns des États de l'Est pour payer les ouvriers, dans des États de l'Ouest pour être remis aux fermiers en paiement de leurs récoltes. Dans quelques localités, des arrangements furent pris avec de grands établissements de détail qui consentirent à recevoir ces chèques en paiement des achats. On ne saurait dire que cet expédient ait été très satisfaisant. Les ouvriers auxquels de semblables chèques furent donnés en paiement de salaires, trouvèrent difficiles de s'en servir pour des achats, ou de les convertir sans perte en appoints plus petits et plus commodes.

Un aspect de la crise monétaire mérite d'être signalé. La prime n'était pas sur l'or, elle n'avait en rien la nature d'un agio sur l'or. Ce que l'on demandait, c'était de la monnaie, et principalement du papier-monnaie de petit appoint. Il était même difficile de mettre l'or en circulation. Durant les mois de juillet et d'avril, lorsque la crise était à son comble, les banques de New-York, dont la réserve en papier-monnaie s'affaiblissait rapidement, déboursèrent des sommes considérables en monnaie d'or, mais ces monnaies ne pouvaient pas trouver leur chemin dans la circulation active, principalement parce que le public n'avait pas l'habitude de s'en servir. Une conséquence de cette phase de la crise a déjà été mentionnée: la perte de la réserve en papier-monnaie, subie par les

banques de New-York, tandis que leur réserve en numéraire ou en or restait comparativement intacte. Une autre conséquence curieuse a été la modification dans les opérations de la sous-trésorerie du gouvernement à New-York. Cette branche de la trésorerie est la plus importante de toutes, comme elle est le plus grand payeur et l'un des plus forts encaisseurs des recettes publiques. Les revenus de l'État peuvent être payés dans une des formes quelconques de la monnaie créée par le Trésor : en or ou argent, monnaie ou certificats, et en legal tender, billets anciens ou billets émis depuis 1890. Dans les premiers mois de l'année, la perte de confiance dans la Trésorerie avait causé une cessation à peu près complète des paiements en or. Les banques et les autres institutions qui fournissaient les importateurs et les autres contribuables avec leur argent, étaient disposées à donner du silver et du papier plutôt que de l'or. Mais, au comble de la panique, le papier et l'argent étaient prisés si haut et l'or était tellement peu satisfaisant pour faire face aux demandes de monnaie, que l'on gardait les premiers pour s'en servir dans la panique tandis que l'or était employé pour les droits de douane et les autres dettes au gouvernement. Ainsi les recettes gouvernementales en or pour paiement des droits d'entrée, qui pendant des mois avaient été nulles, montèrent subitement à la moitié des paiements totaux en août et septembre. Tout cela indique que la panique, lorsqu'elle arriva à sa phase aiguë, n'était pas une panique d'or, et que la prime sur la monnaie n'était en aucun sens une prime sur l'or. Quant à la question de savoir si la crainte d'une suspension des paiements en or a été ou non la cause de la panique, la forme spéciale que la panique a prise a été celle d'une demande pour de la monnaie ou des signes monétaires, se produisant dans beaucoup d'endroits.

Pendant les mois d'été, les affaires furent dans un état de stagnation. Et en fait, il y eut une grande diminution dans le volume des transactions. Les clearings des banques, en juillet, août, septembre, furent d'un tiers environ inférieurs aux chiffres de la période correspondante de 1892.

Premiers neuf mois.		1892	1893
		—	—
		milliards.	milliards.
1 ^{er} trimestre.....		16,2	16,5
2 ^e —		15,1	14,8
3 ^e —		14,0	10,9

pour le total des clearings.

Beaucoup de fabriques durent cesser leurs opérations, soit parce que leurs agents ou clients ne voulaient pas acheter de produits ni avancer des fonds, ou parce qu'elles ne pouvaient se procurer la monnaie pour

payer les salaires. Le procédé normal de faire des achats au comptant ou des contrats à paiement futur, par anticipation, en vue des ventes à venir et du flot continu des marchandises vers le consommateur, fut pour le moment tout à fait dérangé. Les transactions de détail s'effectuèrent beaucoup moins que les transactions en gros; c'étaient les stages intermédiaires dans la machinerie de la production qui ont ressenti le choc. Les négociants rencontrèrent des difficultés à se procurer des avances. Ceux dont le crédit était le meilleur pouvaient obtenir des prêts remboursables sur demande, à des taux d'intérêt variant de 12 à 18 %. Ces avances en tout cas représentaient, en général, le droit de tirer des chèques non pas payables en cash, mais pouvant être employés par l'intermédiaire du clearing house, un mode de paiement qui certainement répondait à presque tous les besoins du commerce de gros.

La crise a atteint son point culminant au milieu d'août; à cette date, la suspension partielle des paiements par les banques était presque universelle. Chaque jour a apporté une récolte de faillites commerciales et de suspensions de banques, la prime sur la monnaie se maintenait à 3 %. A la fin d'août et au commencement de septembre, une amélioration se produit. La fièvre avait eu son cours et épuisé son ardeur; la confiance renaît lentement.

Au milieu de septembre, les banques de New-York, qui reflètent la condition financière du pays et qui, à leur tour, donnent la note à ses opérations financières, voient progresser leur réserve. Elles gagnent du numéraire par l'importation et elles commencent à gagner du papier qui sort des cachettes où on le thésaurisait et revient à ses dépositaires habituels. Comme on l'a vu plus haut, elles avaient gagné, au commencement d'octobre, près de 20 millions de papier-monnaie en comparaison du point le plus bas en août.

A la fin d'octobre, leur encaisse aussi bien en billets qu'en numéraire, était plus considérable qu'elle ne l'a été à aucune époque antérieure de l'année et plus même que la moyenne. La période habituelle de stagnation et de surabondance d'argent, qui marque la réaction de la crise, entre en scène. Au mois de novembre, l'argent devient « a drug in the market ».

Les élections de 1892 avaient abouti au choix de M. Cleveland comme président, et à l'avènement d'une majorité de *democrats* dans le *House of Representatives* et dans le Sénat. Le président Cleveland prit le pouvoir en mains au mois de mars 1892, mais le Congrès qui avait été élu en même temps que lui ne devait se réunir pour sa première session régulière qu'en décembre. Pendant le printemps, et longtemps avant qu'on s'attendit à une crise aiguë pour l'été, M. Cleveland avait été im-

portuné de nombreux côtés pour convoquer une session extraordinaire du Congrès aussi bien pour doter le gouvernement de plus grandes ressources que pour abroger le Sherman Act. Cette insistance à prédire un désastre imminent à défaut de promptes mesures, a eu sa part dans la catastrophe qu'il s'agissait de prévenir. Le président Cleveland refusa sagement de convoquer une session extraordinaire, tant que la nécessité n'en était pas devenue absolue. A la fin de juin, lorsque la panique eut commencé, et que la situation fut devenue incontestablement critique, il convoqua le Congrès.

La session extraordinaire motivée par la crise monétaire s'est ouverte le 7 août et le Congrès saisi, dès le lendemain, du message préparé par le président Cleveland.

Le président analysait avec la plus grande clairvoyance les causes de la situation lamentable où l'on se trouvait et qui ne provenait pas d'événements accidentels. Il exprimait l'avis que tous ces malheurs étaient imputables surtout aux dispositions législatives qui prescrivaient au gouvernement fédéral l'achat et la frappe de l'argent. Celles-ci avaient facilité l'émigration de l'or, créé des inquiétudes sur le maintien du remboursement en or des dettes américaines et, à moins de contracter constamment de nouveaux emprunts pour reconstituer une encaisse incessamment épuisée, la loi de 1890 tend à substituer complètement l'argent à l'or dans le trésor fédéral. M. Cleveland montrait comment la méfiance était née, comment le capital s'était caché dans des mains de plus en plus timides. Le peuple des Etats-Unis avait droit à une monnaie solide, stable, considérée comme telle sur le marché universel. « Il n'était pas permis à son gouvernement ni de lui infliger des expériences financières que condamne la politique des autres Etats ni d'abuser du sentiment que nous avons de notre puissance et de notre savoir faire pour risquer la solidité de la monnaie nationale..... L'homme, qui plus que tout autre a besoin d'un bon régime monétaire, c'est celui qui gagne son pain, au jour le jour, en travaillant. »

M. Cleveland insistait pour que le Congrès agit sans retard, « c'est donner deux fois que de donner vite ». Parmi toutes les mesures à prendre, il en était une dont la nécessité ne saurait faire doute, c'était l'abrogation aussi prompte que possible d'un régime qui n'était que trop condamné par la désastreuse expérience des trois dernières années. Il concluait en ces termes :

« Jé demande instamment la prompte abrogation des dispositions de la loi du 14 juillet 1890 qui règlent l'achat des lingots d'argent et en outre toutes autres mesures législatives propres à affirmer solennellement que le gouvernement des Etats-Unis veut et saura faire face à toutes ses

obligations pécuniaires avec la monnaie qui a pour elle l'unanime suffrage des Etats civilisés. »

La forte influence de l'administration, la force incontestée de M. Cleveland dans l'opinion publique et, plus que tout le reste, la crise financière, produisirent une action rapide et favorable dans la Chambre des représentants. En août, lorsque le Congrès s'assembla, la panique était au comble, et de toutes parts retentissait le cri que le Sherman Act en était la cause. Que cela fût ou non, l'abrogation était un moyen important, sinon le seul de rétablir la confiance générale. On tomba vite d'accord que le bill pour l'abrogation, sans condition, de la clause sur les achats du Sherman Act serait discuté pendant deux semaines, que les amendements proposant la frappe libre sur le pied de 16 à 1, de 17 à 1, de 18 à 1, de 19 à 1, de 20 à 1, feraient l'objet de votes respectifs, et qu'alors un vote final aurait lieu.

Le 21 août, les amendements en faveur de la frappe libre furent rejetés, et la loi (Repeal Bill) adoptée avec l'écrasante majorité de 239 contre 108.

Au Sénat, la situation était quelque peu différente de celle de la Chambre. La majorité en faveur de l'abolition était plus petite, et la minorité, plus factieuse dans son opposition contre le Sherman Act, était la plus forte dans les Etats de l'Est et du Centre ; ceux-ci ayant la plus grande population, avaient le plus grand nombre de représentants dans la Chambre ; dans le Sénat, chaque Etat a deux sénateurs, et les Etats de l'Ouest et du Sud, avec une population relativement faible, ont une représentation relativement plus forte. Parmi les sénateurs républicains des Etats de l'extrême Ouest, il s'en rencontrait quelques-uns dont les électeurs dépendaient en grande partie de l'industrie minière de l'argent et qui étaient presque au désespoir à la perspective d'une suspension des achats américains, suivant de si près la cessation de la frappe libre aux Indes. Le Colorado et le Nevada, plus particulièrement, sont des producteurs d'argent, et leurs sénateurs étaient énergiquement, furieusement opposés à l'abrogation. Ils furent renforcés par quelques sénateurs d'autres Etats de l'Ouest, dans lesquels le nouveau populist party avait gagné le contrôle dans les élections de 1892 et avait élu les sénateurs.

Les traditions du Sénat rendirent faciles les manœuvres de l'opposition. L'absence de règles pour mettre fin à un débat, rend facile l'obstruction. Lorsque la loi votée par la Chambre fut introduite au Sénat, les Silver sénateurs déclarèrent ouvertement qu'ils n'en permettraient pas l'adoption ; une lutte longue et fatigante commença. Le bill fut amendé par l'addition d'une déclaration formelle en faveur des principes

N° 22.

du bimétallisme. C'est sous cette forme qu'il arriva devant le Sénat, et les adversaires cherchèrent à le tuer sous des flots de paroles.

La lutte dura deux mois. Un effort fut fait de rompre les rangs des Silvermen par une séance ininterrompue, sans suspension ni jour, ni nuit, dans l'espoir d'amener la capitulation par épuisement des forces physiques. Mais les Silver sénateurs tinrent aisément tête. Avec la continuation de la lutte, des tentatives furent faites pour improviser un compromis soit en suspendant les achats d'argent pour deux ou trois ans, soit en diminuant simplement la quantité de métal acheté. Quelques-uns de ces compromis semblent avoir eu l'adhésion d'un grand nombre de sénateurs, sinon de la majorité, et il est probable qu'une mesure de compromis aurait fini par passer, sans la fermeté du président Cleveland. Mais il avait déclaré d'une façon positive qu'aucun compromis ne recevrait sa sanction, et la perspective d'un veto présidentiel, avec la certitude que la grande masse était derrière M. Cleveland, dans son attitude ferme, tua tous les compromis. Finalement, après avoir annoncé que jamais ils n'abandonneraient la lutte, les Silver sénateurs capitulèrent brusquement. Les discours cessèrent. Divers amendements furent mis aux voix et promptement rejetés. Le Bill original amendé par l'insertion d'une clause en faveur du bimétallisme en général, fut voté par le Sénat le 30 octobre. Deux jours plus tard (1^{er} novembre), il revint à la Chambre avec l'amendement sénatorial, qui fut adopté, signé par le président et promulgué.

L'abrogation du Sherman Act a marqué la fin des achats d'argent par les Etats-Unis. La déclaration en faveur du bimétallisme devait servir à adoucir à leurs propres yeux la défaite des silvermen's dont les espérances n'ont jamais été satisfaites et qui ont subi toute une succession de déceptions et de désillusions (1).

La crise de 1893 a été plus funeste aux institutions financières des

(1) On sait quelle série de désillusions successives les partisans du bimétallisme ont été contraints de traverser. Leurs prophéties ont été démenties par les faits. Sur la foi d'experts en géologie, ils avaient prédit la diminution de la production de l'or, ils calculaient le jour où la dernière once d'or d'alluvion aurait été découverte. Or, en dix ans, la production de l'or a doublé. De même, on avait affirmé que M. Balfour, dès qu'il serait au pouvoir, amènerait un ministère bimétallique; il n'en a rien été. On a insisté sur les avantages que retiennent les pays à monnaie avariée: successivement ces pays s'efforcent d'arriver à la stabilité monétaire. On a cru au succès de William Bryan, le protagoniste du métal blanc et le démagogue révolutionnaire qui a reçu les hommages et les vœux des conservateurs allemands. C'est M. Mac Kinley qui a été élu. Et, deux ans après, le Sénat américain compte 20 voix de majorité en faveur du « sound money »; la Chambre des représentants, une majorité de 19 voix. Les Etats de l'Ouest ont passé dans le camp des défenseurs du bon étalon et, en 1900, le Congrès a voté le Gold Currency Bill décrétant l'adoption de l'étalon d'or. C'est une évolution qui s'imposait.

Etats-Unis que les crises antérieures. Au 31 décembre 1893, le chiffre total des banques nationales, banques privées, institutions financières qui ont fait faillite, s'est élevé à 642 avec 234 millions d'actif et 200 millions de passif. Ce sont les Etats de l'Ouest et du Centre qui ont fourni le plus gros contingent.

Le commerce proprement dit a relativement mieux soutenu le choc; les établissements industriels ont été moins heureux. La fermeture d'un nombre très considérable de fabriques au mois de juillet et au mois d'août a été l'un des traits caractéristiques de la panique. Les bourses de New-York et des autres villes eurent à supporter le contre-coup des difficultés générales et de plus celui de la chute de grandes entreprises industrielles, de chemins de fer auxquels l'année fut néfaste. Voici l'ordre chronologique des déclarations de faillites des compagnies de chemins de fer :

20 février, le Philadelphia et Reading ; 23 juillet, l'Erié ; 16 avril, le Northern-Pacific ; 13 octobre, l'Union-Pacific ; 23 décembre, l'Atchison, qui est le plus grand réseau du monde ; 27 décembre, le New-York et New-England.

De grosses dettes flottantes, un crédit mal assis, une diminution incroyable des recettes ont été les causes principales du désastre.

ANNÉES	COMPAGNIES EN FAILLITE	LONGUEUR DU RÉSEAU EN MILLES	CAPITAL ACTIONS ET OBLIGATIONS EN MILLIONS DE DOLLARS
—	—	—	—
1893....	74	32.413	1.611
1892....	36	10.508	357
1891....	21	2.159	84
1887....	0	1.046	90
1884....	37	11.038	714

Les Compagnies ont succombé aux conséquences de la pire des gestions, à des guerres de tarifs ruineuses, à des frais généraux inouïs, à la distribution de dividendes fictifs qui servaient à lancer de nouvelles émissions d'obligations, ou à de simples spéculations de bourse.

On ne saurait dire qu'une grande activité dans la construction de chemins de fer, immobilisant trop de capitaux, ait eu la moindre part dans la crise de 1893 ; il y avait même depuis quelques années, un ralentissement marqué dans l'extension du réseau qui atteignait alors 178.000 milles. Il n'a été construit en 1893 que 2.600 milles, contre 4.428 en 1892, 4.471 en 1891, 5.738 en 1890, 12.983 en 1887.

La répercussion de la crise sur les classes ouvrières a été cruelle. D'après une enquête de Bradstreet, dans 119 villes, il y avait en chômage,

801.000 ouvriers, avec 1.956.000 personnes dépendant d'eux. Le nombre d'établissements fermant leurs ateliers, réduisant les heures de travail, abaissant les salaires, fut considérable.

Les caisses d'épargne ont naturellement éprouvé le contre-coup de la crise; dans l'État de New-York, les retraits ont dépassé les dépôts de 34.518.000 dollars, alors qu'en 1891 il y avait eu un excédent de dépôts de 17.031.000 dollars.

Une partie des retraits a été provoquée par le désir de profiter soit de la prime que faisait l'argent comptant, soit afin d'acheter des valeurs solides qui avaient été fortement éprouvées par la baisse.

Le marché monétaire de New-York a été soumis, en 1893, à de véritables convulsions; les prêts à courte échéance ont varié entre 74 et 1 % par an. Pendant les cinq premiers mois de l'année, le marché avait été d'une sensibilité extrême: 60 % en mars, 40 % en mai; le maximum a été atteint le 29 juin, lorsqu'on exigeait 74 % pour les avances sur titres. C'est alors que les banquiers prirent 6 millions en certificats du Clearing house et ramenèrent le taux à 3 %. Le soulagement ne fut que passager; en juillet et en avril, la demande de monnaie, sous toutes ses formes, fut extrême; et l'on paya jusqu'à 5 % pour obtenir n'importe quel instrument monétaire afin de faire face à ses échéances et payer ses ouvriers. Cela dura jusqu'au commencement de septembre.

Les additions au stock monétaire ou fiduciaire du pays, de juillet à septembre, furent de 51.641.013 dollars en or importés de l'étranger, 63.152.000 certificats émis par les différents Clearings house, près de 30 millions de billets nouveaux émis par les banques nationales, soit un total de 144 millions qui triompha de la famine créée par les appréhensions du public.

Faillites, recettes des chemins de fer, bank clearings racontent la même triste histoire; celle d'une dépression intense, accompagnée d'une grande diminution dans le volume des affaires. Les compensations ne sont pas toujours un indicateur parfait relativement au commerce légitime, parce que l'on ne saurait éliminer les affaires de spéculation, mais lorsqu'un pays traverse une crise mercantile et financière, avec une baisse universelle des prix, avec une limitation de la spéculation et de l'esprit d'entreprise, l'effet s'en montre mieux dans les chiffres des compensations que partout ailleurs, et en outre ceux-ci permettent les comparaisons de semaine en semaine.

Si l'on prend le total pour l'ensemble des clearing houses, la diminution de 1893 sur 1892 est de 8 milliards de dollars, c'est-à-dire un total de 54.330 millions au lieu de 62.231 millions, soit 13 % environ. Ce qu'il importe de constater, c'est que la diminution porte tout entière sur le

second semestre : celui-ci a diminué de 8 milliards, soit 25 % à lui tout seul.

L'activité des émissions s'est ressentie de la situation générale et le chiffre des obligations émises à New-York (139 millions) a été le plus bas depuis 1887.

Le marché de New-York conserve de l'année 1893 le souvenir de l'année la plus désastreuse qu'il ait encore traversée.

La dépréciation des valeurs mobilières a été extrême et, bien qu'à la fin de l'année on ait été témoin d'un relèvement relatif, on ne saurait nier que la baisse a été plus durable que cela n'a été le cas antérieurement, même dans les paniques les plus sérieuses. Tension financière, désorganisation des affaires en général, diminution des recettes des compagnies, nombre inouï de compagnies en faillite, voilà les traits caractéristiques de la situation au point de vue des spéculateurs — les mêmes causes ont agi sur le capital, qui en d'autres temps aurait absorbé les titres que ceux-ci auraient jetés sur le marché.

La participation de l'Europe dans le marché américain a été nulle, les doutes concernant la stabilité du système monétaire ont amené un retrait continu des fonds placés aux Etats-Unis et, même avec l'abolition du Sherman Act et la renonciation à une politique d'achat du métal blanc, les intérêts européens se sont sentis peu encouragés; ils n'ont pas donné l'appui qui aurait été indispensable pour rétablir la confiance et le niveau des cours.

A quelques exceptions près, on est tombé plus bas en 1893 que durant les douze années précédentes.

Quant au mouvement du commerce extérieur dans la première moitié de l'année, les exportations sont inférieures au total de la période de 1892, tandis que les importations ont augmenté : le 30 juin, il y a un solde de 68 3/4 millions en faveur de l'importation alors qu'en 1892 il y avait un excédent des exportations de 47 1/2 millions, soit une différence de 116 millions au détriment de 1893. Dans la seconde moitié de l'année, sous l'influence de la panique et de la dépression industrielle, la situation change. L'exportation dépasse celle de 1892, les importations diminuent et se restreignent.

Si l'on veut résumer les enseignements de cette crise, on peut emprunter la conclusion à l'exposé d'un économiste autrichien : « Il est impossible pour un seul pays, si riche qu'il soit, d'adopter tout seul le double étalon; la menace de la frappe de l'argent a provoqué une panique désastreuse; le crédit est plus important que la monnaie : les pays débiteurs de l'étranger, dans le règlement de la question monétaire, doivent prendre en considération qu'en comparaison des intérêts

dépendant de la confiance, les intérêts de certaines classes de producteurs sont insignifiants, ainsi les intérêts des silvermen et les intérêts de ceux qui prétendent souffrir d'un renchérissement de l'or. »

IV. — LA CRISE AUSTRALIENNE (1893)

Les fautes et les folies que l'on commet sur le terrain économique ou financier se paient toujours et si, par un concours de circonstances, le châtiment tarde, l'effet n'en est que plus sévère. Cette sanction pénale à laquelle s'exposent ceux qui transgressent les lois naturelles, est universelle : elle est aussi implacable à Paris qu'à Lisbonne, à Buenos-Ayres qu'à Londres, à Melbourne qu'à New-York. Les pays jeunes, qui se croient appelés à un grand avenir ne jouissent pas d'une immunité privilégiée, supérieure à celle de vieux États, parvenus à une condition de prospérité régulière et normale. Lorsque ceux-ci ont succombé à des entraînements et qu'ils ont traversé les périodes d'agiotage, d'inflation, la réaction inévitable reste localisée ; elle atteint les habitants du pays qui ont fourni les capitaux mal dépensés. Dans les pays d'outre mer, qui ont dû recourir aux ressources de l'Europe, une double répercussion se produit, frappant à la fois ceux qui ont avancé l'argent et ceux qui l'ont gaspillé. Une crise aiguë a éclaté à Melbourne en 1893, alors que l'on croyait sortir des embarras et des difficultés résultant d'une crise plus ancienne.

Ce ne sont certes pas à des erreurs de jugement aussi grossières que celles qui ont ruiné la République Argentine, qui ont compromis le Brésil ; ce n'est pas à l'émission de papier-monnaie par centaines de millions que l'on doit faire remonter l'origine du mal. La race anglo-saxonne échappe, par suite d'une éducation commerciale et financière meilleure, à des entraînements irrésistibles pour les Américains du Sud. Mais les voies qui conduisent à l'abus du crédit public ou privé, à l'endettement irraisonné, à la fondation d'entreprises mal constituées sont nombreuses.

Si l'on veut aller au fond des choses, on trouvera que la cause première du désastre a été la trop grande facilité avec laquelle l'Europe a placé ses capitaux à la disposition des pays éloignés. Ceux-ci ont été grisés par les débouchés complaisants qu'ils ont rencontrés en Europe pour l'écoulement de leurs titres de dette, de leurs actions et de leurs obligations. Affolés par l'abaissement du taux de l'intérêt qui a suivi les grandes conversions des dix dernières années, les capitalistes et les spéculateurs européens ont prêté leur argent à des taux plus rémunérateurs sans doute que ceux qu'ils pouvaient obtenir dans leur patrie :

mais, oubliant les risques et les dangers qu'ils couraient, ils ont négligé d'ajouter au loyer de l'argent la prime d'assurances qu'ils eussent été en droit d'exiger de leurs débiteurs.

L'ébranlement qui a suivi la crise Baring à Londres a porté un coup funeste à tous les États débiteurs dont la situation n'était pas suffisamment assise. Successivement la République Argentine, le Portugal, la Grèce ont subi les conséquences de la restriction du crédit. Tous ceux qui payaient leurs créanciers anciens en contractant des dettes nouvelles se sont trouvés acculés à des difficultés de plus en plus insurmontables. Il y aurait certainement injustice à mettre sur le même plan et les colonies australiennes et les États obérés que nous venons de nommer ; néanmoins, les colonies australiennes ont vu le marché de Londres devenir récalcitrant, les coffres de la cité ne se sont plus ouverts avec la même libéralité lorsque l'on y mit en souscription des emprunts coloniaux et le cours de ceux-ci a beaucoup fléchi après 1890.

La colonie de Victoria et, dans une moindre mesure, celle de la Nouvelle-Galles du Sud, ont été le théâtre d'une spéculation effrénée qui s'est portée principalement sur les terrains, qui a pris la forme de sociétés de constructions, de banques hypothécaires, dont un grand nombre a disparu dans des faillites retentissantes. Les capitaux réels qui ont servi de base à cette superstructure imaginaire ont été fournis en grande partie par la métropole, notamment par l'Écosse. Sur 3 milliards 1/2 de francs déposés dans les banques d'Australie, près d'un milliard appartient au public de la Grande-Bretagne.

Les habitants de Victoria, qui ont eu la bonne fortune de fournir 2 milliards 1/2 d'or de 1852 à 1861, 1.500 millions de 1861 à 1870, et 600 millions de 1881 à 1890, ont été grisés par la richesse aurifère et se sont lancés dans des dépenses inconsidérées. Peu de pays nouveaux ont fait autant pour retenir la population dans les villes : 43 % de la population se trouvent à Melbourne et cette population, où domine l'élément ouvrier, a dicté une législation empreinte du socialisme d'État le plus accentué.

La protection de l'industrie indigène, de l'ouvrier australien, la construction de chemins de fer par l'État sont devenues la règle et, plutôt que d'imposer des taxes intérieures, on a vécu à l'aide de ressources provenant de l'emprunt ou de droits de douane.

On a décrit la stagnation des affaires à Melbourne en 1892. On voyait des hommes bien vêtus sonner à la porte des Boarding Houses et demander les restes du repas ; dans Bourke Street, on avait organisé un réfectoire où, chaque jour, l'on nourrissait gratuitement quelques centaines de personnes ; la mendicité avait visiblement augmenté. L'industrie du

bâtiment, après avoir déployé une activité fiévreuse, chômait entièrement. Melbourne possède un admirable réseau de tramways dont les actions ont valu 8 livres et furent invendables à 13 shellings; le trafic a tellement diminué qu'il fallut compter sur une moins-value de 2.000 livres par semaine. Ce sont les petits côtés de la situation, les conséquences de la liquidation qui suit les folies de la spéculation et celle-ci a été inouïe, gigantesque. Melbourne compte aujourd'hui plus de cinq cent mille habitants, alors que la colonie de Victoria tout entière en renferme 1.250.000. La ville occupe une étendue très considérable; les spéculateurs indigènes n'en ont pas été satisfaits: ils ont acheté tous les terrains disponibles dans un rayon de 10 kilomètres et ont tracé des rues suffisantes pour élever des maisons capables d'abriter dix millions d'habitants. On avait conscience de l'absurdité de la chose, mais on s'y est intéressé dans l'espoir de revendre avant la débâcle.

Un moment, on a pu douter si les banques ou les sociétés de construction (au nombre de 40), succomberaient les premières. Les sociétés de construction, qui reçoivent également des dépôts, ont péri d'abord; tout le capital avait été engagé dans des terrains ou des maisons, payés beaucoup trop cher: on cite l'exemple d'un terrain qui, acheté 10.000 £, a été vendu 80.000 sur le papier et qui, faute de paiement, est revenu entre les mains du premier propriétaire. A Melbourne, en 1892, 83 faillites se sont produites avec 7.810.000 £ de passif et 3.957.000 d'actif. Depuis lors, les désastres des banques australiennes se sont succédé coup sur coup en avril et en mai; on est arrivé à en enregistrer 14.

Le passif vis-à-vis des déposants atteint près de 1.850 millions de francs, dont 515 millions de francs sont dus à des déposants de la métropole, principalement en Ecosse. Quant aux actionnaires, ils sont responsables de 275 millions de francs.

Si l'on prend l'ensemble des banques australiennes à la fin de 1892, nous voyons qu'elles avaient près de 3 milliards de dépôts, 125 millions de billets en circulation, 500 millions en caisse, 3 milliards d'avance. La proportion de leur réserve aux engagements, était de 17 %. Un milliard était dû à des déposants en Europe.

On a fait observer qu'il y a un rapport étroit entre la position financière d'un pays et celle des grandes institutions de crédit. Ordinairement la chute du crédit public accompagne ou suit celle du crédit des établissements financiers. L'Italie en a donné, depuis quelques années, un terrible exemple. Sans que les créanciers de l'Etat en Australie aient été atteints dans la même mesure que les créanciers de l'Italie, le crédit colonial a cependant souffert un coup terrible au mois de mai 1893, lorsque les fonds coloniaux sont tombés de 10 à 15 %.

La façon de procéder des banques dans les colonies, diffère considérablement, au point de vue des dépôts, des principes qui sont appliqués en Angleterre et sur le continent où l'attention se porte surtout sur la liquidité de l'actif.

En Australie, au contraire, les avances ont pris plus facilement une forme fixe. En outre, les succursales que les banques australiennes possèdent, étaient pour elles une source de dangers. Jusqu'à la crise, l'or seul avait pouvoir libératoire et, bien que Sydney et Melbourne possédassent des hôtels de monnaie, l'or frappé en Australie avait tendance à émigrer en Angleterre. Il n'existe pas en Australie de grande institution centrale qui soit à même de fournir, sous forme de billets ayant cours légal, des ressources qu'on puisse diriger par la poste sur les points les plus éloignés. Il n'existait pas davantage de grande bourse alimentée par les capitaux où l'on pût, à tout moment, vendre des consolidés. Les banques établies dans les colonies ont été tentées par la possibilité d'obtenir des intérêts élevés ; elles ont immobilisé leurs ressources dans des valeurs difficiles à convertir en monnaie à courte échéance et qu'on ne saurait considérer du tout comme pouvant entrer dans le portefeuille d'un banquier prudent.

Un trop grand réseau de succursales a fait naître aussi une concurrence désastreuse qui s'est traduite par la bonification d'intérêts trop élevés sur les dépôts, afin de conserver la clientèle.

Il est intéressant de remarquer que, durant la crise australienne comme aux Etats-Unis, des personnes passant pour très aisées ont eu de la peine à payer leurs dépenses de ménage, faute de pouvoir convertir en monnaie des valeurs qu'elles possédaient.

En 1888, Melbourne était menacée d'une crise immobilière sur une grande échelle. Si l'on n'avait eu à compter qu'avec ses propres ressources, on se serait mis à l'œuvre pour liquider tant bien que mal, mais le malaise aux antipodes coïncidait avec le bon marché des capitaux en Europe, avec les grandes conversions, avec la baisse du taux de l'intérêt en Angleterre. Les financiers australiens surent habilement profiter de la situation, les banques coloniales attirèrent les dépôts à longue échéance en promettant de gros intérêts et en payant de grosses commissions aux agents qu'elles avaient, surtout en Ecosse. Ceux qui menaient le mouvement étaient au mieux avec les hommes politiques qu'ils encourageaient à emprunter largement sur le marché de Londres, pour maintenir l'apparence de prospérité et le crédit des colonies. La crise Baring a eu un contre-coup funeste, même pour celles-ci, qui n'ont plus trouvé le marché de Londres aussi bien disposé ; leurs emprunts ont échoué, alors que l'édifice chancelait chez elles, que les sociétés de con-

struction faisaient banqueroute. On a cru, à diverses reprises, être sorti de la crise aiguë, mais c'était une illusion. Le tour des banques est venu, et celles-ci ont vu que ni de fortes réserves métalliques, ni le fait d'avoir des engagements à longue échéance (dépôts à échéance de deux ou trois ans) ne pouvaient les sauver. Elles avaient commis la faute irréparable d'immobiliser leurs ressources, de se transformer en banques hypothécaires ou en sociétés de crédit agricole, au lieu de se borner à faire l'escompte ou à pratiquer des avances sur nantissement de gages immédiatement réalisables. Quatorze ont été emportées dans la tourmente. On essaya d'en reconstituer la plupart, en transformant des déposants en actionnaires privilégiés et en créanciers remboursables en sept ou dix ans.

L'Etat est naturellement intervenu : le gouvernement de Victoria a décidé au début de mai, la fermeture des banques de dépôts pour cinq jours, celui de la Nouvelle-Galles du Sud a garanti le remboursement des billets émis par les banques coloniales ; plusieurs colonies ont eu recours à la mesure prise par Pitt, en 1793, d'émettre des bons du Trésor que l'on avance aux déposants.

V. — LA CRISE DE BOURSE A SAINT-PÉTERSBOURG (1899)

La bourse de Saint-Petersbourg a subi un choc comme il s'en produit d'une façon en quelque sorte chronique, à tour de rôle, sur les principales places. Ce qui a contribué à rendre l'épreuve plus dure, c'est que la bourse de Saint-Petersbourg, comme celles de Vienne et de Budapest, est principalement un marché de valeurs locales, dont les valeurs internationales, à l'exception des fonds d'Etat indigènes, sont exclues. L'importance, toutefois, de la bourse de Saint-Petersbourg, a grandi avec le développement industriel, avec la création de nouvelles sociétés par actions ; la cote s'est allongée et elle renferme aujourd'hui, en dehors des fonds d'Etat, 27 banques de commerce, 9 banques foncières, 11 compagnies de chemins de fer, 16 obligations de chemins de fer, 16 obligations de banques foncières, 25 obligations industrielles, 19 compagnies d'assurances, 9 compagnies de navigation, avec 6 catégories d'obligations, 7 sociétés se rapportant à l'industrie textile, 4 d'eau, de gaz et d'électricité, 4 monts-de-piété, 6 brasseries, 6 charbonnages et entreprises minières, 9 valeurs de naphte, 13 valeurs se rapportant à l'industrie métallurgique et mécanique, 2 fabriques de ciment, 2 verreries, 4 fabriques de papier, 3 tramways, 12 valeurs diverses dont 2 mines d'or, 1 fabrique de tabac, 1 hôtel. Pendant longtemps, les valeurs indus-

trielles y figuraient à peine ; c'étaient les actions de chemins de fer qui prenaient la place ; elles ont bien diminué depuis les rachats par l'Etat, de même que les grandes conversions ont modifié la physionomie de la dette publique et que la reprise des paiements en or a fait entrer le métal jaune en circulation.

La secousse que la bourse de Saint-Petersbourg a éprouvée n'est pas la première ni sans doute la dernière. Si l'on passe rapidement en revue son histoire dans ces dernières années, on constate que le mouvement de hausse sur les actions des banques et des compagnies industrielles, surtout des compagnies métallurgiques, qui avait signalé la fin de l'année 1893, a fait de rapides progrès au début de 1894. Le mouvement s'est communiqué aux valeurs similaires ; on a vu tour à tour monter de 5 à 10 points en une seule journée les actions des compagnies de navigation, d'assurances, de chemins de fer. Au mois d'avril 1894, la hausse semble devenir de l'emballement, notamment pour les actions de banque ; à la fin de l'année, pour les actions métallurgiques (usines de Poutilow, Banque russe, Banque internationale), qui avançaient par bonds de 20, 25 roubles. La spéculation a eu une part considérable dans ce mouvement, mais on ne saurait méconnaître le rôle important du grand développement, en 1894, des affaires industrielles et commerciales, ainsi que le changement profond survenu en Russie dans le taux de capitalisation, depuis les grandes conversions des emprunts intérieurs 5 % en 4 1/2 % (plus d'un milliard de roubles).

Le nombre des actions industrielles était encore très restreint et il a suffi qu'une faible partie des porteurs des anciens titres 5 % n'aient pas trouvé à leur convenance de s'accommoder de la réduction de leurs revenus ; ils ont, en plaçant leurs capitaux en valeurs industrielles, donné une base sérieuse au mouvement de hausse que la spéculation a exagéré. L'année se termina aux plus hauts cours. Si l'on compare les cours du 30 décembre 1892 et ceux du 30 décembre 1894, on constate qu'en deux ans les actions de la Banque d'escompte ont progressé de 492 à 661 roubles, de l'Internationale de 457 à 677, de la Banque russe de 286 à 464, de Volga-Kama de 805 à 1.020, de la Foncière de Bessarabie de 568 à 720, de l'Usine Briansk de 95 à 388, de la Première Compagnie d'assurances de 1.185 à 1.500.

Au commencement de 1895, le ministère des finances crut devoir intervenir pour mettre le public en garde contre les excès de la spéculation, en faisant insérer, dans le *Messenger officiel*, une note où l'on pouvait lire : « La marche générale des affaires justifie, dans une certaine mesure, cette tendance à la hausse, mais un agiotage effréné y joue incontestablement son rôle. Le ministère des finances n'est intéressé

en rien dans les résultats définitifs de chaque cas relevant de cet ordre de choses qui ne touche, d'aucune façon, ni le Trésor public, ni les porteurs de fonds de l'Etat ou de valeurs garanties par le gouvernement. Toutefois, dans l'intérêt de cette partie du public qui se laisse facilement aller à l'appât d'un gain facile sans une connaissance suffisante des affaires de bourse, le ministère considère comme son devoir de prévenir qu'à ce jeu-là, le public en question risque en fin de compte, dans la majorité des cas, de devenir la victime de son entraînement. »

L'année 1895 vit se continuer, avec des fortunes diverses, le mouvement de spéculation qui avait commencé en 1894 et qui a suivi les grandes conventions intérieures dues, en partie, à l'abondance et au bon marché des capitaux ; il coïncidait avec l'essor de l'industrie indigène. Les nouvelles créations de sociétés anonymes ont dépassé 120 millions de roubles. Le maximum des cours fut atteint dans le courant de l'été ; des retours en arrière étaient inévitables ; la baisse fut particulièrement sensible le 22 septembre et le 4 octobre.

	JANVIER	A O U T	OCTOBRE
	1894	1895	1895
	roubles	roubles	roubles
Briansk	130	550	450
Poutiloff	76	180	130
Sormovo	175	370	310
Mines d'or	»	420	370
Banque russe	330	534	520
Banque d'escompte	490	880	800
Banque Volga-Kama	905	1.375	1.290
Banque internationale	498	725	680

L'argent fut très serré, notamment vers la fin de l'année ; les banques durent restreindre les crédits et refuser des avances. Une reprise suivit la baisse d'octobre, mais les cours de la fin de l'année étaient plus bas que ceux de l'automne. Notons, en passant, que les valeurs de naphte maintiennent leur cours ; les parts Nobel se cotent, le 31 décembre 1895, à 10.650 roubles, contre 4.800 au commencement de l'année.

De même qu'il l'avait fait en 1894, le ministère des finances donna des avertissements au public par l'intermédiaire de son organe spécial. Au mois d'octobre 1895 notamment, le journal du ministère des finances publia un article pour expliquer que la baisse soudaine et véhémente n'avait eu rien d'inattendu et, pour rappeler qu'il avait indiqué à plusieurs reprises les conséquences probables du jeu de bourse, dans son rapport à l'Empereur sur le budget de 1896, M. de Witte traita la ques-

tion de la spéculation en quelques pages excellentes : « Quoique cet entraînement dans la société russe ait été moins intense et moins général que la fièvre de spéculation dans l'Europe occidentale, il n'en est pas moins certain que le dénouement habituel de ces sortes d'accès, sous forme de pertes et de ruines, a été particulièrement douloureux et a produit un profond abattement comme quelque chose d'inattendu, d'anormal, d'inadmissible. Il ne semble guère possible d'imputer cette sensibilité particulière de notre société à une autre raison qu'à la nouveauté de la spéculation en Russie; cette nouveauté relative des entraînements de la spéculation dans la société russe donne lieu de souhaiter que la dure leçon de cette année ne soit pas perdue. »

M. de Witte ajoutait que la défense la plus sûre contre les dangers de la spéculation consiste dans une meilleure appréciation par le public des limites dans lesquelles la spéculation a le caractère d'une fonction économique normale et au delà desquelles elle s'engage sur un terrain glissant et qui l'entraîne avec une force invincible à des déceptions et à des désastres (1).

(1) « Si l'on considère la spéculation dans ses rapports avec le marché des titres, actions et obligations, c'est-à-dire sous celui de ses aspects qui attire le plus l'attention, il n'y a pas lieu davantage, à moins de méconnaître les conditions et les besoins de la vie économique, de la condamner ni de la proscrire sans réserve. En cette matière, il convient tout d'abord de délimiter très exactement la sphère où la spéculation s'exerce avec le plus d'activité. Elle se porte de préférence sur les valeurs dites commerciales et industrielles, dont le rendement annuel dépend des profits des entreprises respectives et, par suite, est exposé à des fluctuations autrement fréquentes et sensibles que celui des valeurs dont la productivité est, à tout moment, en rapport nécessaire avec le taux moyen de l'argent sur le marché, valeurs telles que les fonds d'Etat, les obligations foncières municipales, etc., qui, pour cette raison, n'offrent pas un terrain favorable à la spéculation. Quant aux valeurs commerciales et industrielles, le fond même des opérations dont elles sont l'objet comporte l'intervention de l'élément spéculatif, il suppose nécessairement des calculs, des conjectures, une prévision de l'avenir — l'achat d'une valeur industrielle n'étant autre chose que l'échange d'une richesse existante contre un revenu qui n'est qu'espéré et probable. Sans le calcul de cette probabilité, tout placement de capitaux en valeurs industrielles serait inconcevable. Ainsi la spéculation fait affluer les capitaux dans les entreprises pour lesquelles ont lieu des émissions de titres, en même temps qu'elle contribue à une répartition plus égale en amenant les capitaux momentanément disponibles à chercher un emploi provisoire dans les valeurs de placement et, lorsque le besoin s'en fait sentir, en rendant disponibles les capitaux placés à long terme.

« Telle est la sphère d'application dans laquelle la spéculation remplit une fonction économique normale. Dans ces limites, elle est un des facteurs les plus importants, on pourrait même dire l'âme des affaires commerciales et industrielles. La permanence et l'énergie de cette spéculation font voir le degré de culture économique d'un pays. Mais la spéculation peut prendre, et il arrive souvent en effet qu'elle prenne, une autre direction, où elle devient une force négative, dans nombre de cas même malfaisante au plus haut degré. »

M. de Witte faisait un tableau saisissant des procédés, des résultats du jeu de bourse et il concluait que, pour venir à bout de ce mal, on ne doit guère compter sur les moyens ordinaires d'action dont dispose le gouvernement.

L'année 1896 fut une période de réaction. Le courant à la baisse s'accrut en été et en automne; un petit nombre de valeurs seulement fut coté plus haut à la fin de l'année qu'au commencement; notamment encore les valeurs de pétrole. Durant cette baisse des valeurs industrielles, les fonds d'Etat restèrent fermes; il sembla que le public commençait à s'habituer à l'intérêt de 4 % et que, grâce à la réaction contre la hausse spéculative des deux années précédentes, les capitaux disponibles cherchaient davantage un placement stable et sûr.

L'année 1897 fut encore une année de repos et de calme, la réaction continua; à la fin de l'année la plupart des valeurs ont été cotées 15, 20 et même 30 % plus bas qu'au début; la baisse du prix des rails eut une influence sur les actions des sociétés métallurgiques. Cette fois encore, les fonds d'Etat sont demeurés fermes et ont progressé. Dans le courant de 1897, le nombre des Compagnies par actions cotées à la bourse de Saint-Petersbourg s'élevait à 171 dont 11 nouvelles.

En 1898, les affaires restèrent sans animation; on réussit à échapper au contre-coup des perturbations monétaires qui s'étaient fait sentir sur le marché international. Le cours des valeurs industrielles fut régi par les causes spéciales à chaque branche d'industrie; le marché des fonds d'Etat demeura ferme. Si l'on compare les cours du commencement et de la fin de 1898, on s'aperçoit que la plupart des valeurs ont progressé, notamment les actions de quelques banques et de quelques entreprises industrielles. Pour un certain nombre de valeurs cependant, l'année 1898 fut mauvaise.

Au début de l'année 1899, le ministre des finances donna un avertissement aux banques et aux banquiers pétersbourgeois dont il avait réuni les principaux représentants dans son cabinet, pour leur rappeler les inconvénients que présente l'immobilisation de leurs ressources, les dangers d'une spéculation excessive du public dans les valeurs industrielles achetées à crédit et mises en report. L'avertissement était donné en connaissance de cause et ceux mêmes qui l'ont le plus mal accueilli furent obligés, plus tard, de rendre hommage à la clairvoyance et à la perspicacité du ministre des finances. Celui-ci fit preuve de la même décision lors du désastre qui atteignit au mois d'août deux gros faiseurs, l'un à Saint-Petersbourg, l'autre à Moscou. Il n'a point facilité les opérations tendant à un replâtrage impossible; il a laissé les individualités supporter les responsabilités et les conséquences de leurs erreurs et de leurs fautes. Une fois la catastrophe personnelle survenue, il se montra libéral dans le concours que la Banque de Russie a apporté au marché. Le renchérissement général des capitaux dans le monde avait eu son contre-coup en Russie; le désastre qui avait frappé les deux grands

financiers créa une atmosphère de méfiance, un resserrement général du crédit, qui a abouti à un effondrement à la bourse.

La bourse du 23 septembre fut déplorable : si l'on prend les cours à cette date et qu'on les compare à ceux du 2 janvier, on constate une baisse de 141 roubles sur la Banque internationale, de 100 roubles sur la Banque d'escompte et la Banque privée, de 82 roubles sur la Banque russe, de 127 roubles sur la Banque d'industrie, alors que les banques foncières ont mieux résisté. Voici les cours de quelques valeurs industrielles.

	2 JANVIER	23 SEPTEMBRE
	roubles	roubles
Nicopol.....	261	200
Kolomna.....	595	430
Poutiloff.....	135	113
Briansk.....	485	443
Sormowo.....	187	94
Donez-Juriew.....	580	475
Est-Sibérie.....	125	28
Hartman.....	247	152
Aciéries du Volga.....	255	40
Fabrique baltique de wagons.....	2.400	1.375
Phénix (wagons).....	465	108
Mines d'or.....	136	60

Les fonds d'État ont fléchi de 1 % seulement.

Après ce krach bien caractérisé des valeurs de bourse, une intervention a eu lieu. La Banque de Russie, considérant que, par la force même des choses, un assainissement s'était produit, a mis des capitaux à la disposition des établissements de crédit solvables et accordé des facilités de nature à ramener le calme. Le marché s'en est ressenti

COURS COMPARÉS	1899 2 JANV.	1900 3 JANV.	DIFFÉR.	COURS COMPARÉS	1899 2 JANV.	1900 3 JANV.	DIFFÉR.
Alexandrovsky. Métall.	373	170	— 203	Caspienne.....Pétrole	5.800	7.275	+ 1.445
Briansk..... »	482	470	— 12	Nobel..... »	11.550	14.000	+ 2.450
Donez-Youriew... »	575	475	— 100	Verreries de Moscou.	245	180	— 65
Nicopol-Manoupol »	260	195	— 65	Banque russe.....	428	334	— 94
Bromley..... »	220	188	— 32	Banque sino-russe..	263	250	— 13
Sormowo..... »	186	99	— 87	Banque d'escompte de			
Kolomna..... »	590	438	— 152	Saint-Petersbourg.	773	662	— 75
Maltzeff..... »	640	610	— 30	Banque internationale	580	425	— 155
Russo baltique... »	2.400	1.275	— 1.125	Banque privée.....	527	420	— 107
Hartmann..... »	245	146	— 99	Banque Volga Kama.	1.225	1.200	— 25
Phénix..... »	465	128	— 337	Ch. Mosc. Voronège.	350	340	— 10
Ciments Mer				Moscou Kasan.....	492	450	— 42
Noire.....	660	500	— 160	Moscou Arkhangel...	700	500	— 200

aussitôt, et, si l'on prend les cours du 27 septembre (9 octobre), on voit les Donez-Juriew à 550, les Nicopol à 224, les Sormowo à 123, les Phénix à 132.

Si l'on compare les cours du commencement de janvier 1899 et de janvier 1900, on voit cependant que la dépréciation a fait de nouveaux progrès. L'arrêt dans l'activité fiévreuse des constructions, le renchérissement du combustible, la concurrence croissante des usines et fabriques, l'absence de fonds de roulement suffisant, la majoration indue du capital par les actions d'apports ont eu leur contre-coup très vif sur la cote. Il ne faut pas oublier que les grands capitaux qu'exige la mise en valeur d'une usine, d'une mine, d'un chemin de fer, ne se rémunèrent qu'au bout de quelque temps et qu'on traverse souvent ce qu'on appelle une crise de premier établissement. Les valeurs de naphte et de charbon ont progressé.

La baisse a été bien moins importante sur les valeurs de placement en fonds d'État, obligations foncières, etc. Il est hors de doute que si la Russie avait été encore sous le régime du papier-monnaie, l'état général du marché universel aurait exercé une influence beaucoup plus sensible, influence qui se serait traduite par une baisse du change avec toutes les conséquences fâcheuses de celle-ci. C'est bien à tort qu'on a voulu rendre le manque de moyens monétaires responsable de la crise. Les chiffres suivants semblent concluants pour justifier la résistance opposée à ceux qui, au risque de détériorer le régime monétaire national, auraient voulu qu'on recourût à des émissions de billets et à l'inflation fiduciaire avec toutes ses suites déplorables.

OR		ARGENT AU TITRE DE 0.900		BILLETS DE CRÉDIT	
A LA BANQUE DE RUSSIE ET DANS LES TRÉSORERIES	EN CIRCULA- TION	A LA BANQUE DE RUSSIE ET DANS LES TRÉSORERIES	EN CIRCULA- TION	A LA BANQUE DE RUSSIE ET DANS LES TRÉSORERIES	EN CIRCULA- TION
Fin 1898.	1.146	48	142	41	683
Fin 1899.	927	56	164	112	517

La masse globale de la monnaie en circulation a augmenté.

Les espèces métalliques constituent la majeure partie des instruments d'échange; dans la circulation, l'or l'emporte de 122 millions sur les billets et représente 43.2 % du total général de la monnaie métallique et fiduciaire, alors que, à la fin de 1898, il n'y entrait que pour 33 %. La couverture métallique des billets en circulation, c'est-à-dire l'encaisse de la Banque et du Trésor atteint 179.2 % des émissions de billets effectives contre 168 % en 1898.

Le *Messenger officiel* a publié, au mois de novembre, un exposé du ministère des finances auquel nous empruntons quelques passages caractéristiques :

Les plaintes sur le manque d'argent dans le pays sont, pour l'ordinaire, accompagnées de critiques à l'adresse de la Banque de Russie et du ministère des finances, auxquels on reproche de ne pas faciliter la mise en circulation du numéraire (or et billets). Ces critiques reposent sur un malentendu. En effet, de quelle voie dispose la Banque de Russie pour faire entrer de l'argent dans la circulation ? Evidemment d'une seule : celle que lui ouvrent les opérations autorisées par ses statuts, l'escompte de papier fait (billets à ordre et lettres de change portant de bonnes signatures) et avances sur des garanties sûres. Toute autre voie aboutirait, non à une émission normale de monnaie, mais à une simple distribution, c'est-à-dire au gaspillage de la fortune publique. La Banque a dans ces derniers temps accordé, sur des instructions reçues du ministre des finances, certaines facilités nouvelles en matière de crédit de banque. Du 1^{er} août au 16 octobre, le solde des prêts et escomptes a passé de 268,9 à 324 millions de roubles, augmentant ainsi de 55 millions de roubles. *Il est d'ailleurs à noter que les crédits ouverts par la Banque ne sont pas même épuisés jusqu'à concurrence de la moitié de leur montant global.* Si, dans ces circonstances, les avances et escomptes de la Banque présentent aujourd'hui un solde inférieur au maximum qu'ils ont atteint dans le cours des dernières années (406 millions de roubles à la fin de 1893), il y a lieu d'admettre l'une des deux hypothèses suivantes : ou bien les besoins d'argent ne sont pas aussi grands qu'on le prétend (chose très probable si l'on considère le développement qu'ont pris les escomptes et avances des banques privées, dont les escomptes, à eux seuls, ont progressé de plus de 200 millions de roubles depuis 1896); ou bien les individualités et les sociétés qui sollicitent du crédit n'ont à présenter ni bons effets de commerce ni garanties suffisantes.

Enfin, quand on aura rappelé que les ouvertures de crédit et les admissions d'effets à l'escompte ont lieu suivant les décisions de comités spéciaux composés de l'élite des négociants et des industriels, il apparaîtra clairement combien sont peu fondés les reproches auxquels est en butte l'administration financière. Car enfin, on ne saurait sérieusement demander que la Banque dilapidât les ressources de l'État et de la nation en les distribuant à tous les amateurs et sur des garanties problématiques.

Des sociétés de crédit, des capitalistes, malgré les conseils et les recommandations du ministère des finances, ont fait preuve d'une prudence insuffisante dans la conduite de leurs affaires, oubliant ce principe fondamental en matière d'opérations de banque, que les disponibilités à brève échéance de l'actif doivent être proportionnées aux engagements à court terme du passif. Une certaine quantité de titres créés par des sociétés commerciales ou industrielles n'ont jamais été bien classés et, dans plus d'un cas, ils ont été émis à des prix fort élevés, en vue surtout de simples spéculations de Bourse, où le public s'est laissé entraîner malgré les avertissements du ministère des finances. Ces titres pèsent, cela s'entend de soi, sur le marché. D'autre part, il s'est rencontré des entrepreneurs qui ont lancé des affaires sans aucun capital et sans autre chance de succès que la probabilité plus ou moins grande de pouvoir emprunter sur des valeurs douteuses. Tous ces imprudents, relativement peu nombreux d'ailleurs, se trouvent sans aucun doute dans l'embarras. Ce sont eux surtout qui se plaignent de la pénurie d'argent, en partie pour s'excuser, en partie dans l'espoir d'amener le ministère des Finances à leur faire délivrer des prêts sur des garanties insuffisantes. Mais, les difficultés qu'ils éprouvent, ils en sont les premiers coupables, quoique — on doit

11° 22.

le reconnaître — les fautes et les erreurs commises soient en partie imputables aux vices de la législation vieillie qui régit les bourses et les sociétés par actions. Encore les affaires sujettes à caution constituent-elles une faible minorité, qui se perd dans la masse des institutions de crédit et des entreprises commerciales ou industrielles reposant sur des bases solides et fonctionnant d'une manière satisfaisante. C'est pourquoi il est permis d'espérer que les plaintes de ce genre cesseront bientôt de jeter l'alarme. En fait, des circonstances comme celles d'à présent se sont toujours produites et ne cessent de se produire — sur une bien plus grande échelle — dans tous les pays du monde ; mais, à l'étranger, personne ne s'inquiète autrement des embarras que peuvent éprouver des entreprises isolées ou des individus. Chacun n'est-il pas responsable de ses fautes, de sa mauvaise gestion et de ses succès ? Chez nous, au contraire, au moindre embarras, tous les intéressés jettent des regards de détresse vers le Trésor et réclament à cor et à cri l'aide gouvernementale. On oublie trop souvent que les ressources de l'Etat et la fortune publique ne sont pas un fonds d'assurance à l'usage des entreprises risquées. Lorsque, d'ailleurs, les embarras de ces entreprises nuisent, par contre-coup, à la marche régulière des affaires solidement organisées, celles-ci peuvent compter sur la Banque de Russie, qui leur accorde son soutien dans les limites de la prudence.

De tout ce qui vient d'être dit, on peut tirer les déductions suivantes :

I. Le renchérissement de l'argent, tant en Russie que dans tous les autres pays, est un fait incontestable, avec lequel doivent compter la production et le commerce ; c'est un état fâcheux, sans doute, mais dont il ne faut pas exagérer l'importance.

II. On doit éviter de généraliser des faits isolés, de considérer la situation difficile de quelques affaires mal conçues ou mal dirigées, ou créées pour exploiter la crédulité du public comme s'étendant à tout l'ensemble des entreprises russes, qui reposent sur des bases solides et se développent d'une manière normale.

III. Il est indispensable de remanier notre législation sur les bourses et les sociétés par actions ; les matériaux de ce travail sont, dès à présent, rassemblés et la question va suivre la marche qu'il convient.

IV. Dans les circonstances actuelles, il ne saurait être parlé sérieusement de quoi que ce soit de menaçant ni pour le remboursement des billets en espèces, ni pour la solidité de la Banque de Russie, ni pour la situation du Trésor impérial, ni pour l'état économique du pays.

En terminant, le ministère des finances exprime l'opinion, que le meilleur moyen de dissiper de vaines alarmes est de répandre des notions exactes sur l'état réel des choses, de ne pas accueillir sans les vérifier des bruits frivoles et de ne pas se faire l'écho de rumeurs mensongères. C'est là un important rôle social que la presse raisonnable est mieux que personne à même de remplir.

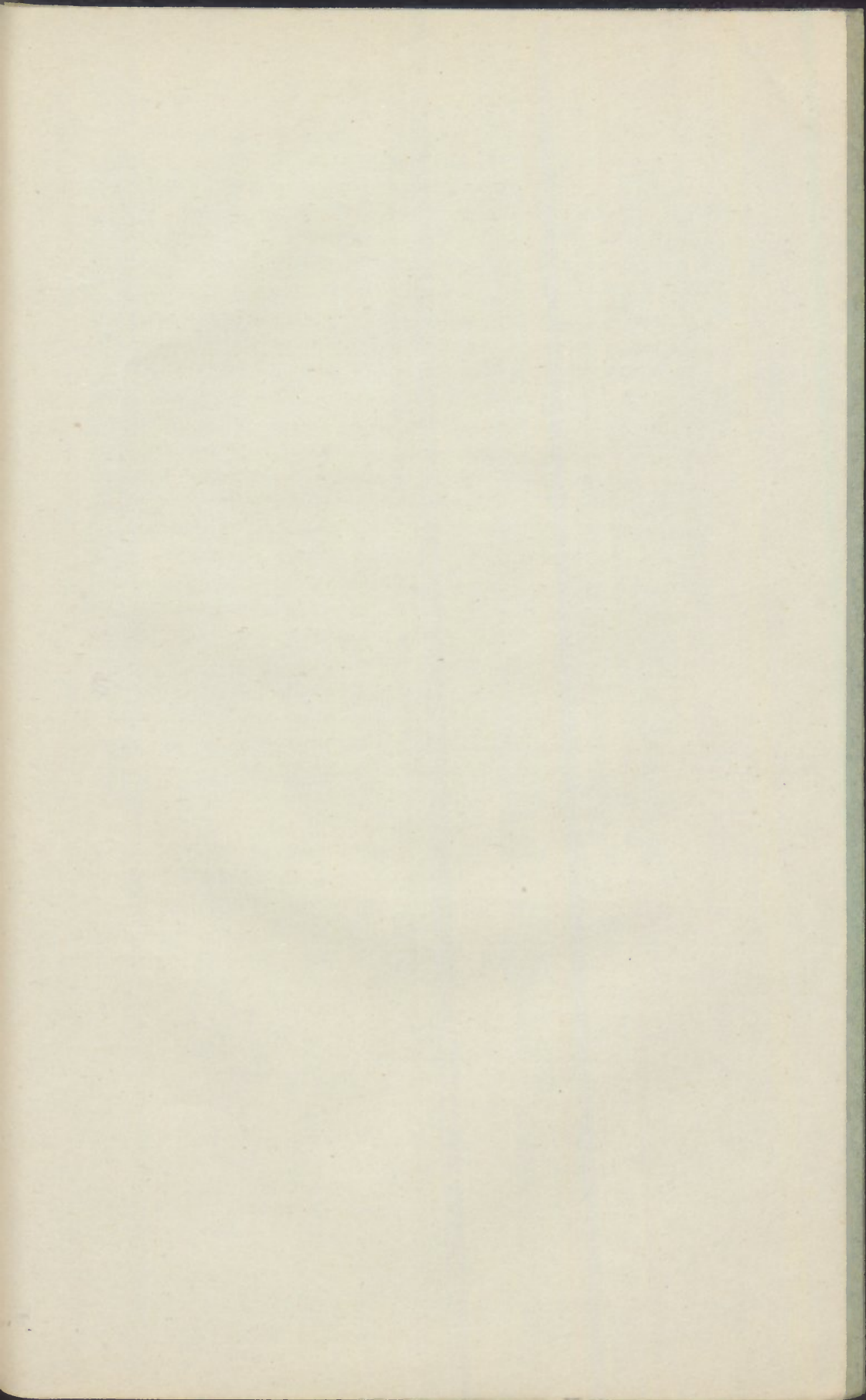
Si nous avons cité assez longuement le *Messenger officiel* russe, c'est que les idées qui y sont exprimées, nous semblent des plus raisonnables et des plus conformes aux véritables principes qui doivent régler les rapports de l'Etat et la bourse. Nous conseillerions à tous ceux que la question des crises intéresse, de lire ou de relire un admirable chapitre d'histoire financière, *Les interventions du Trésor à la Bourse depuis cent ans*, par M. Léon Say, publié dans les *Annales de l'Ecole des Sciences politiques* (tome I^{er}).

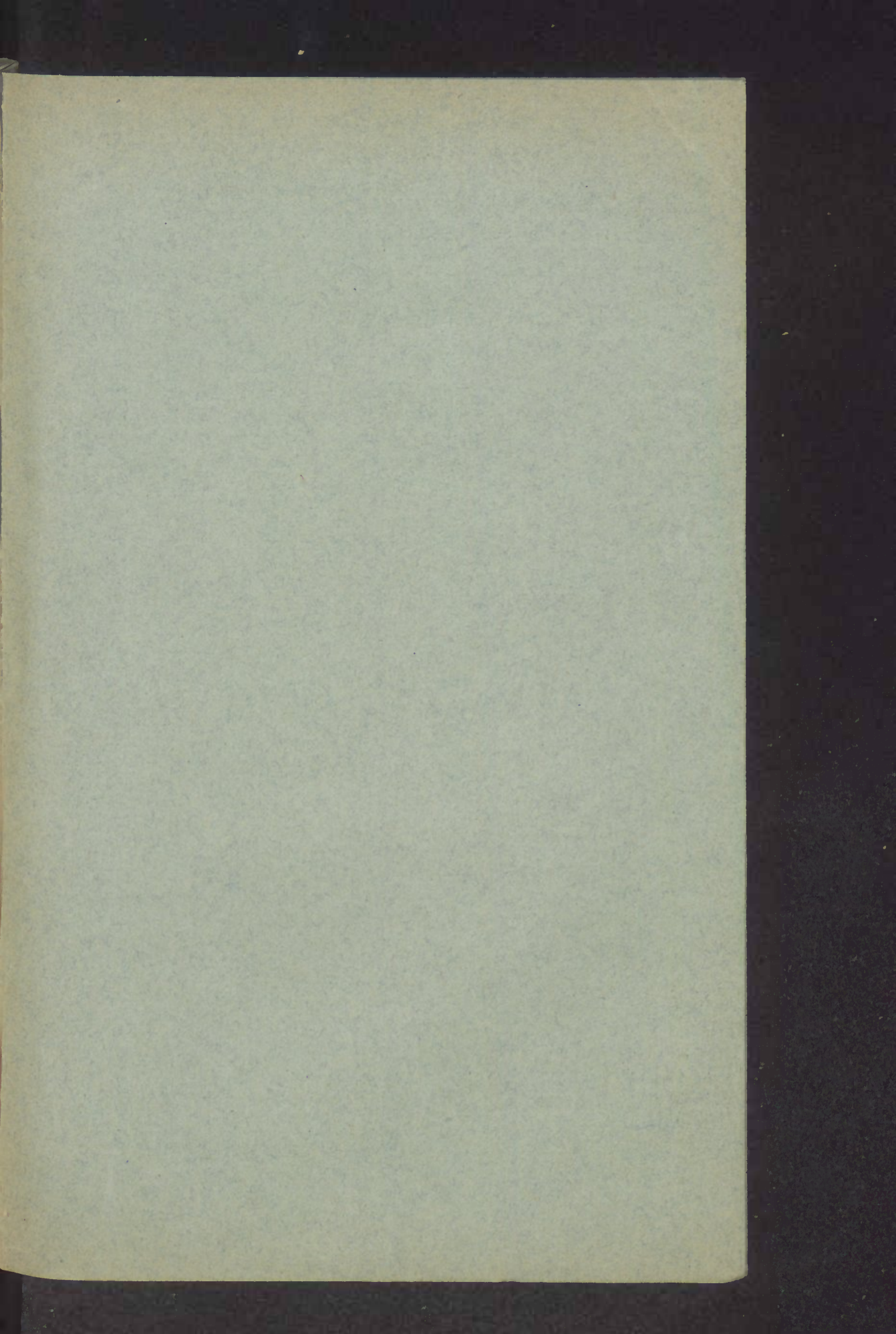
« Toutes les crises ont une cause, elles ne naissent pas d'un état des esprits. Elles sont la conséquence d'une trop grande spéculation à la hausse et du développement exagéré de certaines affaires. C'est vrai, de la bourse et de l'industrie... Or, il y a ceci de bien particulier, c'est que toutes les fois qu'une crise a éclaté, le jour où elle paraît à tout le monde être le plus à craindre et où l'on est en réalité à la veille de la catastrophe, on entend la presse, le public, quelquefois même la tribune émettre ce jugement singulier et proposer ce remède étrange. Il y a une crise, parce qu'on a construit trop de maisons, il faut construire encore des maisons et c'est à l'Etat à le faire. Il y a une crise parce qu'on a acheté trop de rentes, il faut qu'on en achète encore davantage et c'est à l'Etat de le faire. Une pareille argumentation dénote un état d'esprit bien troublé. Ne se met-on pas, en effet, en contradiction flagrante avec la raison, quand on prétend guérir un mal, dont la cause est reconnue, par l'exagération des faits qui l'ont produit ? Dans toutes les crises, quel que soit le genre d'affaires sur lequel la crise soit produite, lors même que tout le monde est d'accord sur ce que le mal provient d'une production surabondante ou d'une spéculation déraisonnable, les intéressés demandent toujours qu'on invente un moyen d'accroître encore la production et de consolider les prix excessifs...

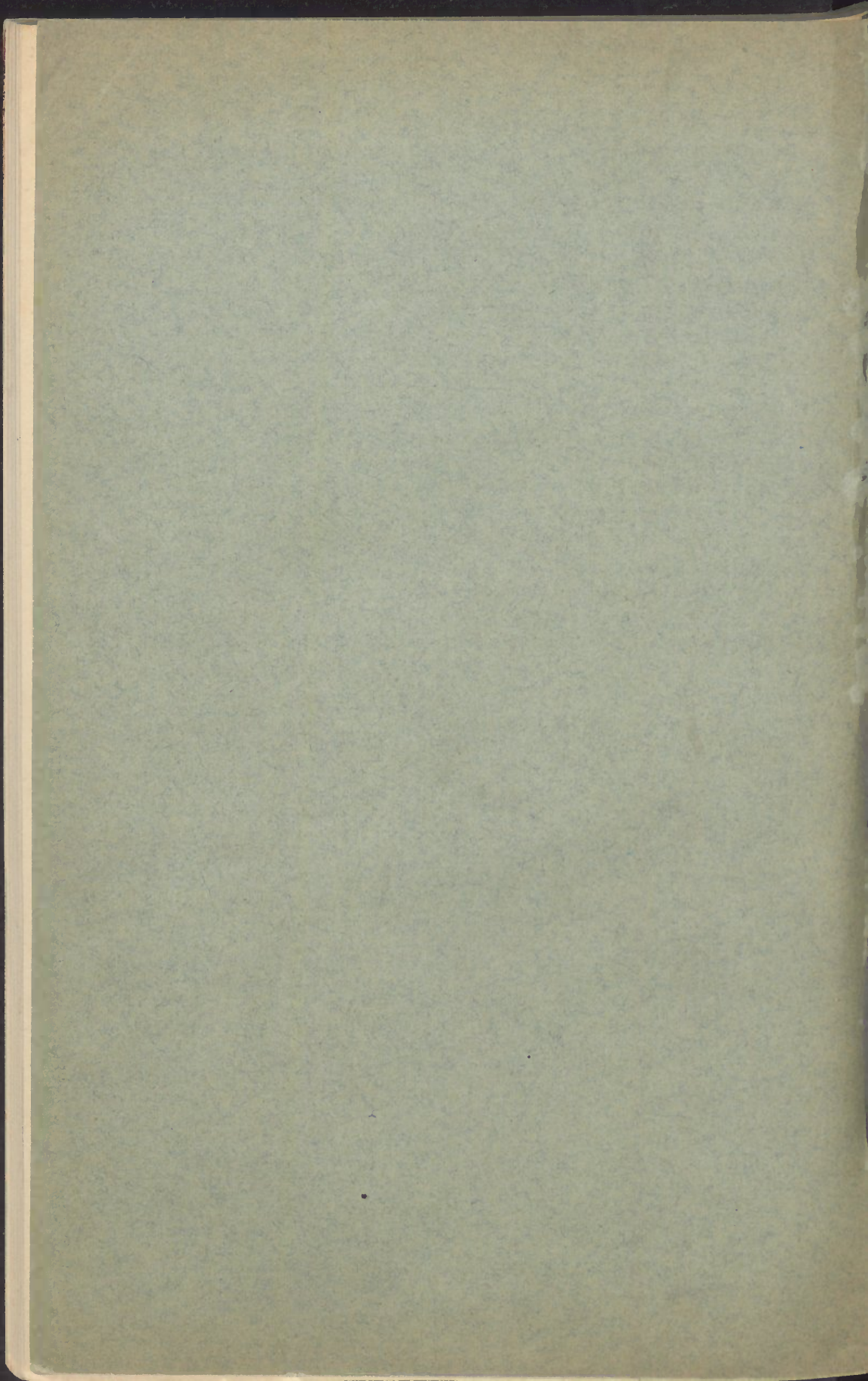
« S'il est vrai qu'on puisse, grâce à l'intervention des pouvoirs publics, faciliter la liquidation de certaines individualités, il en résulte par contre les inconvénients les plus grands pour le pays en général. Le gouvernement prend la responsabilité d'une part, de soustraire les individus aux conséquences de leur imprudence, et d'autre part, d'empêcher ou de retarder une baisse des prix qui, seule, peut rétablir l'équilibre nécessaire entre l'offre et la demande. »

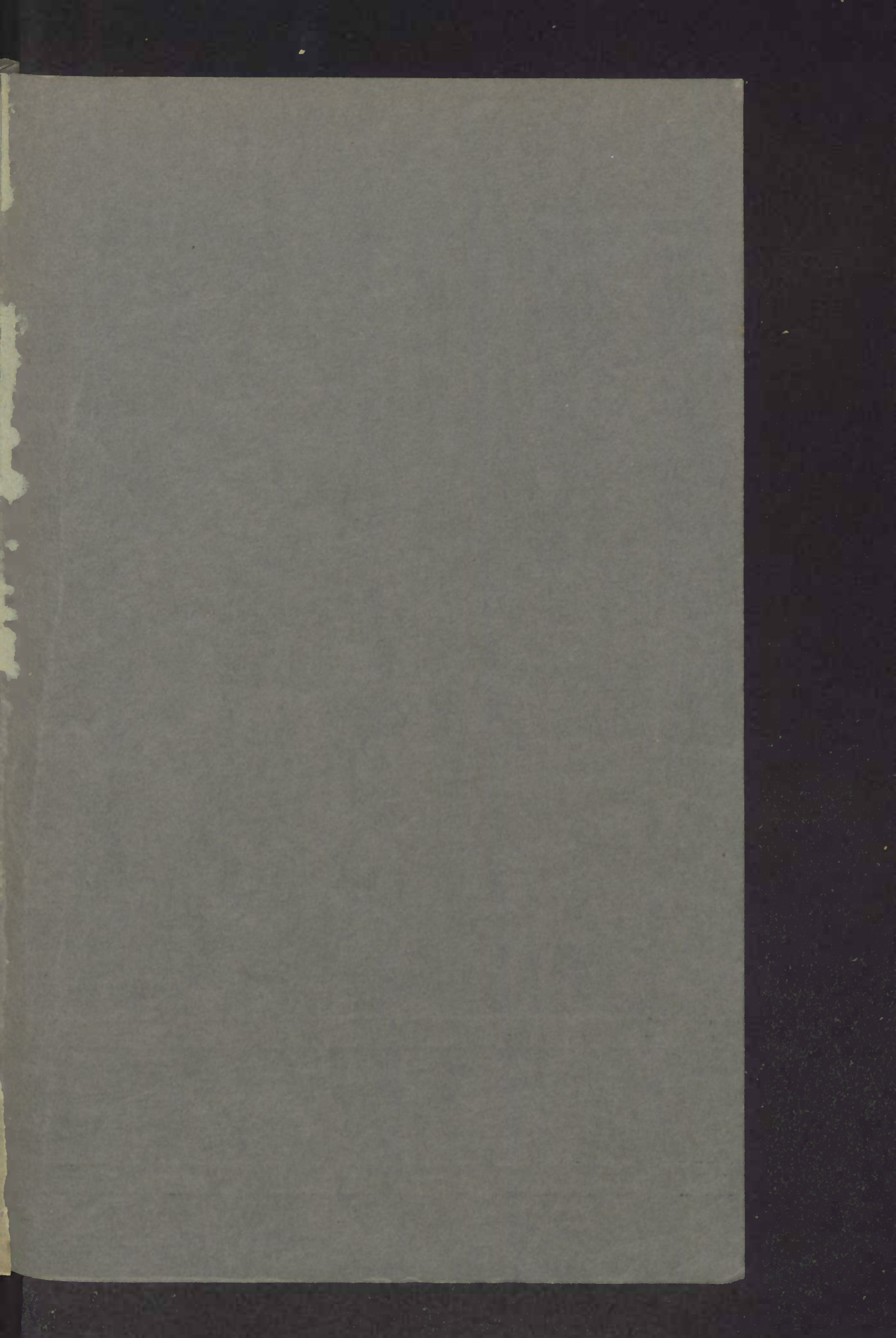
M. Léon Say terminait l'étude à laquelle nous empruntons cette page si remarquable par ces mots : « Les entraînements à la hausse sont les pires ennemis des affaires sérieuses. Ils sèment toujours la ruine ; et cependant, au moment où tombe cette terrible semence, on la reçoit comme une manne du ciel, et on la célèbre comme un bienfait ».

Arthur RAFFALOVICH,
Correspondant de l'Institut de France.











206\$06458181