

Université de Neuchâtel
Section des Sciences commerciales, économiques et sociales
de la Faculté de Droit

LE MARCHE DES ACTIONS ET SES FACTEURS DETERMINANTS

Etude basée sur l'évolution économique et boursière
aux Etats-Unis d'Amérique de 1949 à 1958

THESE

présentée à la Section des Sciences commerciales, économiques et
sociales de la Faculté de Droit de l'Université de Neuchâtel pour
obtenir le grade de docteur ès sciences commerciales et économiques

par

Clemens Sager
de Egnach TG

Monsieur Clemens SAGER, de Egnach (Thurgovie), est autorisé à imprimer sa thèse de doctorat ès sciences commerciales et économiques:

«LE MARCHE DES ACTIONS ET SES FACTEURS DETERMINANTS». Il assume seul la responsabilité des opinions énoncées.

Neuchâtel, le 1er août 1962.

Le directeur
de la Section des Sciences commerciales
économiques et sociales:

P.-R. Rosset

A ma chère femme

TABLE DES MATIERES

Bibliographie	VIII
Abréviations	IX
Termes techniques américains	XV
<i>Introduction</i>	1
Chapitre I: <i>Facteurs politiques et conjoncturels</i>	3
1. Moyens d'action à la disposition du <i>Federal Reserve System</i> en matière de politique de crédit	3
A. Contrôle quantitatif du crédit	3
a) Modification du taux d'escompte	3
b) Opérations à marché ouvert	4
c) Modification des réserves minima	4
B. Contrôle qualitatif du crédit	5
a) Prescriptions de couverture pour crédits boursiers	5
b) Contrôle des crédits à la consommation	6
c) Contrôle du crédit hypothécaire	7
d) Contrôle volontaire du crédit	7
2. La période de 1949 à 1952	9
A. Aspects politiques	9
B. La récession de 1948—49	10
C. Facteurs conjoncturels	11
a) Demande de biens de consommation, prix de gros et de détail, et coût de la vie	11
b) Produit social brut et budget de l'Etat	14
c) Nouvelles émissions	15
d) Epargne	17
e) Marché des capitaux et intervention publique en matière de politique du crédit	19
3. La période de 1953 à 1955	23
A. Aspects politiques	23
B. Facteurs conjoncturels	24
a) Produit social brut et budget de l'Etat	24
b) Nouvelles émissions	25
c) Epargne	26
d) Marché des capitaux et intervention en matière de politique du crédit	28

4. La période de 1956 à 1958	31
A. Aspects politiques	31
B. Facteurs conjoncturels	32
a) Produit social brut et budget de l'Etat	32
b) Nouvelles émissions	34
c) Epargne	34
d) Marché des capitaux et intervention en matière de politique du crédit	35
Chapitre II: <i>Le marché des actions sous de nouvelles influences</i>	41
1. L'intervention de l'Etat	41
A. Le <i>Securities Act of 1933</i>	42
B. Le <i>Securities Exchange Act of 1934</i>	43
C. Le <i>Public Utility Holding Company Act of 1935</i>	45
D. L' <i>Investment Company Act of 1940</i>	45
2. Les efforts en vue de populariser les actions	46
A. Le plan d'investissement mensuel	48
B. La politique des Sociétés	50
C. Donation d'actions à des mineurs	52
D. Marché à terme	53
a) Ventes à découvert	53
b) Options	54
3. Les milieux en quête de placements	55
A. Le capitaliste	55
B. Les «investisseurs» institutionnels	59
a) <i>Investment Trusts</i>	60
b) Caisses de retraite	67
c) Sociétés d'assurance	70
α) Sociétés d'assurance-vie	70
β) Autres sociétés d'assurances	72
d) <i>Mutual Savings Banks</i>	73
e) <i>Common Trust Funds</i>	75
f) <i>Investment Clubs</i>	76
Chapitre III: <i>Les Fluctuations des cours</i>	79
1. Les procédés statistiques	79
A. Indice <i>Dow Jones</i> basé sur 30 valeurs industrielles	80
B. Indice <i>Dow Jones</i> basé sur 20 valeurs ferroviaires	81
C. Indice <i>Dow Jones</i> basé sur 15 valeurs de services publics	82
D. <i>Standard & Poor's Low Price Stock Index</i>	82

2. L'activité du marché entre 1949—1958	84
A. La léthargie d'après-guerre de septembre 1946 à juin 1949	84
B. Le début de la hausse	85
C. Le début de la guerre de Corée	89
D. L'évolution de l'année 1951	91
E. Le marasme de l'année 1952	94
F. Le succès électoral des Républicains et ses réper- cussions sur la Bourse	97
G. La Bourse anticipe la récession de 1953—54	98
H. La hausse des années 1954—55	100
I. La maladie du Président Eisenhower et le renou- vellement de sa candidature	106
J. La Bourse entre la raréfaction du crédit et la ré- gression de la conjoncture	109
L. La baisse du deuxième semestre 1957	113
M. La reprise de l'année 1958	114
Chapitre IV: <i>Le classement des influences</i>	119
1. Les facteurs structurels	119
A. La situation du marché de l'argent et des capitaux	120
a) La modification de la marge réglementaire de cou- verture pour l'acquisition d'actions à crédit	121
b) Politique d'escompte	121
c) Opérations à marché ouvert	123
d) Les réserves obligatoires des banques membres du <i>Federal Reserve System</i>	123
B. Le rendement dans son ensemble	124
a) Dividendes et bénéfices	125
b) Rendement moyen des actions ordinaires	126
c) Le rapport cours-bénéfices	128
C. La menace d'inflation	130
D. La composition du marché	133
2. Les impulsions	136
A. Les communiqués de sociétés particulières	136
a) Les informations relatives aux rapports trimest- riels, semestriels ou annuels	136
b) Le <i>Stock Split</i>	136
c) Fusions et achats à but déterminé	139
d) Chiffres d'affaires	141
e) Degré d'emploi	141
f) Endettement	141

g) Modifications du prix des produits	142
h) Investissements et projets d'expansion	142
i) Conflits sociaux	143
l) Inventions	143
m) Découvertes de gisements	144
B. Événements sur le plan politique	144
a) Révolutions	144
b) Entrée en guerre	145
c) Événements de politique intérieure	145
C. Mesures publiques de politique économique	145
a) Répartition des commandes gouvernementales	145
b) Politique douanière	146
c) Interventions fiscales	146
d) La loi anti-trust	146
D. Autres impulsions	147
a) Ventes à l'occasion des échéances fiscales	147
b) Théorie de Dow	147
c) Cancer des fumeurs	147
3. L'effet du facteur psychologique	147
A. Le processus cumulatif	148
B. L'importance de l'anticipation	151
<i>Conclusions</i>	153
<i>Annexes</i>	
Modifications du taux d'escompte de 1949 à 1958	155
Modifications des conditions de couverture exigible en cas d'opérations boursières	155
Modifications des réserves obligatoires des banques membres	156
Ventes annuelles, profits et dividendes des grandes sociétés industrielles	
Fluctuations des cours de 1949 à 1958 (graphique)	

BIBLIOGRAPHIE

A) Livres, articles, conférences

- Achterberg, Erich*: Amerikas Kapitalmarkt, dans: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Hefte 8, 10, 12, 1955.
- Amberg, Josef*: Die Politik der schweizerischen Nationalbank, Thèse St. Gall, Winterthur 1954.
- Barker, Austin, C.*: Stock Splits in a Bull Market, dans: Harvard Business Review, May-June 1957.
- Are Stock Dividends Effective? Complete Report, Harvard Business Review, July-August 1958.
- Baschy, R.*: Zum heutigen Börsenbild, Ausführungen gehalten an der Generalversammlung des Effektenbörsenvereins Zürich vom 22. März 1955.
- Bellemore, D. H.*: Investment Psychology since the Outbreak of War in Korea, dans: The Journal of Finance, May 1952.
- Best's Fire and Casualty Aggregates and Averages, Alfred M. Best Company, New York 1959.
- Bory, Ernest*: Science pratique de la Bourse, Lausanne 1949.
- Daniel, E. B.*: Some Observations on Recent Studies of Investment Risk, dans: The Journal of Finance, May 1953.
- Deschamps, Julien*: Le Problème de l'Inflation aux Etats-Unis, dans: Banque, 27e année, No. 147, septembre 1958.
- Doane, Hills*: Investment Trusts and Funds, American Institute for Economic Research, Great Barrington, Mass. 1959.
- Duke University, School of Law*: Institutional Investments, dans: Law and Contemporary Problems, Vol. 17, Winter 1952, No. 1.
- Erbe, René*: Kursschwankungen und Konjunkturverlauf am amerikanischen Aktienmarkt, Privat-Kommerzbank AG, s. d.
- Puts und Calls an der New Yorker Börse, dans: Bulletin Privat-Kommerzbank AG., Juli 1958.
- «Stock Dividends» und Aktienkurse an der New Yorker Börse, dans: Bulletin Privat-Kommerzbank AG, Januar 1958.
- Friend / Parker*: A New Slant on the Stock Market, dans: Fortune, September 1956.
- Friend, Irwin*: New Influences in the Stock Market, dans: Fortune, March 1953.
- Gordon, M. J.*: Dividends, Earnings and Stock Prices, dans: The Review of Economics and Statistics, May 1959.

- Guthman, H. G.*: Effect on the Economy of Channeling Savings through Pension Funds, dans: *The Journal of Finance*, May 1952.
- Hahn, L. A.*: Das Amerikanische Konjunkturbild, dans: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, Heft 15, 1954.
- Geldzins und Effektenpreise, dans: *Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft*, 1936, p. 91.
 - Theorie der Börsenkursbildung, dans: *Schweiz. Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, 1952, p. 97.
 - Über kurzfristige Börsenbewegungen, dans: *Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft*, 1936, p. 536.
 - Über Wirtschaftsprognosen, dans: *Schweiz. Zeitschrift für Statistik und Volkswirtschaft*, 1953, p. 405.
- Harkavy, D.*: The Relation between Retained Earnings and Common Stock Prices for Large, Listed Corporations, dans: *The Journal of Finance*, September 1953.
- Hartmann, Georges*: *Conjonctures économiques d'hier, d'aujourd'hui, de demain*, Genève 1958.
- Hickman, B. G.*, *The Korean War and United States Economic Activity 1950—1952*, National Bureau of Economic Research, New York 1955.
- Insurance Laws, Taxes and Fees, Spectator Company, Philadelphia 1958.
- Jöhr, W. A.*: Zur Kritik der amerikanischen Konjunkturpolitik, dans: *Schweiz. Arbeitgeberzeitung*, No. 26—30, 1958.
- Die Konjunkturschwankungen, Tübingen/Zürich 1952.
- Keynes, J. M.*, *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*, Berlin 1952.
- Kimmel, L. H.*: *Share Ownership in the United States*, Washington 1952.
- Krcinin, M. E.*: Factors Associated with Stock Ownership, dans: *The Review of Economics and Statistics*, February 1959, No. 1.
- Leffler, George L.*: *The Stock Market*, 2nd edition, New York 1957.
- Murray, R. F.*: Investment Aspects of the Accumulation of Pension Funds, dans: *The Journal of Finance*, May 1952.
- Neukomm, Hans*: *La signification économique des mouvements boursiers*, Thèse Neuchâtel, Lachen 1950.
- Niehans, Jürg*: Die Diskontpolitik des amerikanischen Bundesreservesystems und ihre Wirkung auf den Aktienmarkt, dans: *Bulletin Privat-Kommerzbank AG*, April 1955.
- Pauly, Egbert*: Die Organisation des New York Stock Exchange und die Kursschwankungen seit Kriegsende, Thèse Fribourg 1951.
- Perlo, V.*: «People's Capitalism» and Stock Ownership dans: *The American Economic Review*, June 1958, No. 3.

- Puhl, Johannes*: Kapitalanlage in USA-Wertpapieren, München 1956.
- Raufeisen, E.*: Ausländische Wertpapierbörsen, München 1957.
- Rosenstiel, F. H.*: Die Aktie in Amerika, dans: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 1, 1954.
- Sieben Jahre Wallstreet-Hausse, dans: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 23, 1955.
- Samuelson, Paul A.*: Economics, 3rd edition, New York 1957.
- Sayers, R. S.*: American Banking System, Oxford 1948.
- Shiskin, Julius*: Electronic Computers and Business Indicators, National Bureau of Economic Research, Occasional Paper 57, New York 1957.
- Smith, J. H.*: Constant-Amplitude Scales for Plotting Stock Prices, dans: Econometrica, October 1946, p. 316.
- Thompson / Butters*: Effects of Taxation on the Investment Policies and Capacities of Individuals, dans: The Journal of Finance, May 1953.
- Warren, Robert A.*: Formula Plan Investing, dans: Harvard Business Review, January-February 1953.
- Wyß, Hans*: Der Konjunkturrückschlag in den Vereinigten Staaten von Amerika 1953—54, Thèse St. Gall, Winterthur 1958.

B) Publications officielles

- Annual Reports, Securities and Exchange Commission.
- Factors Affecting the Stock Market, United States Senate, Committee on Banking and Currency, Washington 1955.
- Federal Reserve Bulletin.
- Monthly Review, Federal Reserve Bank of New York.
- Report on Corporate Mergers and Acquisitions, Federal Trade Commission, Washington 1955.
- Roosa, R. V.*: Federal Reserve Operations in the Money and Government Securities Markets, Federal Reserve Bank of New York 1956.
- Selected Economic Indicators, Federal Reserve Bank of New York 1954.
- Statistical Bulletins, Securities and Exchange Commission.
- Survey of Current Business.
- The Federal Reserve System, Purposes and Functions, 3rd edition, Washington 1954.
- The Quest for Stability, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Philadelphia, 1954.
- Young, Ralph A.*: Statement before the Senate Subcommittee on Anti-Trust and Monopoly of the Committee on the Judiciary, March 10, 1959.

C) *Publications du New York Stock Exchange*

Annual Fact Books
Dividends over the Years
Investment Clubs
Monthly Investment Plan
Now, about the Specialist
Stock Gifts to Minors, A guide to New Laws in 43 States
The Exchange
The Language of Investing
Understanding the New York Stock Exchange
Who Owns American Business? 1956 Census of Shareowners

D) *Journaux, magazines, publications de banques et de services financiers*

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Jahresberichte
Bulletins, Schweiz. Kreditanstalt
Filer, Schmidt & Co., New York
Finanz und Wirtschaft
Merryll Lynch, Guide for Investors, New York
Neue Zürcher Zeitung
Schweizerische Finanzzeitung
Spiegel der Wirtschaft
Standard & Poor's Daily Stock Price Indexes
Swiss-American Corporation, Monthly Market Review, New York
The Outlook, Standard & Poor's Corp., New York
United Business Service, Boston, Mass.

ABBREVIATIONS

CTF	=	Common Trust Fund
DJ	=	Dow Jones
DPA	=	Defense Production Act
FRB	=	Federal Reserve Board
FRS	=	Federal Reserve System
MSB	=	Mutual Savings Banks
MIP	=	Monthly Investment Plan
NYSE	=	New York Stock Exchange
SEC	=	Securities and Exchange Commission
St. & P.	=	Standard & Poor

TERMES TECHNIQUES AMERICAINS

Nous employons couramment certains termes techniques américains passés dans la pratique. Nous les précisons toutefois ici, à l'intention du lecteur peu familier à cette terminologie.

Bear market: Marché avec tendance définie à la baisse.

Blue chip: Titre boursier de tout premier ordre.

Bond: Obligation.

Broker: Courtier en valeurs mobilières souvent au service d'une maison spécialisée qui est membre du Stock Exchange (ou alors membre lui-même), agissant à titre d'intermédiaire pour l'achat ou la vente de titres en exécution des ordres de sa clientèle.

Bull market: Marché avec tendance définie à la hausse.

Dealer: Personne (ou firme) spécialisée dans les affaires de titres. En principe, le dealer achète pour son propre compte et vend au client en prélevant sur son portefeuille. Contrairement au broker, qui touche des commissions, son profit consiste dans la différence entre le prix auquel il achète un titre et celui auquel il le vend. La même personne peut être à la fois broker et dealer. Ainsi le même courtier agit en dealer lorsqu'il achète ou vend des titres pour son propre compte, et en broker lorsqu'il achète ou vend sur ordre d'un client.

Debenture: Obligation.

Deficit spending: Politique budgétaire déficitaire.

Easy money policy: Politique de l'argent bon marché.

Growth stock: Action avec perspectives brillantes d'avenir.

Note: Obligation à très court terme (environ 1 à 9 mois) dont l'intérêt est escompté au moment de l'achat.

Price-earning-ratio: Rapport cours-bénéfice.

Proxy: Droit de vote par délégation de pouvoir.

Secondary stock: Action de deuxième ordre.

Short selling: Vente à découvert.

Specialist: Courtier en valeurs déterminées.

Stock split: Division d'actions.

Tight money policy: Politique de l'argent cher.

Trader: Personne qui achète ou vend pour son propre compte dans le but de réaliser un profit à court terme; spéculateur professionnel.

Treasury bill: Bon de Trésor.

Underwriter: Souscripteur d'un papier valeur.

INTRODUCTION

Tous les jours, une profusion d'articles traite des activités de la Bourse dans les journaux, les revues et les bulletins financiers, laissant paraître au premier abord vaine toute nouvelle recherche dans ce domaine. On peut même se demander si cette matière n'est pas insaisissable au point de n'autoriser que des déductions très relatives, à supposer encore que ces déductions soient possibles.

L'originalité de la période 1949—58 nous a cependant parue d'un attrait suffisant pour justifier la présente étude. Il ne faut pas oublier non plus que la portée dans le temps de la plupart des considérations en matière de Bourse est plutôt restreinte. Le fait que nous nous soyons limité, en traitant ce sujet, à la situation aux Etats-Unis, peut se comprendre: l'expression d'«économie dominante» n'est pas, en effet, sans s'appliquer dans une large mesure à ce marché des actions. Une comparaison avec les autres marchés le confirmerait avec certitude.

Notre intention n'a pas été d'établir des directives générales à l'usage des personnes soucieuses d'investir ou de spéculer. La tentative en a déjà été faite bien souvent, et si elle avait pleinement réussi, les conseils se seraient neutralisés d'eux-mêmes. Nous nous bornerons à dégager ici les facteurs qui ont déterminé la période envisagée, aient-ils été de nature économique, politique ou autre.

Cette étude comprend quatre parties. Un exposé des moyens d'action dont disposent les autorités en matière de politique de crédit figure en tête du premier chapitre. Ces préliminaires conduisent ensuite naturellement à la description des facteurs les plus marquants du point de vue économique. Le deuxième chapitre donne un aperçu

de l'intervention de l'Etat et de l'importance prise par les investissements occasionnés par les institutions nouvelles. Le troisième chapitre traite des fluctuations des cours. Les données rassemblées jusqu'alors permettront enfin l'analyse de l'importance des facteurs agissant conjointement ou contradictoirement sur le marché des actions.

FACTEURS POLITIQUES ET CONJONCTURELS MARQUANTS

1. Moyens d'action à la disposition du Federal Reserve System en matière de politique de crédit

Les mesures des Services gouvernementaux destinées à influencer le marché de l'argent et des capitaux sont nécessairement de la plus haute importance pour la Bourse. Un bref aperçu des moyens d'action à disposition se révèle donc indispensable.

A. Contrôle quantitatif du crédit

Dans le domaine du contrôle quantitatif général du crédit, le *Federal Reserve System* dispose de trois instruments, qui, pour l'essentiel, tendent à influencer les disponibilités financières des banques associées:

a) Modification du taux d'escompte

La modification du taux d'escompte est le moyen d'action le plus ancien et le plus général en matière de politique monétaire et économique. Il est cependant peu propre à résoudre des problèmes particuliers du marché de l'argent et des capitaux. En dehors de ses effets directs et indirects sur le volume de l'argent, ses incidences psychologiques ne sont pas à sousestimer, particulièrement sur le marché des actions.

La modification du taux d'escompte a lieu à la demande des différentes banques du *FRS* et le *FRB* l'accorde sans autre. L'initiative d'une telle délimitation du crédit appartient donc aux banques elles-mêmes.

b) Opérations à marché ouvert

A la fin de 1958, l'ampleur considérable de la dette publique américaine (plus de 280 milliards de dollars) permit de pratiquer une politique de marché ouvert (*open market*) de grande envergure avec la quasi-totalité des obligations fédérales. L'importance attachée à ce moyen d'action est prouvée par l'existence, à Washington, d'un *Open Market Committee* particulier au sein du *FRB*. Les opérations ont lieu conformément aux indications de ce comité et sont exécutées entièrement par la *Federal Reserve Bank* de New York. Cette politique de marché ouvert constitue l'instrument le plus souple qui soit à la disposition du *FRB*.

c) Modification des réserves minima

Selon les trois catégories auxquelles se rattachent les banques, le montant des réserves obligatoires variables est prévu dans les limites suivantes:

	en % des dépôts		
	dépôts à vue		
	<i>Central Res. City Banks</i>	<i>Reserve City Banks</i>	<i>Country Banks</i>
Maximum légal	26	20	14
Minimum légal	13	10	7

	dépôts à terme		
	<i>Central Res. City Banks</i>	<i>Reserve City Banks</i>	<i>Country Banks</i>
Maximum légal	6	6	6
Minimum légal	3	3	3

Il faut cependant tenir compte du fait que ces taux ne sont valables que pour les banques associées au *FRS*. Les non-membres, eux, sont soumis à diverses prescriptions de liquidité, que n'établissent pas de façon uniforme tous les Etats. On peut cependant faire remarquer que les banques associées disposent de plus de 85 % de l'ensemble des dépôts. L'expérience montre que chaque million libéré des réserves exigées permet cinq fois plus de possibilités de crédit.

Comparé à la politique d'escompte et de marché ouvert, l'emploi de cet instrument de crédit présente de plus grandes difficultés d'application sur le plan administratif et technique.

«... which handicap its frequent and continuous application in affecting the demand for Federal Reserve credit... It is not so adaptable to meeting day-to-day changes in credit conditions»¹.

B. Contrôle qualitatif du crédit

Les moyens d'action en matière de contrôle qualitatif du crédit s'entendent le plus souvent à un domaine particulier et servent de complément à des mesures générales.

a) Prescriptions de couverture pour crédits boursiers

La cause directe de la régularisation légale des crédits boursiers trouve sa source dans l'effondrement de 1929². Conformément au *Securities and Exchange Act* de 1934, le *Board of Governors* du FRS est compétent pour fixer des *Margin Requirements* aux crédits boursiers. On entend par là le montant minimum qui doit être payé comptant par l'acheteur de toute action. Si, par exemple, les *Margin Requirements* sont de 75 %, il est possible de céder 25 % de la valeur du marché sous forme de prêt. En janvier 1946, on a même appliqué le taux de 100 %, ce qui signifie naturellement l'interdiction de tout crédit. Le *Board of Governors* doit veiller à ce qu'il ne soit pas fait un «undue use... of bank credit for the speculative carrying of or trading in securities, real estate or commodities»³.

Alors qu'à l'origine une échelle mobile a été établie, on fixa à partir de 1936 un pourcentage de libération unique afin d'en simplifier l'application. Les prescriptions légales distinguent *Broker* et *Dealer* d'une part et les banques d'autre part. Lors de l'ouverture d'un crédit, les premiers sont soumis aux prescriptions limitatives pour toutes les actions, alors que pour les secondes, ces restrictions ne s'appliquent qu'aux actions cotées aux Bourses officielles. La loi ne contraint pas

¹ Board of Governors of the Federal Reserve System, *The Federal Reserve System, Purposes and Functions*, 3rd. ed., Washington 1954, p. 196.

² Sayers, R. S., *American Banking System*, Oxford 1948, p. 95.

³ The Federal Reserve System, op. cit., p. 57.

l'emprunteur à effectuer un versement complémentaire lorsque la valeur boursière de ses dépôts est en baisse. On s'en remet donc au *Broker* ou à la banque pour une couverture supplémentaire, dans les cas où celle-ci se révèle nécessaire.

Le système des *Margin Requirements* fait donc preuve d'une certaine souplesse dans son application. Cette caractéristique apparaît également dans le fait qu'il existe différentes possibilités d'éluder cette réglementation, moyens réduisant fortement les effets d'une augmentation de la couverture minimum. Le plus connu est celui de la demande d'un crédit bancaire ordinaire pour les affaires boursières. En effet, si l'emprunteur fournit une déclaration selon laquelle le crédit n'est pas destiné à l'achat d'actions, les banques ne sont pas obligées de tenir compte de la couverture minimum prescrite. On peut cependant supposer, sans grand risque d'erreur, qu'une partie de ces liquidités va être affectée à l'acquisition d'actions, et ceci d'autant plus que l'exactitude de la déclaration n'est pas contrôlée. Un autre défaut du système provient de ce que le taux fixé pour la couverture minimum n'est applicable qu'aux nouveaux achats d'actions, alors que les titres acquis selon des règlements anciens et plus libéraux peuvent encore être échangés aux taux de libération en vigueur antérieurement (principe de substitution). Ces possibilités d'échapper à la réglementation légale expliquent en partie pourquoi une élévation des *Margin Requirements* ne se fait guère sentir sur le marché des actions et ne réduit pas les manœuvres spéculatives dans la mesure désirée. Sur ce point le *FRB* prépare un projet de révision en vue d'empêcher plus efficacement l'utilisation abusive de crédits pour l'achat et la possession de titres ⁴.

b) Contrôle des crédits à la consommation

La création du contrôle des crédits à la consommation remonte à l'année 1941, lorsque le Président des Etats-Unis disposait de pleins pouvoirs qui furent étendus au domaine économique. Le passage de l'économie de paix à celle de guerre rendit nécessaire la réduction d'achats de «biens de paix» pour permettre l'accroissement de la production de guerre. Ces restrictions furent d'autant plus compré-

⁴ Neue Zürcher Zeitung, No. 831 du 19. 3. 59.

hensibles que les achats à crédit de biens de consommation durables jouaient et jouent encore un rôle important aux Etats-Unis. En accord avec l'*Executive order* du Président, le *Board of Governors* établit la *Regulation W*, qui contient des prescriptions sur l'importance du versement à effectuer comptant et sur la durée du crédit.

Le contrôle des crédits à la consommation fut supprimé en automne 1947, mais réintroduit au cours des années 1948/49 comme mesure particulière de lutte contre l'inflation. En septembre 1950, la *Regulation W* fut encore une fois remise en vigueur par le *Defense Production Act* jusqu'à ce que, le 30 juin 1952, le Congrès l'abrogea⁵. Les mesures en question seront traitées dans le chapitre suivant.

c) Contrôle du crédit hypothécaire

Des interventions dans le domaine du crédit hypothécaire furent également instaurées dans le cadre de la lutte contre l'inflation. Par le *Defense Production Act* de 1950, le Président des Etats-Unis obtint, pour un temps limité, le pouvoir de fixer les conditions auxquelles les prêts hypothécaires pouvaient être octroyés, garantis ou assurés par des Services de l'Etat et les mesures selon lesquelles des crédits non-gouvernementaux étaient accordables pour la construction⁶. En ce qui concerne les crédits gouvernementaux, le Président délégua ses pleins pouvoirs au *Housing and Home Administrator*, et, pour les autres types de crédits hypothécaires au *Board of Governors*. De même que la *Regulation W* établissait les conditions du crédit à la consommation, la *Regulation X* déterminait la valeur, la durée et les taux d'amortissement des crédits à la construction.

La *Regulation X* constituait la première tentative de contrôler le crédit hypothécaire aux Etats-Unis. La question de son efficacité divisa les autorités compétentes, car la courte durée de cette expérience ne permit pas d'établir un jugement objectif⁷.

d) Contrôle volontaire du crédit

Le dernier moyen de contrôle qualitatif du crédit peut être considéré comme un contrôle volontaire, que l'on connaît aussi sous le nom de

⁵ The Federal Reserve System, op. cit., p. 63.

⁶ The Federal Reserve System, op. cit., p. 63.

⁷ The Federal Reserve System, op. cit., p. 65.

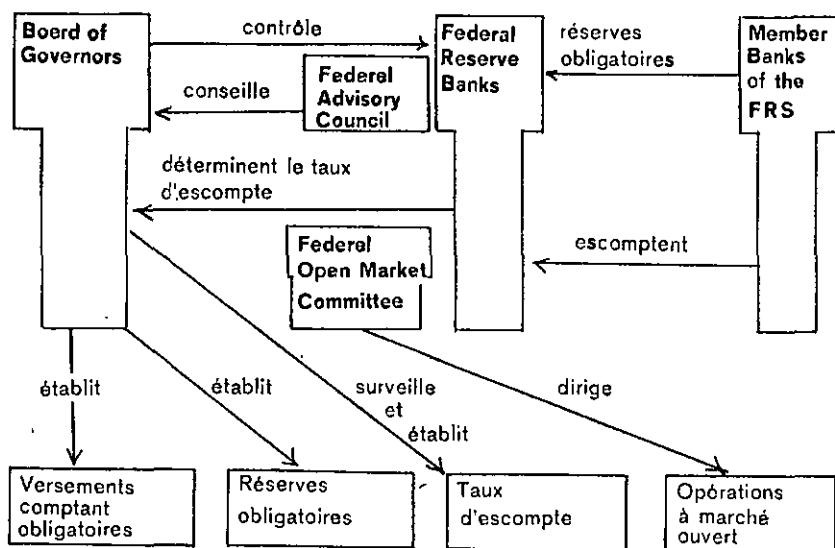
moral suasion. On classe dans cette catégorie les accords volontaires entre FRS et banques associées, ainsi que les publications et les appels des Services du *Federal Reserve* qui ont pour but d'influencer l'opinion publique.

«On the basis of this broader definition, it may be said that moral suasion is constantly being employed by the System to promote public understanding of System actions and to ensure compliance with the law and with regulations issued pursuant to the law»⁸.

Il a été fait usage de ce moyen dans des proportions modestes lors de l'inflation consécutive à la guerre de Corée.

Tels sont les divers moyens de contrôle qualitatif du crédit utilisés aux Etats-Unis. Parmi ceux-ci, seul le contrôle du crédit boursier réussit à s'imposer d'une manière permanente.

Le tableau ci-dessous représente les moyens d'action que connaît le système de politique de crédit propre à la Banque d'Emission des Etats-Unis⁹.



⁸ Federal Reserve Bulletin, Décembre 1954, reprint, p. 5.

⁹ The Federal Reserve System, op. cit., p. 83.

2. La période de 1949 à 1952

A. Aspects politiques

Ces années furent placées sous le signe de graves tensions politiques dont l'influence détermina la marche de l'économie américaine. Conçu comme une mesure de défense occidentale contre la menace de la poussée expansionniste soviétique et mis sur pied avec une rapidité surprenante, le Pacte atlantique entra en vigueur le 25 août 1949, après avoir été ratifié par douze nations. Pour différentes raisons une répulsion à contracter des engagements militaires régna tout d'abord aux Etats-Unis même. Cette réserve s'expliquait par le fait que le Congrès américain se voyait contraint d'accorder à l'Europe des subventions de 5,9 milliards de dollars au cours de l'exercice 1951/52 et 4,4 milliards pour le suivant au titre de l'aide militaire pour faciliter la tâche aux alliés qui leur avait été assignée dans le cadre de l'OTAN¹⁰. En effet, ces dépenses furent loin de rester sans influence sur la dette fédérale américaine.

Le 25 juin 1950, l'entrée des troupes nord-coréennes en Corée du Sud revêt cependant une importance particulière et marque profondément l'économie et la Bourse. Le manque d'empressement et de coopération des Membres de l'ONU n'empêche pas les Etats-Unis d'agir. Cette intervention fut couronnée au départ par des succès substantiels: le débarquement d'Inchon, le 15 septembre 1950, suscita l'espérance d'une fin prochaine de la guerre. Avec l'entrée dans les hostilités de «volontaires» chinois à fin novembre 1950, les événements prirent toutefois une tournure dramatique. La retraite du Yalou tempéra à nouveau l'espoir d'un dénouement rapide du conflit. Au cours de l'année 1951, l'intensité des combats se relâcha quelque peu, une fois que des pourparlers d'armistice eurent au moins permis, après des mois, de réaliser un accord sur la ligne de démarcation. L'année suivante ne vit pas davantage la conclusion d'un armistice. Ce n'est que le 27 juillet 1953, après de laborieuses négociations, qu'une convention d'armistice put enfin être signée.

¹⁰ Crédit Suisse, Bulletin Décembre 1952, p. 144.

B. La récession de 1948—49

La développement économique qui suivit la deuxième guerre mondiale avait surpris beaucoup d'experts. Pourquoi la déflation d'après-guerre, prophétisée de longue date, n'apparaissait-elle pas? En automne 1946, on pensait que le recul de la Bourse préludait à une grave crise économique. La crise n'eut non seulement pas lieu, mais la production et les débouchés augmentèrent encore. Brusquement accrue après la fin des hostilités la demande privée réussit à compenser tout à fait les dépenses de l'Etat (celles-ci avaient d'ailleurs baissé d'environ 60 %), de sorte que le produit social brut ne subissait aucune perte. Cette prospérité d'après-guerre se maintint jusqu'en 1948 grâce à une activité intense dans le domaine des investissements.

Ce n'est qu'en 1949 que les investissements et les stocks marquèrent un recul. Le relâchement provenait du secteur privé, car les dépenses gouvernementales pour les biens et les prestations de services avaient continué à augmenter au cours de l'année 1948 et du premier semestre 1949. L'indice de la production industrielle¹¹ tomba de 107 points en automne 1948 à 94 en juillet 1949 (1947—49 = 100). La valeur de la production baissa de 15 milliards de dollars entre la fin 1948 et celle de 1949, soit de 5½ %¹². Le nombre des chômeurs s'éleva en même temps de 2 à 4,1 millions. Lors de la chute des prix des produits agricoles en février 1949, les partisans d'une déflation d'après-guerre crurent de nouveau leur heure arrivée. Mais les signes trompaient, ce ne fut qu'une très faible récession.

Les services gouvernementaux, eux aussi, vivaient dans la hantise d'une dépression. La preuve en fut le souci de ne pas laisser ce relâchement dégénérer en crise. On intervint sur les marchés des biens, outre les mesures d'allègement du crédit. Ainsi, dans le cadre du Plan Mar-

¹¹ L'indice de la production industrielle publié mensuellement est un des meilleurs indices particuliers pour l'observation du développement de l'économie. Il comprend les branches les plus importantes de l'industrie, dont la production représente environ ⅓ du revenu national. Il réagit de façon extrêmement sensible aux fluctuations économiques, ce qui lui confère également une grande importance du point de vue boursier.

¹² Federal Reserve bank of New York, 35th Annual Report, New York 1950, p. 13.

shal, l'exportation des produits agricoles fut accrue, bien que celle-ci exige des suppléments de crédits publics. Par ailleurs, à fin juin 1949, le Congrès vota un crédit de 40 millions de dollars pour la création de réserves de guerre¹³. Ces mesures avaient cependant plutôt une signification psychologique et n'auraient nullement suffi à freiner un phénomène incontrôlable de baisse. Le fait que la tendance fondamentale soit restée ferme fut, lui, déterminant. Une demande insatisfaite dans certains secteurs de biens de consommation durables, comme les automobiles et les maisons d'habitation, agit de façon stimulante bien au-delà de la récession. Mais un autre pilier de la conjoncture fut encore le déficit du Budget fédéral, qui s'aggrava d'environ 9 milliards de dollars entre 1948 et 1949. L'effet expansif provoqué par le passage à l'économie déficitaire fut environ du même ordre de grandeur que la conséquence récessive du passage de la constitution de stocks à leur redistribution.

Une vigoureuse reprise se dessina déjà en août 1949. L'indice de la production industrielle monta à 96 après avoir atteint le minimum de 94 au cours du mois précédent. Il retomba cependant à ce bas niveau en octobre, à la suite des grèves dans les mines de charbon et dans l'industrie de l'acier. La poussée ascensionnelle était pourtant indéniable. La guerre de Corée survint donc au cours d'une période d'expansion économique, dont les réserves potentielles pouvaient être qualifiées de plutôt modestes.

C. Facteurs conjoncturels

a) Demande de biens de consommation, prix de gros et de détail, et coût de la vie

L'une des conséquences directes du début des hostilités fut une activité fiévreuse sur tous les marchés. Les consommateurs commencèrent à se pourvoir en biens de consommation durables et non durables, craignant autant leur raréfaction qu'une hausse des prix. En juillet 1950, le

¹³ Banque des règlements internationaux, 20ème rapport annuel, Bâle 1956, p. 103.

chiffre d'affaires des détaillants s'accrût de 9 % ce qui dans la même période, entraîne une augmentation des ventes de gros de 10 %¹⁴.

Les producteurs en bénéficièrent aussi, naturellement. Dans le même mois, on enregistra un accroissement de 14 % des commandes par rapport à juin. Il faut tenir compte du fait qu'à cette augmentation de 9 % des ventes au détail intervenue en juillet correspond une augmentation du revenu personnel disponible de 2 %. Les consommateurs eurent donc largement recours aux achats à crédit et à l'épargne. Vers la fin de l'année, leurs dépenses baissèrent tant soit peu: elles passèrent de 203,8 milliards de dollars au troisième trimestre à 199,6 milliards au quatrième trimestre¹⁵. Les industriels adaptèrent leurs moyens de production au comportement des acheteurs et le «lag» se fit sentir. Au troisième trimestre 1950, calculés pour l'année, les investissements (à l'exception de ceux relatifs à l'agriculture) s'élevèrent à 4,5 milliards de dollars, et à 13,7 milliards pour le quatrième trimestre.

L'entrée en guerre des communistes chinois en automne 1950 déclencha une deuxième vague d'achats de denrées périssables, qui devait durer jusqu'en février/mars 1951. Là encore, l'évolution de la situation politique suscita la crainte d'une pénurie de biens et d'une hausse des prix. Dans les deux cas cependant, il fut possible d'assurer l'approvisionnement sans discontinuer. On peut dès lors se demander la raison de la précipitation de juillet. On ne trouve que l'explication psychologique de la contagion caractéristique du comportement des masses, qui aboutit souvent à des réactions en chaîne. En même temps, un phénomène semblable se produisit à la Bourse.

En avril 1951, les consommateurs réduisirent leurs dépenses, tout d'abord pour diminuer leurs provisions, mais aussi parce que l'on s'attendait à une baisse des prix. L'épargne privée en fut influencée favorablement. La diminution de la demande se fit très vite sentir et provoqua une légère baisse des prix. Mais on s'aperçut bientôt que ce relâchement n'était que passager. La demande reprit déjà au printemps

¹⁴ Hickman, Bert G., *The Korean War and United States Economic Activity, 1950—1952*, National Bureau of Economic Research, New York 1955, p. 17.

¹⁵ *Survey of Current Business*, July 1953, Table 43. Afin d'exclure tout malentendu, signalons que dans le langage américain on désigne par «billions» nos milliards (1 000 000 000).

1952, avec 123 points, ce qui entraîna une forte amélioration de la situation économique: en août, le niveau de la production industrielle dépassait à nouveau le maximum enregistré au printemps 1951. Il faut cependant relever ici que l'accroissement des commandes passées par l'Etat s'était fait sentir déjà depuis le printemps 1952.

De toute évidence, le passage à une économie de guerre, même limitée, allait renforcer les tendances inflationnistes. Au surplus, une mobilisation militaire partielle restreint inévitablement l'offre de marchandises pour les besoins civils, et, par le *deficit financing* du budget de l'Etat crée en même temps un pouvoir d'achat excédentaire. Mais bien que la capacité nationale de production du pays fut considérable, l'Amérique ne pouvait pas, sans incidences néfastes, produire simultanément des canons et du beurre. La hausse des prix depuis le début de la guerre de Corée prouva aussi le renforcement de la poussée inflationniste. Les indices des prix de gros et du coût de la vie présentèrent depuis le début de la guerre jusqu'en 1952 les mouvements suivants:

	Indice des prix de gros (1947—49 = 100)	Indice du coût de la vie (1947—49 = 100)
Juin 1950	100,2	101,8
Janvier 1951	115,0	108,6
Juin 1951	115,1	110,8
Janvier 1952	113,0	113,1
Avril 1952	111,8	114,3
Août 1952	111,9	114,3

Ces différences d'accroissement peuvent s'expliquer par le phénomène du *lag*. Le mouvement des prix de détail ne suit qu'avec retard celui des prix de gros. Par ailleurs, l'indice du coût de la vie comprend des éléments (loyer, prix du courant électrique, etc.) qui ne sont pas inclus dans l'indice des prix de gros. Bien qu'il ait pu paraître négligeable, le renchérissement déclencha cependant des revendications de salaires. Jusqu'à la fin d'octobre 1950 déjà les augmentations de salaires dans l'industrie de l'aluminium et de l'acier oscillèrent entre 10 et 15 %. Mais il faut considérer comme facteur positif le fait que malgré les dépenses élevées de l'Etat, le niveau moyen des prix put être stabilisé de 1951 à 1952.

b) Produit social brut et budget de l'Etat

Nous nous souvenons qu'une accélération du rythme de l'économie américaine précéda déjà la guerre de Corée. Celle-ci se manifesta clairement dans l'élévation du produit social brut à partir du troisième trimestre 1949. Pendant la crise de Corée, l'augmentation de la demande monétaire trouva aussi sa contrepartie dans l'accroissement du produit social brut. Il convient cependant de remarquer que cette augmentation est en partie résultée de hausses de prix.

Année et Trimestre	Dépenses publiques	Recettes publiques	Balance	Produit social brut*	Dette Fédér. à la fin de l'année fisc. (juin)
(en milliards de dollars)					
1949 I	10,4	12,3	+ 1,9	262,0	
II	10,7	8,3	— 2,4	257,9	257,2
III	10,2	9,7	— 0,5	254,6	
IV	10,3	8,9	— 1,5	253,8	
1950 I	11,8	12,7	+ 0,9	262,5	
II	9,9	10,8	+ 0,9	275,0	256,7
III	9,0	13,4	+ 4,4	287,4	
IV	10,4	13,3	+ 3,0	303,7	
1951 I	11,9	20,1	+ 8,2	319,5	
II	14,2	14,8	+ 0,7	328,2	259,5
III	15,5	14,8	— 0,7	329,5	
IV	16,6	14,7	— 1,9	334,6	
1952 I	16,6	20,4	+ 3,8	340,4	
II	17,9	15,6	— 2,3	345,1	267,4
III	18,6	16,2	— 2,4	345,3	
IV	18,5	15,5	— 3,0	359,0	

* Annualisé sur la base des chiffres trimestriels. Source: Surveys of Current Business.

Le *Revenue Act of 1950* adopté par le Congrès prévoyait une augmentation des taux de l'impôt sur le revenu des personnes physiques d'environ 17 % et de 15 % environ sur les sociétés. Deux autres hausses des impôts eurent lieu en janvier et octobre 1951. Grâce aux rentrées massives des contributions, le Gouvernement disposait pour toute l'an-

née fiscale 1950/51 suffisamment de recettes courantes pour ne pas avoir besoin de recourir au crédit. Par la suite, les dépenses militaires commencèrent toutefois à devenir plus importantes, et elles atteignirent les pourcentages suivants du produit social brut ¹⁶:

1950	6,4
1951	11,3
1952	14,1
1953	14,1

Au cours de l'année 1952, l'équilibre entre les dépenses affectées à la défense nationale et celles pour les besoins civils put être maintenu dans une certaine mesure. L'accroissement de 11,3 à 14,1 % des premières ne provoqua pas de poussée inflationniste sérieuse.

Nous arrivons ainsi à la conclusion que ce ne furent pas les frais d'armement qui portèrent la responsabilité de l'inflation des prix au cours des neuf premiers mois de la guerre de Corée, mais bien l'accroissement subite des dépenses des consommateurs. Les dépenses gouvernementales furent moins élevées au troisième trimestre 1950 qu'au deuxième, et l'excédent de recettes augmenta sensiblement. Au quatrième trimestre cependant, les besoins publics s'accrurent et l'excédent de disponibilités se résorba quelque peu.

c) Nouvelles émissions

Les émissions d'actions, qui nous intéressent avant tout, occupèrent une place insignifiante par rapport à l'ensemble des capitaux nécessaires à l'Etat. L'emprunt domine parmi les modes de financement des sociétés privées. 80 % en moyenne des besoins en capitaux des sociétés privées sont obtenus par la voie de l'emprunt, alors que le sont 20 % seulement au moyen d'actions (5 % en actions privilégiées et 15 % en actions ordinaires)¹⁷. Les raisons de ce phénomène sont à chercher dans la pénurie de capitaux de risque. En effet, les charges fiscales découragent les bénéficiaires de revenus élevés d'investir en

¹⁶ Hickman, op. cit., p. 9.

¹⁷ Il faut toutefois tenir compte de la situation particulière des entreprises de services publics (gaz, électricité) qui ont l'obligation légale de constituer en actions 25 % de leur capital total.

actions. De plus, les investissements en actions dûs aux institutions nouvelles n'exerçaient pas encore d'influence sensible, en particulier en 1949/50. Les sociétés en étaient également conscientes, puisqu'elles ne versaient plus que 45 à 50 % de leurs bénéfices nets à titre de dividendes (contre environ 70 % avant-guerre) afin de pouvoir faire de l'autofinancement. Par ailleurs, les frais d'émission sont moins élevés pour les obligations que pour les actions. En outre les dividendes des actionnaires sont impossibles à titre de revenus, alors que les intérêts des obligations peuvent être déduits du bénéfice social brut comme frais.

Emissions de titres
(en millions de dollars)

	Total	Emprunts [*] gouverne- mentaux	Total	Obligations	Sociétés privées Actions privilégiées	Actions ordinaires
1949	21 110	11 804	6 040	4 890	424	736
1950	19 893	9 687	6 362	4 920	631	811
1951	21 265	9 778	7 741	5 691	838	1 212
1952	27 209	12 577	9 534	7 601	564	1 369

* Ne sont pas compris ici les emprunts émis par les différents Etats et les communes.
Source: Federal Reserve Bulletin.

Le nombre des nouvelles émissions d'actions en 1949 ne dépassa que légèrement celui de l'année précédente. Les émissions d'obligations, elles, furent de 15 % environ inférieures au chiffre de l'année 1948, ce qui peut facilement s'expliquer par le relâchement des affaires au cours du premier semestre 1949. Malgré des frais d'émission élevés, les nouvelles émissions d'actions augmentèrent de façon importante en 1950. Sans aucun doute, la fermeté des cours ainsi que les taux de couverture fixés à 25 % seulement favorisèrent ce mode de financement. En 1951, l'émission de nouvelles actions ordinaires marqua une augmentation d'environ 40 %. Ce revirement serait à attribuer en partie à l'abandon par le Gouvernement de la politique de soutien des titres d'Etat. Ainsi provoquée, la chute des cours d'obligations rendit difficile le placement de nombreux emprunts nouveaux qui, s'ils parvenaient à être placés, ne l'étaient qu'avec perte. Cette conjoncture dé-

termina de nombreuses entreprises à émettre de nouvelles actions, opération rendue payante par la constante fermeté du marché. De plus, une pénurie croissante de capitaux se fit sentir en 1951 et en 1952 par suite de la mobilisation consécutive à la guerre de Corée. Une nouvelle évolution de la situation se dessina au cours des mêmes années, en ce sens que plusieurs *Mutual Funds* se déclarèrent disposés à reprendre en bloc de nouvelles émissions d'actions ordinaires déjà cotées en bourse.

d) Epargne

Il n'est pas dans notre intention d'analyser l'ensemble du mouvement de l'épargne aux Etats-Unis pour en connaître son développement. Ce qui nous intéresse avant tout, c'est l'épargne placée en titres et, plus précisément encore, l'épargne sous forme de certificats de parts de fonds de placement collectif et d'actions. L'épargne constituée par des assurances et des fonds de retraite présente également un intérêt, car ces moyens participent de plus en plus au marché des actions, ainsi que nous allons le montrer. Nous utiliserons à cet effect les indications de la *SEC*, qui tient pour épargne l'ensemble des avoirs nets en mains de particuliers. Les chiffres que nous rapporterons traduisent l'augmentation des créances sous forme de certificats de parts et d'actions et de celles à l'encontre des sociétés d'assurances et des fonds de retraite. Il n'est naturellement pas tenu compte des capitaux que la spéculation met surtout à court terme à la disposition du marché.

L'épargne constituée par certificats de parts de sociétés d'investissement ayant été faible avant 1951, il n'existe aucune statistique de la *SEC* à ce sujet. Les chiffres relatifs aux actions privilégiées et ordinaires pour 1949 et 1950 comprennent également l'épargne sous forme d'emprunts de sociétés. L'épargne-assurances de ces mêmes années inclut aussi l'épargne en fonds de retraite liés à une assurance-vie.

Epargne individuelle
(en milliards de dollars)

	Titres	Certificats de parts de sociétés d'investisse- ment	Actions privilégiées et ordinaires	Assu- rances	Caisse de retraite assurée	Caisse de retraite non- assurée	
1949	I	2,3	—	0,2	0,9	—	0,2
	II	1,1	—	0,6	0,9	—	0,2
	III	—0,4	—	—2,0	0,8	—	0,2
	IV	—0,6	—	0,1	1,2	—	0,2
1950	I	0,9	—	0,1	1,0	—	0,2
	II	0,9	—	0,6	0,8	—	0,2
	III	—0,5	—	*	0,9	—	0,2
	IV	—0,4	—	0,1	1,2	—	0,2
1951	I	1,9	0,1	0,2	0,8	0,2	0,4
	II	—1,0	0,1	0,4	0,6	0,2	0,3
	III	—0,7	0,1	0,2	0,7	0,2	0,3
	IV	0,4	0,1	0,6	1,0	0,2	0,4
1952	I	1,1	0,1	0,2	0,9	0,3	0,5
	II	0,8	0,1	0,3	0,7	0,3	0,4
	III	0,5	0,1	0,1	1,0	0,3	0,3
	IV	1,2	0,1	0,4	1,1	0,3	0,4

* moins de 50 millions de dollars.

Source: SEC, Section of Economic Research.

La régression de l'épargne au cours du dernier semestre 1950 ainsi que celle des deuxième et troisième trimestres 1951 est à attribuer aux deux vagues d'achats de biens de consommation dues à l'évolution de la guerre de Corée. Les titres représentent en majeure partie des actifs facilement mobilisables, de sorte que pour financer l'acquisition de ces produits on fit appel en premier lieu aux avoirs en épargne et en titres.

e) *Marché des capitaux et intervention publique en matière de politique du crédit*

En mars 1949, l'économie manifesta un recul qui nécessita des contre-mesures. Lorsque la législation temporaire établie en automne 1948 arriva à terme, au mois de juin de l'année suivante, le crédit à la consommation cessa d'être réglementé. Au surplus, le *Bord of Governors* du *FRS* réduisit à plusieurs reprises la proportion des réserves obligatoires en regard des dépôts. Par ce moyen, 3,8 milliards de dollars furent libérés dans l'ensemble ¹⁸. Il en résulta un accroissement considérable du volume du crédit à la consommation: à fin juin 1949, l'ensemble de crédit (y compris les paiements par mensualités) atteignait 16,1 milliards de dollars et, à fin décembre déjà, 18,8 milliards. En outre les *margin requirements* furent réduits de 75 à 50 % à partir du 30 mars 1950, ce qui engendra une reprise subite d'activité sur le marché des effets.

Depuis la deuxième guerre mondiale, la politique de la Banque d'Emission des Etats-Unis traduit les buts opposés poursuivis par les Services du Trésor d'une part, la Réserve Fédérale d'autre part. Cette contradiction remonte au financement de la deuxième guerre mondiale. L'Etat, qui avait déjà à supporter une charge annuelle d'intérêt de 6 millions de dollars, cherchait avant tout à émettre des obligations à faible taux d'intérêt. Pour ces raisons, le Trésor et la Réserve Fédérale décidèrent de fixer à 3,8 % le taux des bons à trois mois et à 2½ % celui des obligations à long terme ¹⁹. Les banques *FRS* devaient donc acheter des emprunts à long terme dès que leur cours menaçait de tomber; au cas contraire, l'amélioration du rendement ainsi obtenu rendrait en effet impossible de nouvelles émissions à un taux d'intérêt aussi bas. Il en résulta une monétisation de la dette publique, puisque, dans pareil cas, les obligations d'Etat représentaient pratiquement de l'argent comptant. Lors d'une pénurie d'argent, les banques de crédit se contentaient de vendre leur portefeuille en titres d'Etat, fort bien fourni en général, que le *FRS* devait accepter sans autre. Dans un tel

¹⁸ Banque des Règlements internationaux, 20ème rapport annuel, Bâle, p. 225.

¹⁹ The Quest for Stability, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Philadelphia 1954, p. 18.

système, le taux d'intérêt des emprunts d'Etat perdait naturellement de sa signification comme point de repère pour les autres emprunts.

En 1949, les cours du marché des titres tendirent à dépasser les cours de soutien. Par suite d'une demande privée insuffisante de crédits, les banques tentèrent visiblement d'investir leur capitaux en titres d'Etat. Les autorités procédèrent alors au placement d'emprunts publics. Mais en même temps, les réserves bancaires obligatoires furent peu à peu réduites (voir annexe p. 157), ce qui libéra un montant de 3 800 millions de dollars.

La politique rigide de soutien des cours ne put cependant être maintenue à la longue. Parallèlement à l'attitude des consommateurs, au début de la guerre de Corée, la demande de l'économie américaine en crédits supplémentaires augmenta soudain dans de fortes proportions pendant le deuxième semestre de 1950: des investissements accrus en capitaux circulants durent être opérés à une époque de hausse de prix et où, simultanément, les investissements en capitaux fixes absorbaient déjà d'importantes sommes. Pour satisfaire aux demandes croissantes de crédits, les banques privées furent contraintes de procéder à la vente des titres d'Etat qu'elles détenaient. Cette opération augmenta de 2,7 milliards de dollars les avoirs en titres d'Etat des banques nationales en 1950, et encore une fois de 2,3 milliards pendant le premier trimestre 1951. Sans aucun doute, une telle politique de soutien des cours des titres d'Etat contribua dans une large mesure à favoriser l'inflation.

Finalement, le 4 mars 1951, le Trésor et le FRS publièrent la déclaration commune suivante²⁰:

«The Treasury and the Federal Reserve System have reached full accord with respect to debt-management and monetary policies to be pursued in furthering their common purpose to assure the successful financing of the Government's requirements and, at the same time, to minimize monetization of the public debt».

L'accord prévoyait l'émission de nouveaux bons du Trésor à long terme, au taux d'intérêt de $2\frac{3}{4}$ %, qui n'étaient pas destinés au marché boursier. Leur taux avait été jusqu'alors de $2\frac{1}{2}$ %. Cette émission de-

²⁰ Federal Reserve Bulletin, March 1951, p. 267.

vait encourager les porteurs de tels bons à ne pas réaliser leurs titres. On espéra éviter ainsi en grande partie une nouvelle mise sur le marché des bons venant à échéance entre 1967 et 1972. On tentait par là à diminuer le nombre des titres offerts au *FRS*, qui devait les reprendre pour éviter un effondrement des cours.

L'émission eut un succès considérable: on échangea pour 13,5 milliards de dollars d'obligations à 2½ % sur les 19,7 milliards en circulation. Ainsi, le *FRS* abandonna le soutien permanent du marché à long terme. Cette nouvelle orientation engendra une certaine baisse du cours des effets. En effet, les porteurs d'obligations se révélèrent moins enclins à vendre leurs titres avec perte. S'agissant de banques, cela signifiait qu'elles ne pouvaient plus considérer ces titres d'Etat comme argent quasi comptant.

Au surplus le *FRS* porta le 21 août 1950 son taux d'escompte de 1½ à 1¾ %. De leur côté, les *margin requirements* furent élevés, le 17 janvier 1951, de 50 à 75 % après avoir été ramenés au printemps 1949 de 75 à 50 %. Au cours du même mois, les réserves obligatoires des banques furent de nouveau augmentées.

Mentionnons encore les contrôles sélectifs de crédit établis pour la plupart en vertu de la loi du 8 septembre 1950 sur la production d'armement.

En juillet 1950, la limitation des prêts hypothécaires privés garantis par l'Etat marqua le début de la politique restrictive. La *Regulation X* étendit cette restriction aux crédits sans garantie fédérale²¹. Elle contient des prescriptions sur la limitation des prêts, la durée maxima des crédits admissibles et de l'amortissement minimum. En janvier 1951, ces dispositions furent étendues à toutes les nouvelles constructions à usage d'habitation et, en février, également à certaines catégories d'immeubles à usage commercial. Mais ce règlement ne s'appliqua pas aux accords conclus antérieurement, et les effets restrictifs ne s'en firent pas sentir tout de suite.

Le contrôle de la vente à crédit entra en vigueur en automne 1950 aussi. La *Regulation W* fixait les acomptes minima de la durée maximum du paiement des biens de consommation durables. On peut se

²¹ Hickman, op. cit., p. 29.

demander si ces dispositions ne furent pas à l'origine de la régression accusée en particulier au début de l'été 1951 par la demande de biens de consommation durables. Il convient plutôt admettre que les achats exagérés de biens enregistrés au cours des six derniers mois de 1950 et du premier semestre 1951 provoquèrent par la suite une plus grande réserve de la part des consommateurs.

Dans le domaine des ententes volontaires, on créa en mars 1951 un *Program of Voluntary Credit Restraint*, dont l'observation fut recommandée par le *Board of Governors* aux banques de crédit. Des crédits ne devaient être accordés que s'ils servaient à la production et à la répartition de biens de première nécessité. Ce conseil avait été également donné dans le cadre du *DPA* de 1950.

L'ensemble de ces mesures eut des répercussions peu restrictives sur les crédits boursiers en 1951 seulement. Dans cette année cependant, la demande de tels crédits suivit en général la hausse du cours des actions.

Crédits boursiers
(en millions de dollars)

	Crédits accordés par des membres du NYSE à leurs clients		Crédits accordés par les banques aux membres du NYSE		Crédits accordés par les banques à des tiers
	maximum	fin d'année	maximum	fin d'année	fin d'année
1949	881	Déc. 881	696	Juin 674	—
1950	1360	Nov. 1358	962	Juin 909	—
1951	1411	Janv. 1293	864	Mars 850	691
1952	1387	Juil. 1366	1463	Juil. 1207	797

Source: NYSE Fact Book 1959, p. 44/45.
Federal Reserve Bulletins.

De toute évidence, une politique limitative du crédit touche en premier lieu les *Brokers* qui puisent à trois sources les avances qu'ils font à leurs clients: banques, capitaux propres et avoirs de clients créditeurs. Les clients ne sont atteints qu'ensuite.

Presque toutes les restrictions de crédits établies à la suite du *DPA*, notamment celles relatives au programme de limitations volontaires et aux paiements par mensualité, furent supprimées au cours de l'année 1952. L'augmentation considérable des crédits accordés cette année-là par les banques aux *Brokers* est donc très compréhensible.

Relevons pour terminer que ces mesures restrictives avaient, elles, engendré de leur propre fait une légère augmentation des taux d'intérêt, car une forte demande s'opposa constamment au volume réduit du crédit.

Rendement moyen annuel des actions et obligations
(en %)

	Obligations d'Etat à long terme	Bons du Trésor à 3 mois	Emprunts de sociétés	Actions privilégiées	Actions ordinaires
1949	2,31	1,10	2,96	3,70	6,82
1950	2,32	1,21	2,86	3,85	6,51
1951	2,57	1,55	3,08	4,11	6,29
1952	2,68	1,76	3,19	4,13	5,55

Source: Federal Reserve Bulletin.

3. La période de 1953 à 1955

A. Aspects politiques

Si la période de 1949 à 1952 fut orientée essentiellement vers la politique extérieure et dominée par le spectre de la guerre de Corée, la suivante se place plutôt sous le signe de la politique intérieure. En janvier 1953, après vingt ans de gouvernement démocrate, les républicains revinrent au pouvoir avec le général Eisenhower. Ce changement fournit aux Etats-Unis une administration réputée plus favorable à la libre entreprise. Le monde des affaires prouva effectivement la très grande confiance qu'il avait dans le nouveau Gouvernement.

Outre le slogan politique de la liquidation de la guerre de Corée, ce fut le programme économique des Républicains qui déclencha la

principale vague d'adhésions. Il prévoyait l'abolition du contrôle des prix datant du conflit coréen ainsi que la réduction des impôts. Pour retenir les forces inflationnistes, on annonça un budget d'Etat équilibré.

Il révéla bientôt que le nouveau Gouvernement ne réussirait pas non plus à se soustraire à l'héritage de la dette fédérale. Le Président Eisenhower se vit contraint en fait de déclarer qu'une réduction fiscale ne pouvait être envisagée qu'une fois l'équilibre du budget atteint. Les milieux boursiers en semblèrent les plus étonnés. Pour d'autres apparemment, l'Administration républicaine signifiait presque la prospérité perpétuelle. L'opinion publique changea de nouveau entre temps, et la bourse en bénéficia la première.

Les élections fédérales de 1956 suivirent immédiatement le début de la récession. A la Chambre des Représentants, les démocrates réussirent à briser la faible majorité républicaine. La Bourse réagit, là aussi, de façon très sensible. Nous verrons que les incidences sur le marché d'une éventuelle majorité démocrate au nouveau Congrès furent escomptées longtemps avant les élections de novembre. Cette situation n'aurait toutefois pas dû être redoutée, car il semble qu'entouré d'une majorité parlementaire démocrate, un Gouvernement républicain aurait réalisé un certain équilibre des tendances dominantes en politique économique.

B. Facteurs conjoncturels

a) Produit social brut et budget de l'Etat

L'augmentation croissante du produit social brut se poursuivit jusqu'au début de l'été. La régression commença au troisième trimestre (presque conjointement avec une diminution des investissements en capitaux circulants) et se prolongea jusqu'au troisième trimestre 1954.

Pour enrayer des tendances à l'effondrement, on procéda, en dépit du déficit budgétaire, aux réductions fiscales promises, ce qui contribua à stimuler la consommation privée et les investissements. Tout comme au cours de l'essor de 1955, le produit social brut s'éleva de nouveau d'une façon sensible, témoignant ainsi de la demande croissante d'une population en augmentation.

Année et Trimestre	Dépenses publiques	Recettes publiques	Balance	Produit social brut*	Dette Fédér. à la fin de l'année fisc. (juin)
(en milliards de dollars)					
1953 I	19,2	21,5	+ 2,4	363,4	
II	20,0	16,6	— 3,4	371,4	275,2
III	19,3	17,5	— 1,8	369,5	
IV	19,3	14,7	— 4,6	363,5	
1954 I	18,4	19,5	+ 1,1	355,8	
II	17,5	14,2	— 3,3	356,0	278,8
III	17,0	15,4	— 1,6	358,8	
IV	16,6	14,7	— 2,0	367,1	
1955 I	17,2	18,3	+ 1,2	375,3	
II	17,3	18,6	+ 1,2	387,4	280,8
III	17,1	18,3	+ 1,2	396,8	
IV	17,3	17,5	+ 0,1	401,9	

* Annualisé sur la base des chiffres trimestriels.

Source: Surveys of Current Business.

Malgré des recettes fiscales encore abondantes, le budget de l'année 1952—53 ne put être équilibré et fut établi avec un déficit de plus de 9 milliards de dollars. Le budget équilibré prôné à l'origine par le programme électoral républicain n'était qu'un mythe. Au cours de l'année fiscale 1953—54, les dépenses publiques furent fortement comprimées, en particulier dans le domaine de l'armement. Elles baissèrent en 1954 de 14 milliards de dollars, en comparaison avec l'année précédente²². Mais la réduction des dépenses de l'Etat pour les biens et les prestations de services fut compensée par une demande accrue du secteur privé.

b) Nouvelles émissions

Bien que les investissements bruts aient subi au cours de la récession de 1953—54 une réduction de 18 %, les nouvelles émissions des sociétés privées n'en furent pas affectées. Alors que de 1953 à 1954, les émis-

²² Banque des Règlements internationaux, 25ème rapport annuel, Bâle 1955, p. 17.

sions d'actions ordinaires diminuèrent de manière insignifiante, celles d'actions privilégiées augmentèrent de près de la moitié. Le *boom* de 1955 permit à presque toutes les branches de l'industrie ainsi qu'au marché des actions d'établir de nouveaux records. Il stimula les nouvelles émissions d'actions, d'autant plus que l'on commençait à ressentir pleinement les effets bénéfiques des investissements dus aux institutions nouvelles (*Mutual funds etc.*) pour des valeurs de tout premier ordre. *General Motors* participa à cette augmentation avec le montant considérable de 330 millions de dollars, ce qui représentait, pour la première moitié de 1955 seulement, $\frac{1}{4}$ de toutes les actions ordinaires nouvellement émises.

Emissions de titres
(en millions de dollars)

	Total	Emprunts* publics	Total	Sociétés privées Obligations	Actions - privilégiées	Actions ordinaires
1953	28 824	13 957	8 898	7 083	489	1 326
1954	29 765	12 532	9 516	7 488	816	1 213
1955	26 772	9 628	10 240	7 420	635	2 185

* Ne sont pas compris ici les emprunts émis par les différents Etats et les communes.

Source: Federal Reserve Bulletin.

Il faut souligner que l'importance de la demande de l'Etat en capitaux fut justement très considérable en 1953, ce qui prouve aussi dans l'optique d'une politique budgétaire anticyclique, le rôle de l'utilisation des finances publiques dans la lutte contre la récession.

c) *Epargne*

L'épargne individuelle suit plus ou moins à long terme les fluctuations du revenu privé. Elle diffère selon la forme choisie et les montants qui lui sont consacrés. Au cours des années 1953—55 précisément, une concurrence sensible s'amorça entre les instituts d'épargne. L'épargne en valeurs mobilières (emprunts de sociétés privées surtout) se développa particulièrement durant le boom de 1955.

Epargne individuelle
(en milliards de dollars)

	Titres	Certificats de parts de sociétés d'investisse- ment	Actions privilégiées et ordinaires	Assu- rances	Caisse de retraite assurée	Caisse de retraite non- assurée	
1953	I	0,5	0,1	0,1	0,9	0,3	0,6
	II	2,3	0,1	0,3	0,8	0,3	0,4
	III	0,3	0,1	*	0,9	0,3	0,3
	IV	0,3	0,1	0,1	1,3	0,3	0,5
1954	I	0,2	0,1	0,3	1,0	0,3	0,6
	II	0,7	0,1	0,1	0,9	0,3	0,5
	III	—0,1	0,1	—0,1	1,0	0,3	0,3
	IV	0,5	0,2	*	1,2	0,3	0,5
1955	I	1,5	0,2	*	1,1	0,3	0,6
	II	1,5	0,2	*	0,9	0,3	0,5
	III	1,8	0,2	*	1,1	0,3	0,4
	IV	1,5	0,2	0,5	1,2	0,3	0,7

* moins de 50 millions de dollars.

Source: SEC, Section of Economic Research.

L'épargne sous forme de caisses de retraite qui ne sont pas liées à une assurance implique moins d'obligations, en particulier, parce que les employeurs jouissent d'une plus grande liberté quant à leurs versements.

Dans cet ordre d'idées, le rapport du *Consumer's Survey Center* de l'Université de Michigan est révélateur. D'après ce rapport, $\frac{1}{4}$ de toutes les familles américaines ne possédait pas en 1954 d'avoirs en caisse d'épargne. La moitié avait un dépôt inférieur à 400 dollars, alors que 10 % des familles disposait de plus du 60 % du total des épargnes²³.

²³ Samuelson, Paul A., *Economics*, 3rd edition, New York 1955, p. 172.

*d) Marché des capitaux et intervention en matière
de politique du crédit*

La forte demande de crédit, qui dura jusqu'au milieu de l'année 1953, suscita de vives discussions au sujet du chemin à suivre. La politique de l'argent «bon marché» avait joué un rôle particulier dans le cadre des mesures conjoncturelles du Gouvernement démocrate. La nouvelle Administration républicaine dûit donc se demander très vite si l'expansion du crédit devait être freinée ou si l'on pouvait la laisser s'étendre. Pour assurer une croissance organique de l'économie, le Gouvernement s'employa à amortir à temps les risques de dépassement, et cela d'autant plus que les dépenses de consommation augmentaient plus vite que les revenus. On craignait au surplus les effets en partie négatifs de la suppression récente du contrôle des prix. En janvier 1953, le taux d'escompte fut donc porté de $1\frac{3}{4}$ à 2 % et le taux pour acceptations bancaires à 90 jours fut élevé de $1\frac{7}{8}$ à $2\frac{1}{8}$ %. Ces mesures provoquèrent une légère augmentation des taux d'intérêt.

Pour ce qui est des crédits boursiers, les prescriptions de couverture furent ramenées en février 1953 de 75 à 50 %, ce qui entraîna un essor passager des affaires de Bourse. En outre, le FRS vendit sur le marché entre janvier et avril de la même année des titres d'Etat pour un montant de 800 millions de dollars.

Cette lutte contre l'inflation provoqua vers la fin du printemps une forte tension du crédit, d'une part à la suite de dépenses d'investissement encore accrues au cours du deuxième trimestre 1953, et, d'autre part, en raison d'exigences renouvelées du Trésor. Le revers de cette politique anti-inflationniste de crédit se traduisit par une régression de la production et l'emploi. L'indice de la production industrielle baissa du niveau élevé de 137 points atteint en juin 1953 à 123 en mars 1954. On ne manqua pas de tirer profit de cette situation dans le camp démocrate et d'exiger le retour immédiat à une *easy-money-policy*. Il ne s'agissait là nullement d'une déflation au sens classique: les prix restèrent plus ou moins stables et les salaires subirent en 1953 une légère augmentation. La production et l'emploi restèrent seuls en retard. Il eut été pourtant logique d'adapter les salaires au volume réduit de l'emploi pour ne pas remettre la

spirale inflationniste en marche. Mais le marché du travail, dominé par de puissants syndicats, n'autorisait pas (pas plus qu'il ne le permet aujourd'hui) une telle évolution. Pour les syndicalistes, le chômage est la conséquence d'une demande insuffisante de travail, et non celle d'une offre trop onéreuse. Une telle optique conduisit inéluctablement les employeurs à remplacer, dans la mesure du possible, le facteur de production «travail» par celui de «capital» (automation). Le paradoxe entre un chômage grandissant et des salaires augmentant parallèlement parût au grand jour au cours de la récession de 1953—54.

Les Républicains modifièrent leur orientation déjà au début de l'été. De mai à juin 1953, le *FRS* effectua des achats à marché ouvert pour un montant de 900 millions de dollars. Peu après, en juillet, les taux des réserves minima des banques associées furent abaissés, ce qui éleva les réserves de ces banques d'environ 1,2 milliard de dollars. Malgré cette réduction, les taux des réserves obligatoires restèrent légèrement au-dessous des limites maxima légales.

D'autres achats à marché ouvert pour un montant de 1,7 million de dollars furent effectués de juillet à décembre et encore une fois pour un montant de 900 millions de dollars de janvier à juin 1954. Par ailleurs, afin de souligner clairement la politique suivie, il fut procédé à une réduction du taux d'escompte: en février 1954, celui-ci fut abaissé de 2 à $1\frac{3}{4}\%$ et le taux d'achat pour acceptations bancaires à 90 jours de $2\frac{1}{8}$ à $1\frac{3}{4}\%$; en avril suivant, ces deux taux furent encore réduits à $1\frac{1}{2}\%$ l'un et l'autre. Ces mesures furent amplifiées de juin à août par un nouvel abaissement des réserves minima. Cette réduction fut décidée pour créer la base d'une expansion supplémentaire du crédit et rendre en même temps possible l'appel à des crédits saisonniers. Mais l'offre dépassant ainsi temporairement la demande, le *FRS* essaya de rétablir l'équilibre par la vente de titres d'Etat pour un montant d'environ un milliard de dollars, en juillet et en août. Inversement, 400 millions de dollars furent de nouveau libérés en automne 1954 par le rachat de bons du Trésor. La manipulation simultanée de ces deux moyens d'action sur le crédit montre avec clarté que l'instrument quelque peu embarrassant de la modification du taux des réserves obligatoires peut être complété par des opérations à marché ouvert ²⁴.

²⁴ Federal Reserve Bulletin, December 1954, reprint, p. 5.

Le marché des actions profita de cette expansion du crédit, malgré les chiffres de production en regression. L'automne 1953 devait être à l'origine d'une évolution inattendue des valeurs boursières. La confiance des bailleurs de fonds dans la situation économique générale constitua finalement aussi un stimulant pour les autres sujets économiques. Cela se manifesta également dans l'augmentation des crédits boursiers, mais il faut aussi tenir compte du fait que celle-ci coïncida avec la hausse des crédits destinés à financer l'achat des biens de consommation durables ainsi que des crédits hypothécaires.

Crédits boursiers

(en millions de dollars)

	Crédits accordés par des membres du NYSE à leurs clients		Crédits accordés par les banques aux membres du NYSE		Crédits accordés par les banques à des tiers
	maximum	fin d'année	maximum	fin d'année	fin d'année
1953	1696	Déc. 1696	1461	Déc. 1461	868
1954	2429	Déc. 2429	1919	Déc. 1919	1113
1955	2848	Sept. 2825	2569	Déc. 2569	1271

Source: NYSE Fact Book 1959, p. 44/45.

Federal Reserve Bulletins.

L'augmentation maximum de près de 30 % survint pendant le deuxième semestre 1954, au cours duquel se produisirent également certains phénomènes de spéculation. L'augmentation n'avait pas atteint 10 % pendant les six premiers mois, comparée à celle du semestre précédent.

L'extension extraordinaire des crédits boursiers détermina les autorités au printemps 1955 à prendre des mesures restrictives. Au cours des mois d'avril, d'août, de septembre et de novembre, les taux d'escompte furent progressivement portés de 1 $\frac{3}{4}$ à 2 $\frac{1}{2}$ %. En conformité avec une politique de crédit plus stricte, l'économie fut constamment maintenue sous pression par des opérations à marché ouvert. La Bourse non plus ne pouvait rester épargnée: les *margin requirements* furent

élevés successivement de 50 à 60 % et à 70 % les 5 janvier et 23 avril 1955. Les Bourses ne réagirent cependant presque pas. En revanche, les taux d'intérêt augmentèrent de façon sensible jusqu'à la fin de l'année et la baisse du rendement moyen des actions industrielles s'accrut. Ceci se produisit malgré la théorie classique, selon laquelle des taux d'intérêt croissants impliquent la baisse du cours des actions.

Rendement moyen annuel des actions et obligations
(en %)

	Obligations d'Etat à long terme	Bons du Trésor à 3 mois	Emprunts de sociétés privées	Actions privilegiées	Actions ordinaires
1953	2,93	1,95	3,43	4,27	5,51
1954	2,53	0,95	3,16	4,02	4,70
1955	2,84	1,74	3,25	4,01	4,08

Source: Federal Reserve Bulletin.

4. La période de 1956 à 1958

A. Aspects politiques

Dix ans s'étaient écoulés depuis la fin de la deuxième guerre mondiale. L'insolubilité des problèmes politiques et le « *vivere pericolosamente* » étaient devenus la règle. L'homme aux prises avec l'économie s'y était peu à peu habitué et des événements qui, autrefois, auraient radicalement modifié ses décisions ne l'affectaient plus que passagèrement.

Cette impression se dégage de l'examen des graves événements politiques et militaires qui se sont déroulés en particulier au cours de l'année 1956.

Le chef d'Etat égyptien, Nasser, proclama en juillet 1956 la nationalisation de la Société du Canal de Suez. Cet acte amena, à fin octobre, les troupes israéliennes à ouvrir les hostilités avec l'aide de forces aéroportées anglaises et françaises. A la suite de différentes résolutions de

l'ONU, les combats cessèrent au début de septembre et une force de police internationale fut instituée.

En même temps se joua à l'Est de l'Europe le sort du peuple hongrois, auquel le monde libre répondit également — mais cette fois sans succès — par des résolutions de l'ONU.

Un autre problème, encore irrésolu, était celui du désarmement. Tous les efforts de l'ONU demeurèrent sans résultat sur ce point. Le monde — et l'Amérique avant tout — fut d'autant plus effrayé, le 4 octobre 1957, du lancement par les Russes d'un satellite de la terre. Le potentiel militaire américain et les investissements consacrés par ce pays à la recherche firent par la suite l'objet de violents débats, tout d'abord aux Etats-Unis mêmes.

Mais la situation se détériora en Asie. Citons seulement la proclamation de la République Arabe Unie en février 1958 et le coup d'Etat de Bagdad en juillet de la même année. En Extrême-Orient, les événements du Détroit de Formose menacèrent de faire éclater le conflit latent entre la Chine communiste et la Chine nationaliste. Et pour revenir à l'Europe, la prise à partie par les Russes du Statut quadripartite de Berlin provoqua, vers la fin de l'année 1958, une certaine agitation qui se répercuta sur le marché des actions par une forte baisse des cours.

B. Facteurs conjoncturels

a) Produit social brut et budget de l'Etat

L'augmentation des recettes fiscales américaines engendra, pour l'année 1956, un important excédent budgétaire qui permit de réduire les dettes fédérales flottantes. En 1957, les dépenses publiques restèrent à peu près stables après une augmentation au premier trimestre. Au cours de l'année suivante, elles s'élevèrent cependant d'une façon telle que la dette fédérale brute s'alourdit de huit milliards de dollars supplémentaires.

L'évolution de la récession peut également être suivi dans les fluctuations du produit social brut: la contraction dura du troisième tri-

mestre 1957 au deuxième trimestre 1958 et fut ainsi plus courte de trois mois que la récession de 1953—54. Ses effets furent en revanche plus marqués: alors qu'en 1953—54 la réduction avait atteint 4 %, elle représentait cette fois-là 5,6 %. La reprise fut toutefois plus rapide et les dépenses accrues de l'Etat en 1958 en furent l'une des causes.

Année et Trimestre	Dépenses publiques	Recettes publiques	Balance	Produit social brut*	Dette Fédér. à la fin de l'année fisc. (juin)
(en milliards de dollars)					
1956 I	17,4	20,0	+ 2,6	403,4	276,7
II	17,7	20,5	+ 2,8	408,3	
III	18,1	19,1	+ 1,0	416,7	
IV	18,7	18,0	—0,7	426,0	
1957 I	19,3	21,7	+ 2,4	429,9	275,0
II	20,4	22,1	+ 1,8	435,5	
III	20,1	20,3	+ 0,1	440,0	
IV	19,7	17,8	—1,9	432,6	
1958 I	20,8	19,7	—1,1	427,1	283,0
II	21,8	20,2	—1,7	430,4	
III	22,5	19,8	—2,7	439,8	
IV	23,3	18,8	—3,5	453,0	

* Annualisé sur la base des chiffres trimestriels.

Source: Surveys of Current Business.

L'augmentation des dépenses et les déficits budgétaires qui en résultèrent à partir de la fin de 1957 s'expliquent à nouveau par l'intervention du Gouvernement contre la récession économique. Cette politique porta sur une augmentation d'environ 10 %, avec effet au premier janvier 1958, des salaires des fonctionnaires publics, sur l'accroissement des dépenses militaires, le développement des constructions routières et, dans une mesure plus limitée, celui des maisons d'habitation.

b) Nouvelles émissions

Emissions de titres
(en millions de dollars)

	Total	Emprunts* publiques	Total	Sociétés privées		
				Obligations	Actions privilégiées	Actions ordinaires
1956	22 045	5 517	10 939	8 002	636	2 301
1957	30 571	9 601	12 884	9 957	411	2 516
1958	34 435	12 063	11 555	9 684	551	1 320

* Ne sont pas compris ici les emprunts émis par les différents Etats et les communes.

Source: Federal Reserve Bulletin.

Les besoins toujours élevés des sociétés en capitaux se traduisent par l'augmentation en 1956—57 des nouvelles émissions d'emprunts, particulièrement d'actions ordinaires, et cela malgré les restrictions de crédits. Cet accroissement fut rendu possible par la grande activité des secteurs non bancaires en matière du crédit.

L'année 1958 présente au contraire des tendances fortement divergentes. La récession qui se dessina à la fin de 1957 provoqua au premier semestre 1958 un recul brusque des nouveaux investissements et, de ce fait, des nouvelles émissions, surtout celles d'actions ordinaires. Vers la fin de l'année toutefois, les émissions d'actions s'amplifièrent bien plus que celles de bonds, car le placement d'obligations à long terme était quelque peu freiné par la crainte de l'inflation. Dans la seule première semaine de décembre, 66 millions de dollars environ apparurent sur le marché sous forme d'actions nouvelles, alors que l'on n'en avait enregistré que pour 20 millions au cours de tout le mois de décembre 1957. Il semble donc qu'une hausse rapide du cours des actions pousse à une augmentation de leurs émissions.

c) Epargne

L'épargne sous forme de titres s'amplifia de façon importante en 1957, puis régressa notablement, surtout en 1958. En ce qui concerne l'épargne sous forme d'actions en particulier, on suppose qu'un grand nombre de capitalistes individuels privés profitèrent des cours élevés

de l'année 1958 pour réaliser des gains en Bourse et consacrer une partie de leurs investissements aux *Mutual funds*, qui continuaient à s'étendre.

Epargne privée

(en milliards de dollars)

	Titres	Certificats de parts de sociétés d'investisse- ment	Actions privilégiées et ordinaires	Assu- rances	Caisses de retraite assurée	Caisses de retraite non- assurée
1956 I	2,8	0,2	0,2	1,0	0,3	0,7
II	0,9	0,2	-0,3	1,0	0,3	0,6
III	0,9	0,2	0,3	1,2	0,3	0,6
IV	0,6	0,2	0,5	1,1	0,3	0,6
1957 I	2,5	0,3	0,1	0,6	0,4	0,8
II	1,1	0,2	0,4	0,7	0,4	0,7
III	2,2	0,3	-0,2	1,3	0,4	0,5
IV	0,7	0,2	0,1	0,9	0,4	0,7
1958 I	1,0	0,2	-0,2	0,8	0,4	0,9
II	-0,1	0,4	0,4	0,8	0,4	0,5
III	-1,4	0,4	-0,1	0,9	0,4	0,6
IV	1,1	0,4	-0,3	1,2	0,4	0,8

Source: SEC, Section of Economic Research.

La composition des avoirs accusa une nouvelle progression des caisses de retraite assurées en 1957, alors que l'épargne sous forme d'assurances-vie ne jouit plus après 1956 de la même faveur que les années précédentes, sans doute en raison de considérations inflationnistes.

d) Marché des capitaux et intervention en matière de politique du crédit

Le FRS n'avait jamais jusqu'alors rencontré des difficultés aussi marquées pour suivre une politique mesurée. On sait que l'*employment act* de 1946 fait obligation au Gouvernement

«... to promote maximum employment, production and purchasing power»²⁵.

Dans une optique aussi vaste, les buts recherchés par les pouvoirs publics se contredisent naturellement, et il n'est donc pas étonnant qu'il existe entre les conseillers économiques du Président Eisenhower et les politiques des divergences quant aux moyens à employer.

Inaugurée en 1955, la politique restrictive du crédit fut tout d'abord poursuivie jusqu'en automne 1957. En avril et en août 1956, puis en août 1957, le taux d'escompte fut progressivement porté de 2½ à 3½ 0/0, montant qui n'avait plus été appliqué depuis 1933. Cette dernière mesure sembla toutefois venir trop tard et refléta les mécontentes qui opposèrent le *Council of Economic Advisers to the President* au *FRB*. Tandis que le premier considérait la lutte contre la récession comme un postulat, le second voulait toujours combattre les tendances inflationnistes²⁶.

L'activité économique ne se développa plus en 1956 comme en 1955. Cela tenait non pas à l'absence d'une demande de crédit, mais au fait que les liquidités des banques ne permettaient pas une telle expansion, bien qu'on se débarrassât de plus en plus des titres d'Etat. Au surplus, l'épargne ne correspondit pas non plus à la demande de crédits.

Au cours des années 1956—57, les interventions publiques en matière de politique de crédit se limitèrent essentiellement à la modification des taux d'escompte. On n'effectua pas d'opérations à marché ouvert notables. Les taux de réserves minima, fixés en 1954, ne furent pas non plus modifiés.

Beaucoup de voix s'élevèrent en faveur d'une politique plus énergique. Ainsi, le célèbre économiste L. A. Hahn déclarait déjà en mars 1956²⁷:

«Die Vereinigten Staaten befinden sich im späten Stadium einer sehr ausgeprägten inflatorischen Hochkonjunktur, die schon längst hätte gestoppt werden müssen. Wie lange die Konjunktur

²⁵ *Quest for Stability*, op. cit., p. 11.

²⁶ cf. Jöhr, W. A., Zur Kritik der amerikanischen Konjunkturpolitik, dans le *Journal des Associations patronales*, 53ème année, No. 26 à 30, 1958.

²⁷ *Finanz und Wirtschaft*, 2. Mai 1958, No. 36, Hahn emploie également pour les «récessions» ou les «adjustments» l'expression «Depression».

noch andauern wird, ist nicht zu übersehen. Je länger die augenblickliche Hochkonjunktur andauert, je länger wird auch die nachfolgende Depression andauern. Daher würden auch jetzt noch energische kontrazyklische Maßnahmen, wenn gleich zu wirklicher Depressionsverhinderung zu spät, von Nutzen sein. Solche Maßnahmen sind aber aus politischen Gründen wenig wahrscheinlich».

Il n'y a guère de doute que ce furent des raisons de politique de partis qui exclurent jusque là toute intervention.

La troisième récession d'après-guerre se produisit finalement en 1957. Comme en 1953—54 déjà, les dépenses générales augmentèrent tout d'abord en 1957, quoique plus lentement, mais fléchirent durant les trois derniers mois de cette année. Les investissements en capitaux fixes de 1957, eux, ne s'accrurent pas. De même, les investissements en capitaux circulants furent moindres que ceux du dernier trimestre 1956. Il n'est d'ailleurs pas étonnant que les investissements en capitaux fixes diminuèrent beaucoup en 1957. Cela ne peut résulter que des mises de fonds excessivement élevées effectuées les deux années précédentes, en particulier dans l'industrie de l'automobile. L'indice de la production industrielle tomba de 144 en août 1957 à 126 en avril de l'année suivante. La baisse porta donc sur 13,7 %.

Les autorités eurent ainsi tout motif d'intervenir. Jusqu'en avril 1958; quatre réductions abaissèrent le taux d'escompte à 1 $\frac{3}{4}$ %. De leur côté, les taux des réserves minima furent restreints. Chacune de ces réductions fournit environ 500 millions de dollars de moyens supplémentaires aux banques associées. Ces mesures furent encore appuyées par des ventes à marché ouvert, qui s'élevèrent au cours du premier semestre 1958 à près de 1,1 milliard de dollars²⁸. En outre, en janvier 1958, le taux de couverture pour crédits boursiers fut abaissé de 70 à 50 %. Une aide financière supplémentaire à la construction privée d'habitations, l'élévation des prestations des assurances sociales ainsi que l'augmentation des salaires des employés des services fédéraux constituèrent d'autres mesures gouvernementales de lutte contre la récession. Avec la diminution croissante des espèces, la circulation de l'argent devint plus rapide et l'étroitesse du marché du crédit se manifesta par des taux d'intérêt grandissants. Des bons du Trésor à 90 jours

²⁸ Federal Reserve Bulletin, July 1958, p. 755.

furent émis en octobre 1957 à 3,591 %, contre 2,310 % en mars 1956. Dans l'évolution générale de la conjoncture, le rendement moyen des actions ordinaires baissa en juin 1957 à 4,03 %, c'est-à-dire en-dessous de celui des obligations industrielles, qui tournait autour de 4,15 %. La régression des taux d'intérêts se produisit seulement à la fin de l'automne 1957 et se poursuivit au cours des premiers mois de l'année 1958. Avec la reprise économique, ces taux reprirent toutefois leur mouvement ascendant.

Rendement moyen annuel des actions et obligations
(en %)

	Obligations d'Etat à long terme	Bons du Trésor à 3 mois	Emprunts de sociétés privées	Actions privilégiées	Actions ordinaires
1956	3,08	2,62	3,57	4,25	4,09
1957	3,47	3,23	4,21	4,63	4,35
1958	3,43	1,78	4,16	4,45	3,97

Source: Federal Reserve Bulletin.

La particularité marquante de la récession de 1957—58 réside dans le fait que les prix de gros et le coût de la vie ne correspondirent pas au cycle conjoncturel. En effet, l'indice du coût de la vie oscilla autour de 114 points entre 1952 et le début de 1956. Il monta pourtant entre juin 1956 et juin 1958 de 116,2 à 123,7. C'est pourquoi Hahn dénomme cette récession *inflationsschwache Depression* ou, ce qui serait plus juste, *inflationsschwache Beschäftigungsdepression*²⁰.

La récession fut stoppée en avril 1958, et, en septembre l'économie avait déjà regagné la moitié des pertes subies, tout au moins en matière de production. Au deuxième trimestre 1958, un accroissement du produit social brut se fit sentir. Après la reprise, le FRS éleva en septembre et novembre suivants le taux d'escompte à 2½ %. La hausse anormale du cours des actions et la défaveur dont furent frappés les titres de rentes rendirent de plus en plus urgente une élévation des *margin requirements*: il passèrent en août de 50 à 70 %, et en octobre à 90 %. La reprise, qui avait débuté en avril, ne fut plus accompagnée

²⁰ NZZ No. 1762 du 15. 6. 58.

par la suite d'une augmentation du coût de la vie. Les mesures restrictives intervenues n'eurent tout d'abord qu'une influence minime sur les crédits boursiers. Les crédits accordés par les banques aux *Brokers* accusèrent surtout une diminution en 1957, quand bien même ces derniers furent encore en mesure d'élever les crédits à leurs clients par rapport à 1956³⁰. La baisse des cours, enregistrée en 1957, réduisit également le volume des crédits boursiers. A contrario le *boom* de 1958, qui amena les crédits boursiers à un niveau record, montra l'interdépendance de ces derniers et de l'évolution des cours.

Crédits boursiers
(en millions de dollars)

	Crédits accordés par des membres du NYSE à leurs clients			Crédits accordés par les banques aux membres du NYSE			Crédits accordés par les banques à des tiers	
	fin maximum	d'année		fin maximum	d'année		fin d'année	
1956	2856	Déc.	2856	2474	Déc.	2474	1202	
1957	2918	Juin	2550	2394	Juin	2185	1154	
1958	3431	Déc.	3431	3079	Juin	2695	1270	

Sources: NYSE Fact Book 1959, p. 44/45.

Federal Reserve Bulletins.

Avec le recul, il paraît significatif de souligner le comportement des prix et du coût de la vie. A ce sujet, chacune des trois récessions présenta un aspect différent sur ce point: au cours de la première, les prix s'infléchirent quelque peu; durant la seconde, ils restèrent approximativement stables et s'affermirent pendant la troisième. Il est difficile de montrer avec plus de clarté le dynamisme croissant des forces inflationnistes.

³⁰ N'oublions pas que les années précédentes avaient été des années record pour les *Brokers*, qui disposaient personnellement en 1957 de liquidités suffisantes pour financer la plupart des achats à crédit de leurs clients.

LE MARCHÉ DES ACTIONS SOUS DE NOUVELLES INFLUENCES

1. L'intervention de l'Etat

Au centre de l'intervention de l'Etat dans le marché des titres se trouve la Commission des Titres et des Bourses (*Securities and Exchange Commission*). Elle fut instituée en 1934 comme administration autonome du Gouvernement fédéral à Washington. Il faut en chercher les raisons dans l'évolution de la situation au cours des années 30, en particulier au cours de la débacle de 1929.

Cinq membres (dont le *Chairman*), nommés pour cinq ans par le Président des États-Unis sur proposition du Sénat, se trouvent à la tête de cet organisme. Plus de trois membres ne peuvent appartenir à un parti politique. Le personnel comprend environ 800 collaborateurs qui sont — en dehors des auxiliaires — des avocats, des économistes, des ingénieurs et des spécialistes des questions de titres. La Commission entretient des offices régionaux dans neuf grandes villes du pays (New York, Boston, Atlanta, Chicago, Denver, Fort Worth, Seattle, San Francisco, Washington). L'office central à Washington est composé de trois divisions:

- Division des finances d'entreprises (*Division of Corporate Finance*);
- Division du marché de Titres et des Bourses (*Division of Trading and Exchange*);
- Division de surveillance des holdings et des sociétés d'investissement (*Division of Corporate Regulation*).

L'ensemble de la législation ¹, dont l'application est confiée à la dite administration, remonte aux années 1933 à 1940. Les lois principales sont:

- La loi sur les titres (*Securities Act of 1933* qui porte le nom significatif de *Truth in Securities*);
- La loi sur la Bourse (*Securities Exchange Act of 1934*);
- La loi sur les holdings destinés à l'achat de valeurs de services publics (*Public Utility Holding Company Act of 1935*);
- La loi sur les sociétés d'investissement (*Investment Company Act of 1940*).

A. Le Securities Act of 1933

Toute nouvelle émission publique de titres doit être autorisée par la *Securities and Exchange Commission*. Les emprunts fédéraux, ceux des différents Etats, les émissions pour un montant inférieur à 300 000 dollars, les emprunts des Compagnies de chemins de fer, (en vertu d'une législation spéciale) et les émissions qui sont prises en bloc constituent des exceptions. L'autorisation (*Registration*) a pour but d'établir clairement la situation et ainsi évite les indications susceptibles d'induire en erreur de même que les escroqueries et autres ambiguïtés. On pourrait comparer ce *Registration Statement* au prospectus suisse, dont le texte doit être communiqué aux acheteurs intéressés par les nouveaux titres. Ces indications sont contrôlées par la *Division of Corporate Finance*.

La vente peut être entreprise, une fois l'autorisation délivrée. Le capitaliste peut donc se faire une idée d'ensemble de la société, sans que la Commission émette toutefois un jugement de valeur sur le titre en question. Bien que la publicité obligatoire équivale à un prospectus, la publication dans un journal déterminé, exigée en Suisse, n'existe pas aux Etats-Unis.

¹ Le fondement juridique est constitué par la clause «Interstate Commerce» de la Constitution fédérale. Cette clause stipule que les Etats-Unis «shall have power to regulate commerce and trade among the several states and with foreign nations and with the Indian tribes». (Some Quantitative Aspects of Stock Trading on the Leading U.S. Stock Exchanges, Leiden 1958, p. 13.)

B. Le Securities Exchange Act of 1934

Cette loi, dont l'application est du ressort de la *Division of Trading and Exchange*, traite essentiellement de l'organisation et de la surveillance des Bourses. L'importance des *National Securities Exchanges* qui ont été enregistrées en 1957—1958 au titre de cette loi, apparaît dans les pourcentages relatifs aux valeurs sur le marché et le volume des ventes (12 mois 1957):

	Valeur des actions sur le marché 1/2	Nombre des actions 1/2
<i>American Stock Exchange</i>	7,22	21,00
<i>Boston Stock Exchange</i>	0,76	0,48
<i>Chicago Board of Trade</i>	0,00	0,00
<i>Cincinnati Stock Exchange</i>	0,07	0,05
<i>Detroit Stock Exchange</i>	0,42	0,43
<i>Midwest Stock Exchange</i>	2,69	2,42
<i>New Orleans Stock Exchange</i>	0,04	0,01
<i>New York Stock Exchange</i>	85,62	66,77
<i>Pacific Coast Stock Exchange</i>	2,02	3,02
<i>Philadelphia-Baltimore Stock Exchange</i>	1,00	0,75
<i>Pittsburg Stock Exchange</i>	0,12	0,15
<i>Salt Lake Stock Exchange</i>	0,01	2,56
<i>San Francisco Mining Exchange</i>	0,03	2,28
<i>Spokane Stock Exchange</i>	0,00	0,10
	100,00	100,00

Source: Securities and Exchange Commission, 24th Annual Report, p. 56, 224.

Les 4 Bourses suivantes échappent à l'enregistrement en raison de leurs faibles chiffres d'affaires, de leurs séances irrégulières et du petit nombre de leur membres:

Colorado Springs Stock Exchange
Honolulu Stock Exchange
Richmond Stock Exchange
Wheeling Stock Exchange

La cotation d'un titre en Bourse relève également de cette loi de 1934. La demande doit être adressée en même temps à la Bourse et à la SEC. Les renseignements demandés sont très étendus: Outre le bilan et le compte profits et pertes, la société doit fournir des détails sur l'importance et la nature des titres émis jusqu'alors, sur les directeurs, les fondés de pouvoirs et les membres du syndicat de souscription, les possesseurs de plus de 10 % d'une catégorie de titres, les conventions éventuelles avec l'entreprise émettrice, les personnes qui — cadres exceptés — perçoivent annuellement plus de 20 000 \$, etc.

La cotation effectuée, la société doit renseigner périodiquement les Services de la Bourse et la SEC sur les modifications des caractéristiques d'origine. Chaque intéressé peut prendre connaissance de ces informations auprès de ces deux organes. Cela devrait en fait se révéler rarement nécessaire, puisque, connus, les actionnaires de la société reçoivent à intervalles réguliers des rapports sur son activité.

De toute évidence la Bourse a la possibilité d'établir des prescriptions encore plus sévères pour la cotation. Le *New York Stock Exchange*, la plus célèbre et la plus grande Bourse des Etats-Unis², montre le maximum de sévérité dans ce domaine.

Comme il n'existe aux Etats-Unis que des actions nominatives, le droit de vote par délégation (*proxy*) revêt une importance particulière. La loi stipule, quand un conseil d'administration cherche à s'assurer une très grande délégation de pouvoirs, que les différents sujets de délibération doivent être indiqués en détail, de façon à ce que l'actionnaire soit en mesure de se prononcer sur chaque point. Les procurations de vote sont à soumettre à la SEC avant l'Assemblée générale.

Samuelson situe cette législation dans le cadre plus vaste de la démocratisation des sociétés. D'après lui, l'administration aurait été autrefois bien souvent *self-perpetuating*.

² La société doit, après déduction des impôts, présenter un bénéfice d'au moins un million de dollars. Par ailleurs, elle doit comporter au moins 1 500 actionnaires disposant ensemble d'au moins 400 000 actions. Les actions ordinaires en circulation doivent représenter une valeur sur le marché de 8 millions de dollars. Les actions sans droit de vote ne sont pas cotées. Sur cent sociétés qui s'efforcent annuellement de faire coter leurs actions, on en accepte en moyenne 30. (*Understanding the New York Stock Exchange*, p. 22.)

«Recently there has been a change. Thanks to the SEC rules, some challenging minority have attempted — and successfully attempted! — to oust the in-group and put themselves in as new managers. Thus Robert Young³ ran a tremendous campaign — using all the devices of modern publicity — to oust the New York Central railroad officers. And he did succeed in winning majority support . . . In a real sense therefore we can say that democratic control of corporations by owners has increased»⁴.

La loi renferme par ailleurs des prescriptions concernant le marché des titres hors Bourse et elle habilite le *FRB* à régulariser les crédits boursiers, c'est-à-dire à fixer des *margin requirements*, alors que l'on sait que jusqu'en 1934 le versement comptant prescrit était d'environ 20 % seulement.

C. Le Public Utility Holding Company Act of 1935

Les consortiums pour l'achat de valeurs de services publics (en particulier gaz, électricité) sont soumis à une réglementation spéciale. L'évolution des années 20 fut de nouveau déterminante sur ce point; en effet, l'émission d'actions sans droit de vote avait conduit, dans cette branche surtout, au monopole du contrôle (*pyramiding of control*) aux mains de quelques-uns.

Ceux qui investirent en valeurs de la *Middle Western Utilities* subirent de ce fait les plus grandes pertes. La loi démantela la compartimentation et, afin de réduire les frais, les zones à approvisionner furent réparties selon des critères géographiques. Les *Senior Securities*, c'est-à-dire les actions privilégiées, et les obligations ne purent plus être émises que par une seule société, soit le holding, soit par l'entreprise affiliée.

D. L'Investment Company Act of 1940

Cette loi sera étudiée en détail lorsque nous traiterons des investissements fondés sur les institutions nouvelles. Dans cet ordre d'idées, nous mentionnerons toutefois une loi semblable, l'*Investment Advisers Act of 1940*, d'après lequel toutes les personnes qui exercent une ac-

³ Voir également p. 139: «achats à but déterminé».

⁴ Samuelson, op. cit., p. 90.

tivité rémunératrice de conseil boursier doivent être autorisées par la SEC.

La Commission veille à l'application constante de la loi. Une grande partie de sa tâche consiste à rechercher ceux qui tentent d'échapper à l'enregistrement des nouvelles émissions. Des problèmes inédits apparaissent sans cesse. Au cours des dernières années, par exemple, les *boiler rooms* ont beaucoup fait parler d'eux⁵. Il s'agit là d'organisations qui essaient de vendre à grandes distances, surtout par téléphone, des actions d'entreprises inconnues auxquelles seraient cependant réservées de brillantes perspectives d'avenir. Les actions une fois cédées, le vendeur et l'entreprise disparaissent. Quant au marché artificiel, il se base sur un procédé semblable. Un groupe d'escrocs place des ordres de vente pour un titre tout à fait inconnu. Les *brokers* portent le cours dans leurs livres; et le public croit qu'il existe un marché sur ce titre. La même organisation achète et vend jusqu'à ce que des cercles plus larges soient atteints. Lorsque les titres sont placés, le marché disparaît.

À côté d'enquêtes sur des cas semblables à ceux-ci, la Commission intervient pour les demandes de dommages et intérêts, lorsque des capitalistes ont subi des pertes à la suite de fausses indications des entreprises émettrices. Cette Administration n'a toutefois pas de fonction juridique. La SEC est représentée à d'éventuels procès par les avocats de son bureau (*office of the general counsel*).

2. Les efforts en vue de populariser les actions

La publicité de grande envergure qui a acquis droit de cité aux Etats-Unis dans tous les domaines (presse, radio et télévision en témoignent) a aussi depuis longtemps fait son entrée à la Bourse. En tant qu'intermédiaire en matière de capitaux, la Bourse se sert, pour accomplir son rôle économique, des mêmes moyens que toute autre entreprise. Elle doit également faire de la publicité afin que le vendeur d'actions (celui qui cherche des capitaux) obtienne les fonds désirés. Pour attirer les investisseurs en quête de placements, il faut que les

⁵ SEC, 22nd, 23rd, 24th Annual Reports, p. 3, respectivement p. 2, 3.

actions soient rendues populaires. La conception américaine est donc bien moins conventionnelle et moins rigide que la nôtre.

Ceci est attribuable à l'existence de différents systèmes bancaires⁶. Les membres de la Bourse sont non les banques mais les *brokers* qui cherchent naturellement des voies propres à augmenter leurs chiffres d'affaires. Ce sont donc eux qui ont à faire de la publicité. Achterberg cite une entreprise de *brokers* qui, sur un bilan arrêté à un peu plus de 300 millions de dollars, employait 550 000 \$ pour des annonces⁷.

Ces efforts de popularité revêtent, par ailleurs, une importance éminemment politique. Les activités pulsatrices de la Bourse entrent dans le grand cadre des différends idéologiques entre l'Est et l'Ouest. M. Rickenbacker, Président des *Eastern Airlines* disait ainsi:

« . . . Of equal importance, in my opinion, is the fact that ownership of stock in a company puts into the hands of employees the best weapon to combat the creeping socialism and deadly communism which, today, are threatening the very system by which our country became great — Free Enterprise »⁸.

Chaque citoyen doit pourvoir se faire une image de la valeur et des forces de l'économie libre, car il faut bien reconnaître que seule l'ignorance fournit des adeptes à l'économie planifiée. L'actionnaire pense en associé et en capitaliste, même si son portefeuille de titres est insignifiant.

Le NYSE prend également une part dirigeante à ces efforts. Son président, G. Keith Funston, aurait, dès son entrée en fonction, doublé les crédits réservés à la publicité. Effectivement, une profusion de brochures publicitaires, d'annonces, une exposition particulière et des films de propagande prêtés par la Bourse en témoignent. Par ailleurs, des conférences sont organisées avec le concours des grands directeurs

⁶ La loi bancaire (Banking Act of 1933) établissait une séparation entre affaires de dépôt et affaires d'émission. Les émissions à l'intérieur des Etats-Unis demeuraient interdites aux banques et étaient réservées à des maisons spécialisées (underwriters). Les dépôts, en revanche, revenaient aux banques d'affaires.

⁷ Achterberg, Erich, *Amerikas Kapitalmarkt*, dans: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 8. Jg., Heft 10, 1955, p. 332.

⁸ *The Exchange*, October 1953, p. 4.

en vue de fixer la politique à suivre et visent à maintenir l'intérêt des actionnaires envers leur société.

Les campagnes publicitaires s'étendent aussi bien aux écoles et aux universités qu'aux adultes, femmes et hommes. Une entreprise importante, la *Merill Lynch, Pierce, Fenner and Smith*, a organisé des cours en 1949 qui auraient été suivis au total par 28 000 femmes⁹. Un nombre important d'expériences semblables succéda à cet exemple.

Passons à l'examen des voies les plus importantes qui conduisent à l'épargne en actions.

A. Le plan d'investissement mensuel

Maintenant qu'aux Etats-Unis presque tous les biens de consommation peuvent être achetés à crédit, il paraît naturel que le *NYSE* ait aussi ouvert cette possibilité aux actions. Le Président de la Bourse en conçut l'idée, et celle-ci fut réalisée en janvier 1954.

Le plan d'épargne (*Monthly Investment Plan*) autorise des investissements mensuels ou trimestriels de quarante dollars au minimum et de mille dollars au maximum. On admet au départ la tendance ascendante à longue échéance du niveau des cours¹⁰. Avec des versements mensuels ou trimestriels réguliers, on achètera moins d'actions lorsque les cours seront élevés et plus dans le cas contraire. Considéré sur un certain nombre d'années, la base moyenne sera favorable. Après chaque versement, le *broker* communique au client le montant de son portefeuille avec une précision de quatre décimales. Les dividendes payés peuvent être perçus ou réinvestis. Le droit de vote peut être exercé pour des actions entières, mais non pour des fractions. Rien n'empêche à tout moment la résiliation de l'accord.

Bien que le courtage et la majoration pour *odd-lot*¹¹ constituent les seuls frais, les taxes sont malgré tout relativement élevées. Par

⁹ The Exchange, January 1950, p. 10.

¹⁰ On indique comme preuve une enquête du Bureau of Business Research de l'Université de Michigan: «Although common stock prices rose and fell many times during the 55-year period (1897—1951), the trend of the averages was steadily upward at an annual rate of 3,19 %». (The Exchange, January 1954, p. 4.)

¹¹ Au *NYSE* les actions sont négociées en paquets de cent pièces (round lot). On parle d'*odd lot*, lorsque le nombre d'actions est plus petit. Il va sans dire que les acheteurs à faibles capitaux préfèrent les *odd lots*.

exemple, pour un versement de 100 dollars seuls 94,34 dollars sont investis, le reste étant absorbé par les frais.

Pour des versements plus importants le pourcentage baisse naturellement; pour 1 000 dollars il n'est plus que de 1,5 %. Mais comme il s'agit le plus souvent de petits épargnants, l'investissement mensuel moyen n'est que de 88,60 dollars.

Le plan obtint malgré tout un grand succès. Au cours des cinq années de son existence, 2,8 millions d'actions furent acquises pour une somme investie de 112 millions de dollars (y compris 5 millions de dollars constitués par des dividendes automatiquement réinvestis.¹² Les titres suivants furent favorisés (indications valables pour septembre 1958 ¹³.

	Contrats passés		Contrats passés
General Electric	3 843	Sperry Rand	2 022
General Motors	3 644	Philips Petroleum	1 739
Dow Chemical	2 921	Radio Corporation	1 653
Standard Oil N. J.	2 866	American Tel. & Tel.	1 516
Tri-Continental	2 446	IBM	1 086

L'investisseur est très sélectif dans les achats comme le montre le tableau ci-dessus. Malgré les différents slogans publicitaires, comme *Every man a capitalist* ou *Own your share of american business*, le respect de l'objectivité oblige à reconnaître que les autorités boursières conseillent sans cesse de réserver d'abord les moyens nécessaires à une assurance-vie, avant de songer à un investissement en actions.

Il serait certainement prématuré de prétendre que le marché des actions gagnerait en stabilité uniquement par ces contrats. Cinq ans constituent une période trop courte pour autoriser un tel jugement. On peut toutefois admettre que, grâce à ces moyens, des personnes qui seraient autrement restées éloignées du marché des actions ont trouvé le chemin de la Bourse.

¹² NYSE, Fact Book 1959, p. 26.

¹³ The Exchange, November 1958, p. 9.

B. La politique des Sociétés

Les efforts évoqués jusque-là sont soutenus activement par la plupart des sociétés. Ils se développent dans deux directions: d'une part approfondir les liens avec les actionnaires, d'autre part intéresser les travailleurs à la possession d'actions, que ce soient les titres des sociétés qui les emploient ou ceux d'autres entreprises. L'appel aux travailleurs n'a rien de révolutionnaire, il n'est plutôt que le prolongement d'un processus de promotion des travailleurs, peu apparent à l'origine, mais notablement accentué dans l'après-guerre. La position autrefois dominante de l'industriel lui est disputée par le travailleur-consommateur. Ceci apparaît déjà dans le fait que si les bénéfices ont bien augmenté nominalelement, ils sont en voie de diminution en comparaison avec les salaires payés depuis un certain nombre d'années. Seul l'avenir nous montrera s'il s'agit là du premier pas vers une prise de possession des entreprises par la voie démocratique. Toujours est-il que certaines tendances existent dans ce sens. On peut en trouver des exemples dans des petites et grandes entreprises de toutes les branches de l'industrie. Récemment, dix sociétés importantes ont aussi introduit l'épargne en actions pour les employés sous la forme du *MIP*¹⁴.

L'exemple le plus connu est celui de l'*American Tel. & Tel.*, qui compte plus d'actionnaires que d'employés. Dans cette entreprise les travailleurs peuvent abandonner une partie de leur salaire en vue d'acquérir des actions de la société. Jusqu'à présent 335 000 ouvriers et employés (sur un total de 792 000) ont acquis pour plus de 630 millions de dollars d'actions. On parle à ce sujet de *Lunchbox-Capitalism*, sans doute, parce que les ouvriers ne s'entretiennent plus de grèves pendant la pose, mais de cours d'actions.

Plusieurs expériences semblables eurent lieu dans l'industrie pétrolière. La *Standard-Oil Company* (Indiana) avait déjà établi en 1921 les projets de son premier plan d'investissement pour employés. Sur la base d'un accord d'une durée de cinq ans, les travailleurs pouvaient investir jusqu'à 20 % de leur salaire en actions de l'entreprise et l'employeur complétait chaque dollar versé avec 50 cents. Au cours des années les plans subirent différentes modifications. L'entreprise offre

¹⁴ The Exchange, January 1959, p. 15.

aujourd'hui la possibilité d'investir jusqu'à 6 % du salaire, soit en ses propres actions ordinaires, soit en *U. S. Savings-Bonds*. Là encore, les versements sont complétés par des apports de l'employeur. En 1955, sur 120 000 actionnaires, 35 000 étaient en même temps employés de l'entreprise ¹⁶.

Un plan semblable fut élaboré en 1938 par la Compagnie *Eastern Airlines* ¹⁶. Chez la *Foote Mineral Company*, une pénurie de capitaux imposa la même idée en 1936. A défaut de capitalistes extérieurs, les cadres se déclarèrent prêts à toucher une partie de leur salaire en actions afin de permettre les investissements urgents. Par la suite, on établit un règlement de gratifications qui prévoyait le paiement moitié au comptant, moitié en actions ordinaires. L'administration attribue l'essor extraordinaire de l'entreprise pour une grande part à l'intérêt toujours croissant des travailleurs ¹⁷.

Le versement de gratifications en actions s'est introduit également dans d'autres entreprises. L'*Automatic Screw Machine Products Co.* paye depuis 1949 la gratification de Noël non seulement en actions de sa propre entreprise, mais également en actions ordinaires d'autres sociétés connues. Une vive propagande en serait résultée, les employés faisant de la publicité pour «leur» entreprise ¹⁸.

Les jugements concordent pour attribuer à ces expériences un succès plus grand que celui que l'on attendait. Si ce procédé continue à marquer des progrès — ce que les indices révèlent —, on ne pourra certainement pas lui dénier son importance économique. L'union personnelle entre consommateur, travailleur et actionnaire va modifier dans l'esprit de l'homme de la rue l'appréciation des problèmes d'économie politique d'actualité (grève, inflation). Il pêche contre son propre intérêt, s'il se met en grève. Réclame-t-il un salaire plus élevé, il nuit au consommateur qu'il est.

Il faut encore indiquer la politique des sociétés avec leurs actionnaires en matière de «*public relations*». Aussi étranges que puissent nous paraître les voies empruntées, on est obligé néanmoins de recon-

¹⁶ The Exchange, October 1955, p. 4.

¹⁶ The Exchange, October 1953, p. 1.

¹⁷ The Exchange, November 1958, p. 3.

¹⁸ The Exchange, April 1950, p. 1.

naître que leurs dispositions sont en général très adroites. On utilise souvent le journal de l'entreprise à cet effet. Après une indication sur l'amélioration des places de travail, par exemple, on ajoute une remarque du genre de *the money which makes all this possible . . . comes from the more than x stockholders*. Le Président de la *Glidden Co.* utilisa même la distribution des dividendes trimestriels pour lancer une attaque contre la double imposition. Il fit accompagner le versement d'une circulaire ainsi libellée:

«The income from which this dividend is derived has been reduced by the company's Federal Income Tax to the amount of 38 per cent and you will be required to pay another Federal Income Tax on this dividend, which is part of our income. This is double taxation which has been going on a long time, and will continue unless you do something about it. We suggest that you write your Congressmen and Senators urging them to eliminate this double taxation on your dividends»¹⁹.

Un grand nombre d'autres dirigeants industriels touchèrent leurs actionnaires d'une façon semblable.

C. Donation d'actions à des mineurs

Le *NYSE* élaborait en 1954 une loi qui devait faciliter les donations d'actions à des mineurs (*Stock gifts to minors*). Ceci impliquait autrefois d'importantes formalités: une fondation devait être créée ou bien le donateur devait se faire déclarer *guardian* de l'enfant auprès du juge compétent²⁰. Une version corrigée de la proposition de la Bourse de New York, le *Uniform Gifts to Minors Act*, a été reprise jusqu'à aujourd'hui par la plupart des Etats de l'Union, avec quelques différences d'un Etat à l'autre.

D'après cette nouvelle loi, la donation peut être effectuée sans tracasseries administratives en portant ces actions au nom d'un curateur. Suivant la législation de l'Etat, on peut nommer curateur soit le donateur, soit une autre personne majeure, soit une société fiduciaire. Dans sa gestion, le curateur doit se laisser guider par les règles d'une saine politique d'investissement.

¹⁹ The Exchange, January 1950, p. 7.

²⁰ The Exchange, April 1955, p. 15.

Les donations inférieures à 3 000 \$ ne sont pas imposables (6 000 \$ si le donateur est un couple). Le revenu de l'enfant bénéficiaire n'est soumis à l'impôt sur le revenu qu'à partir de 600 \$.

On ignore malheureusement dans quelle mesure les facilités accordées ont contribué à la faveur dont jouissent les dons en actions. Peut-être a-t-on renoncé jusqu'à présent à rassembler ces données sous forme statistique, vu que cinq Etats de l'Union n'ont prévu l'introduction d'une législation en ce sens que pour 1959.

D. Marché à terme

On affirme incidemment que le marché à terme stimule l'intérêt envers les actions, en ce sens qu'il augmente les possibilités de combinaison et le goût de la spéculation. Pour ces raisons nous avons également inséré dans ce paragraphe les deux formes sous lesquelles ce marché est possible aux Etats-Unis. Toutefois, comparée à d'autres pays, la notion de «marché à terme» est prise dans un sens plutôt large.

a) Ventes à découvert

La *Securities and Exchange Commission* les définit ainsi:

«The term 'short sale' means any sale of a security which the seller does not own or any sale which is consummated by the delivery of a security borrowed by, or for the account of, the seller»²¹.

On inclut donc deux possibilités: le vendeur doit emprunter les actions, soit parce qu'il ne les possède pas, soit s'il les possède, parce qu'il préfère cependant vendre à découvert. Là aussi, le législateur est intervenu. La disposition la plus importante stipule qu'une vente à découvert ne peut être effectuée qu'à un cours supérieur ou égal aux deux clôtures précédentes. Si les deux derniers cours étaient par exemple de $35\frac{1}{2}$ et $35\frac{1}{4}$, une telle vente à découvert devrait être effectuée au moins au cours de $35\frac{3}{8}$. Mais si l'ordre est inverse, $35\frac{1}{4}$ et $35\frac{1}{2}$, la vente à découvert peut être conclue à $35\frac{1}{2}$. Cette règle a pour but d'empêcher les cours de subir une pression supplémentaire en cas de baisse. En outre chaque vente à découvert est à désigner comme telle.

²¹ Rule X-3B-3.

En 1955, au *NYSE*, les participants à des ventes à découvert se répartissaient ainsi ²²:

	en % du total
Spécialistes	51,8
Autres membres des Bourses	23,7
Non-membres ou public	24,5
	100,0

Au cours de la même année, la part des ventes à découvert n'était que de 0,6 % du chiffre d'affaires *odd-lot* ²³. Il en résulte clairement que cette possibilité n'amène pas un public supplémentaire au marché, car il faut en général bien plus de connaissances boursières pour être baissier que pour être haussier.

Le record du *short interest* fut battu le 15 juillet 1958 avec 6 087 260 actions, le chiffre le plus élevé depuis 1931 ²⁴. Après la hausse caractérisée du premier semestre 1958, on attendit un contrecoup; celui-ci s'avéra cependant très modéré.

b) Options

Les *put*, les *call*, les *straddle* et les *spread* appartiennent à cette classe particulière des affaires à terme.

Un *put* est un droit cessible qui autorise le porteur à vendre, moyennant une prime convenue et à un moment déterminé ou avant ce moment, un nombre déterminé d'actions à un prix fixé au préalable. Inversement, un *call* autorise l'achat d'un nombre convenu d'actions. Les *straddle* et les *spread*, enfin, sont des options combinées. Cette sorte d'affaires équivaut donc dans une certaine mesure à une assurance.

S'il est interdit de négocier ces diverses options à la Bourse même, les entreprises membres de la Bourse peuvent néanmoins faire fonction d'endosseurs. Il s'est créé à cet effet une *Put and Call Broker and Dealers Association*.

²² Statistical Bulletins of SEC, 1955, cité de Leffler, George L., *The Stock Market*, 2nd edition, New York 1957, p. 313.

²³ Leffler, op. cit., p. 314.

²⁴ NYSE, Fact Book 1959, p. 21.

Quoiqu'il existe depuis 40 ans, ce marché d'options est resté limité, en dehors des années 20, à un petit cercle. Sa part a toutefois augmenté quelque peu depuis 1949. Alors qu'entre 1939 et 1949 les options n'atteignaient pas une moyenne de 0,5 % de toutes les actions négociées au NYSE, ce taux a dépassé 1 % depuis 1949²⁵. Le grand public demeura cependant à l'écart, bien que le chiffre d'affaires ait augmenté et que les *Put and Call Brokers* aient souligné la valeur d'assurance de ces options.

« . . . the public on the whole is not familiar with the operation of the put and call business »²⁶.

Ainsi donc, cette forme de marché à terme n'a pas d'importance non plus pour la popularité des actions.

3. Les milieux en quête de placements

A. Le capitaliste

Après avoir pris connaissance des efforts entrepris en vue de stimuler également l'intérêt porté aux actions dans les couches de la population à faibles revenus, il est nécessaire de chercher à connaître la répartition des actions dans le public ainsi que l'attitude des différentes catégories de capitalistes.

Il est nécessaire d'indiquer tout d'abord quelques variantes fiscales. Vu sous l'angle de l'impôt, l'action est un titre de placement peu intéressant pour les personnes à revenus élevés. Nous avons déjà évoqué la double imposition des dividendes. Les bénéfices des sociétés sont grevés de 50 % d'impôts en moyenne et l'actionnaire doit encore déclarer les dividendes perçus comme revenus personnels. La *U. S. Steel Corp.* citait dans son rapport annuel de 1953 que la double imposition diminuait de 68 cents chaque dollar de dividende²⁷. L'*Internal Revenue Code* de 1954 apporta des modifications en exemptant d'impôts

²⁵ Erbe, René, *Puts and Calls an der New Yorker Börse*, dans: *Bulletin Privat-Kommerzbank AG*, Juli 1958, p. 22.

²⁶ Leffler, op. cit., p. 363.

²⁷ Cité de: *The Exchange*, April 1954, p. 6.

les 50 premiers dollars de dividendes annuels (100 \$ pour les couples). De plus, on décida de réduire de 4 % l'impôt sur le revenu en ce qui concerne les revenus de dividendes déclarés. Par sa forte progression, l'impôt sur le revenu entame toutefois dans des proportions extraordinaires les gros revenus. Pour un revenu de 20 000 à 22 000 dollars par exemple, 56 % vont au fisc à titre d'impôts fédéraux; de 50 000 à 60 000 \$, la part est de 75 % et pour un revenu dépassant 200 000 \$, elle atteint 91 %. A cela s'ajoutent encore les impôts propres aux Etats de l'Union. En revanche, les revenus provenant d'emprunts publics ne sont pas soumis à l'impôt fédéral sur le revenu, et, dans beaucoup de cas, les emprunts communaux sont également exempts de l'impôt sur la fortune et le revenu. Il est donc compréhensible que pour des revenus élevés, l'investissement en actions devienne peu intéressant, même si les obligations fédérales n'ont qu'un rendement de 3 ou 4 %²⁸. Il en va autrement si le capitaliste s'intéresse avant tout à des gains sur les cours. L'impôt sur ces gains atteint au maximum 25 % lorsque l'action reste au moins six mois en dépôt; dans les autres cas, il s'agit de gains à court terme qui sont calculés avec le revenu. Vu uniquement sous le seul angle fiscal, nous devrions admettre que les bénéficiaires de gros revenus ne sont que peu disposés à investir en actions. Rosenstiel pense à ce sujet que le rendement relativement élevé des actions dans l'après-guerre était dû au fait que les acheteurs d'actions traditionnels, à savoir les personnes à revenus élevés, avaient dans une large mesure perdu tout intérêt dans cette forme d'investissement de capitaux²⁹. On comprendra facilement que le degré d'imposition exerce une influence à la fois sur la disposition à proposer des capitaux de risque. Mais dans leur enquête Thompson/Butters parviennent à une conclusion différente de celle de Rosenstiel. Ils prétendent que malgré la forte imposition, les personnes à revenus élevés parmi les investisseurs privés exercent une influence déterminante en ce qui concerne l'apport de capitaux aux entreprises, et que la po-

²⁸ «While not suited for all investors or for all purposes, tax-exempt municipals have a definite place in portfolios where the tax burden is especially heavy.» *The Outlook*, March 7, 1955, p. 905.

²⁹ Rosenstiel, Frederick, H., *die Aktie in Amerika*, dans: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 7. Jg. Heft 1, 1. Januar 1954, p. 35.

litique fiscale a plutôt renforcé la tendance à prendre des risques plus élevés au sein de cette catégorie ³⁰.

Il est nécessaire, devant ces affirmations, de considérer les variations du nombre des actionnaires. Nous disposons à cet effet de deux relevés, l'un réalisé en 1952 par la *Brokings Institution* à la demande du *NYSE* ³¹ et l'autre effectué par le *NYSE* lui-même en 1956 ³². Quoique ces deux enquêtes recèlent certaines erreurs, on considère en général qu'elles reflètent bien la situation. Les actionnaires de plusieurs sociétés n'ont naturellement été recensés qu'une fois. De plus on n'a tenu compte que des actions accessibles à tous.

En groupant ces données sous forme de tableau, nous obtenons la répartition numérique suivante:

	1952	1956	1930 ³³
Nombre d'habitants (en millions)	155,52	170,26	123,00
Nombre d'actionnaires (en millions)	6,49	8,63	9—11
En % de la population totale	4,17	5,06	7,3—8,9
dont femmes en %	49,8	51,6	
hommes en %	50,2	48,4	
Age moyen des actionnaires	51	48	
Revenu moyen des actionnaires	\$ 7100	\$ 6200	
Moyenne de titres en portefeuille	4,1	4,25	

Sans aucun doute possible le parallèle avec les chiffres de 1930 montre l'évolution suivie. La dépression des années 30 eut pour effet

³⁰ Thompson, Lawrence, E., et Butters, Keith, J., *Effects of Taxation on the Investment Policies and Capacities of Individuals* dans: *The Journal of Finance*, Vol. VIII, No. 2, May 1953 p. 143: «Only about one-fourth of the individuals in our sample with incomes of less than \$ 7 500 expressed a strong interest in capital appreciation as an investment objective as compared with well over half those with incomes of \$ 25 000 and over.» et p. 147: «... nearly four out of five moved into more venturesome investment positions because of taxes . . .»

³¹ Kimmel, Lewis, H., *Share Ownership in the United States*, Brokings Institution, Washington 1952.

³² 1956 Census of Shareowners, *Who Owns American Business?* NYSE, New York 1956.

³³ Les chiffres pour 1930 sont tirés de Perlo, Victor, *People's Capitalism and Stock-Ownership*, dans: *The American Economic Review*, Vol. XLVIII, No. 3, June 1958, p. 335.

de réduire fortement le nombre des personnes actives à la Bourse, les petits spéculateurs se voyant contraints de procéder à la liquidation de leurs engagements. Il est certain, de ce point de vue également, que la situation s'est assainie. Mais au rythme actuel, dix ans pourraient encore s'écouler avant que nous atteignions à nouveau le pourcentage élevé de l'époque.

Indubitablement, une part croissante de la population put être gagnée au marché des actions. L'augmentation de 1952 à 1956 et la baisse simultanée du revenu moyen, malgré un niveau des salaires généralement plus élevé, semblent témoigner en faveur d'un certain succès de la propagande pour les actions parmi les classes à revenus inférieurs. On ignore malheureusement dans quelle mesure les travailleurs étaient en 1956 en même temps actionnaires de l'entreprise qui les employait. Kimmel a donné pour 1952 le chiffre peu élevé de 780 000, soit 3,2 %³⁴. Il ne faudrait donc pas tirer des conclusions erronées du fait que beaucoup d'entreprises comptent plus d'actionnaires que d'employés. On perd souvent de vue que le même actionnaire peut participer à plusieurs sociétés.

Classés par catégories de revenus, les actionnaires privés se répartissent ainsi:

Revenus	1952	1956
moins de \$ 3 000	9,7 %	11,6 %
de \$ 3 000 à 5 000	21,9 %	26,1 %
de \$ 5 000 à 7 500	} 68,4 %	26,4 %
\$ 7 500 et plus		35,9 %

Mais une autre enquête aboutit, pour l'année 1955³⁵, aux taux suivants: moins de \$ 5 000 12 %; de \$ 5 000 à 9 999 23 % et \$ 10 000 et plus 65 %. Malgré les différences peu sensibles dans les catégories inférieures, nous en concluons que les portefeuilles de titres se concentrent nettement entre les mains des personnes à revenus moyens et élevés. D'autres enquêtes corroborent également cette affirmation. Perlo cite les familles Du Pont, Mellon et Rockefeller, dont

³⁴ Kimmel, op. cit., p. 113.

³⁵ Kreinin, Mordechai, E., Factors Associated with Stock Ownership, dans: The Review of Economics and Statistics, Vol. XLI, No. 1, February 1959, p. 23.

les fortunes sont bien connues et qui disposeraient chacune d'un portefeuille d'une valeur de 3 à 4 milliards de dollars³⁶. Au regard de ces montants considérables, il n'est pas étonnant qu'un rapport administratif aboutisse à la conclusion que

«less than one per cent of all American families owned over four-fifths of all publicly held stocks owned by individuals»³⁷.

Petite est donc la part de toutes les familles américaines qui possèdent des actions, puisque ces unités sociales représentent le 10 % seulement des familles recensées dans ce pays. Les affirmations suivant lesquelles les entreprises appartiennent en fait au peuple, sont encore du domaine du *wishful thinking*, car on ne peut pas parler de capitalisme du peuple si l'on n'y inclut pas non plus la participation de celui-ci aux décisions. Mais, ainsi que nous venons de le voir, les petits actionnaires considérés même dans leur ensemble ne constituent pas un facteur de gestion appréciable. Comme par le passé le pouvoir de contrôle est exercé par les grands actionnaires. Après des réflexions approfondies. Perlo en tire la conclusion :

«The basic claim of 'People's Capitalism', that the rank and file of the population are becoming owners of the means of production in American industry, is without foundation in fact. The widespread diffusion of this theory signifies only the effectiveness of organized propaganda»³⁸.

B. Les «investisseurs» institutionnels

L'essor économique persistant réussit à assurer un rôle important aux actions en tant que titres d'investissement, et en même temps à disputer la place aux titres à intérêt fixe. A côté des *investment trusts* dont la formation remonte à la période suivant la deuxième guerre mondiale, de nouvelles institutions sont apparues, en particulier après 1950, et ont fourni un appoint supplémentaire à la demande d'actions.

³⁶ Perlo, Victor, *The Empire of High Finance*, New York 1957, Table 1, p. 45, cité de Perlo, *People's Capitalism and Stock Ownership*, dans: *The American Economic Review*, Vol. XLVIII, No. 3, June 1958, p. 339.

³⁷ Factors affecting the Stock Market, Staff Report, Senate Committee on Banking and Currency, Washington 1955, p. 90.

³⁸ Perlo, op. cit., p. 347.

Ceci s'explique d'une part par les modifications de la législation concernant les investissements de deniers pupillaires, et d'autre part par la thèse fataliste au terme de laquelle l'économie américaine se trouverait dans une période d'inflation à long terme.

a) *Investment Trusts*

L'idée de la répartition des risques se trouve à la base des sociétés d'investissement. L'homme de la rue, qui n'est pas initié au marché des titres, obtient ainsi la possibilité de participer aux entreprises les plus diverses, ce qui réduit considérablement les dangers de pertes sur les cours, en raison de la répartition des investissements. Au surplus, une gestion compétente assure la surveillance du marché des titres.

Aux Etats-Unis, la forme juridique est soit la fiduciaire (*trust*), soit la société par actions (*corporation*). D'après la loi, on distingue entre les

- *face amount certificate companies*
- *unit investment trusts*
- *management companies*.

Les deux premiers groupes sont de faible importance, car ils ne comprennent qu'un nombre restreint de sociétés. La *face amount certificate company* ressemble plutôt à un système d'assurances. Le créancier effectue des versements trimestriels, semestriels ou annuels et obtient en échange des obligations de la société. A une date déterminée celles-ci seront remboursées à la valeur nominale augmentée des intérêts.

Le deuxième groupe ne peut pas être organisé sous forme de société anonyme, mais l'est sous forme de société fiduciaire (ce qui apparaît déjà dans la dénomination). Là sont également émis des certificats remboursables, dont chacun représente une part indivisible d'un groupe déterminé de titres. Comme le trust fixe a priori l'investissement en titres déterminés, on emploie souvent aussi le nom de *fixed* ou *semi-fixed trust*. L'acheteur s'engage à effectuer des versements réguliers, généralement de dix à quinze dollars par mois. Après déduction des frais (y compris la commission du *broker*), l'argent est placé en titres

fixés à l'avance. Lorsque les versements périodiques prévus ont été effectués, l'acheteur peut ou toucher ces titres, c'est-à-dire percevoir leur valeur de liquidation, ou confier les titres à la fiduciaire qui en réinvestira le revenu. Les taxes perçues ayant été autrefois excessives, la loi prévoit maintenant un maximum de frais qui ne doit pas dépasser 9 % de l'ensemble des versements. D'après les indications de la SEC, les retenues à ce sujet auraient été de 15,56 % en moyenne pour l'année 1940 ³⁹.

Les sociétés qui n'entrent pas dans le premier ou le deuxième groupe appartiennent à la catégorie des «management companies». Celles-ci se subdivisent en :

- *open-end Funds* (appelés généralement *Mutual Funds*) et
- *closed-end Funds*

Une autre distinction se fait encore parmi les *management companies* : entre *diversified* et *non diversified companies*. Pour être considéré comme *diversified*, 75 % de l'actif doit exister, soit au comptant, soit en titres. De plus, l'investissement dans une même entreprise ne doit pas dépasser 5 % de l'actif.

Dans la forme *open-end*, les certificats de parts se trouvent déterminés à tout moment par rapport au cours du jour des investissements qu'ils représentent. Les certificats ne sont négociés à aucune Bourse. La société intervient elle-même comme acheteur et comme vendeur. Leur reprise garantie par la Société donne cependant aux certificats une position comparable à celle des titres cotés en Bourse. Cette forme a suscité la crainte que les capitalistes fassent usage de leurs droits de retour lors d'un revirement important des cours, contribuant ainsi à accentuer le mouvement des cours. Dans un tel cas, les sociétés se verraient naturellement contraintes à jeter sur le marché de plus grands paquets d'actions. Mais ces craintes se sont révélées jusqu'à présent sans fondement.

La situation du *closed-end Fund* est différente. Là, le capital de la société est plus ou moins statique. Les certificats de parts ne peuvent en effet être acquis que si quelqu'un est disposé à les céder. Pour ces raisons, les certificats sont cotés à certaines Bourses.

³⁹ Doane/Hills, *Investment Trusts and Funds*, American Institute for Economic Research, Great Barrington 1959, p. 10.

Il résulte de la répartition numérique que la forme de *open-end Fund* a atteint la plus grande importance, due en partie au crack de 1929. A cette époque, en effet, les *closed-end Funds* avaient subi les plus grandes pertes, étant donné que ces sociétés avaient travaillé en grande partie avec du capital étranger. Ceci ne serait plus possible, de nos jours, car la législation a redressé la situation par l'*Investment Company Act* de 1940.

Tableau récapitulatif de la classification des sociétés d'investissements selon l'Investment Company Act de 1940

Dénomination	Structure juridique	Forme	Répartition numérique 1958 ⁴⁰
Face amount certificate company	société		12
Unit investemnt trust	trust	fixed semi-fixed }	92
Management company	société ou trust	{ closed-end open-end Mutual Fund }	111 238

Il s'agit là d'une loi complexe de plus de 300 paragraphes. Elle prévoit l'enregistrement et la surveillance des sociétés dont la tâche est d'investir des fonds étrangers en titres.

En outre, une société qui veut se faire enregistrer doit disposer d'un actif s'élevant à \$ 100 000 au moins ⁴¹. On attache une grande importance aux publications. Lors de la demande d'enregistrement, on exige entre autres que la politique de financement et d'investissement soit rendue publique. Une modification du but de l'entreprise et de la politique d'investissement ne peut être réalisée qu'avec l'accord des actionnaires. Les organismes de surveillance de l'actif social sont de

⁴⁰ 24th Annual Report of the SEC, Washington 1959, p. 146.

⁴¹ Ce montant doit être considéré comme modeste. Des experts sont d'avis qu'une société disposant d'un capital inférieur à 2 millions de dollars ne peut pas travailler dans des conditions économiques suffisantes pour être compétitive.

plus prescrits. La gestion de celui-ci doit être confiée à une banque et l'émission à un autre institut (maison de *broker* ou d'effets). Toujours pour des raisons de cloisonnage, les *brokers* et les banquiers gérants ne peuvent occuper dans la Société des fonctions de directeurs ou d'employés. Une fois par semestre, au moins, la direction doit tenir au courant ses actionnaires ou porteurs de certificats de parts. La nature et l'étendue de ces informations sont prescrites par la SEC.

L'enregistrement permet aux sociétés de bénéficier de la liberté fiscale, étant donné que les bénéfices sont déjà imposés aux sociétés d'émission et ensuite, à nouveau aux personnes qui perçoivent des dividendes. Toutefois, cette exonération est liée cependant à toute une série de conditions, dont l'une stipule en particulier qu'au moins 90 % du revenu brut doit provenir de dividendes, intérêts ou revenus sur les titres.

La nature de l'investissement présente de grandes différences. Il y a les *balanced Funds*, qui répartissent leurs moyens en obligations, en actions privilégiées et en actions ordinaires. D'autres *Funds* investissent exclusivement en actions ordinaires. Par ailleurs des sociétés se spécialisent dans une branche déterminée de l'industrie, par exemple les valeurs électroniques. L'*American Research and Development Co.* poursuit un programme d'un genre particulier en acquérant les actions de nouvelles entreprises en plein essor technique. L'idée de répartition des risques est-elle encore réalisée de cette façon, c'est une autre question. La plupart des sociétés investissent cependant leurs fonds dans des actions ordinaires de premier ordre, comme l'indique par exemple l'indice *Dow Jones* pour 30 valeurs industrielles. Deux exemples montreront la répartition des investissements ⁴²:

Le *Wellington Fund Inc.* disposait à la fin de 1953 d'un actif de 276 millions de dollars, dont 58,8 % en actions privilégiées, 14,2 % en obligations et 11,2 % en emprunts d'Etat ⁴³.

⁴² Achterberg, Erich, Amerikas Kapitalmarkt, dans: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 8. Jg., Heft 12, 15. Juni 1955.

⁴³ Citons ici à titre de comparaison un exemple suisse (Swiss-Valor): Actions 63,96 %, Obligations 17,32 %, Emprunts d'Etat 12,97 %.

Le *Massachusetts Investors Trust* possédait à la fin de 1954 des valeurs pour un montant de près de 700 millions de dollars, qui se répartissaient sur les groupes industriels suivants:

Sociétés pétrolières	21,3 %
Services publics	12,8 %
Chemins de Fer	7,2 %
Industrie chimique	6,6 %
Valeurs métallurgiques	5,7 %
Pneumatiques	5,1 %
Industrie électrotechnique	4,6 %
Industrie du papier	4,1 %
Aciéries	4,1 %
Entreprises de construction	4,0 %
Constructeurs d'automobile	3,3 %
Grands magasins	3,2 %
Industrie aéronautique	2,9 %
Equipements de bureaux	2,0 %
Gaz naturel	1,8 %
Banques	1,2 %
Industrie de l'emballage	1,1 %
Machines agricoles	0,9 %
Industrie du tabac	0,9 %
Sociétés pharmaceutiques	0,7 %
Soie et rayonne	0,6 %

De toute évidence, le succès dépend essentiellement de la nature des investissements. Dans les périodes de hausse des cours, comme nous les vivons depuis 10 ans, le *balanced Fund* est évidemment désavantagé par son placement partiel en obligations. On peut considérer comme excellente la politique d'investissement des sociétés dont le pourcentage d'accroissement de l'actif suit à peu près l'augmentation de la cote des actions. Le tableau suivant offre une possibilité de comparaison à cet égard ⁴⁴:

⁴⁴ United Business Service, Special Release, April 1959.

	Augmentation de valeur en %		Frais de gestion ⁴⁵	Frais d'a- chat et de vente
	de déc. 1949 à déc. 1957	de déc. 1957 à déc. 1958		
<i>Open-End Funds</i>				
Affiliated Fund	+ 118	+ 42,9	0,46 %	7,5 %
* Axe-Houghton B.	+ 111	+ 33,9	0,78 %	8,0 %
* Boston Fund	+ 102	+ 27,7	0,61 %	7,5 %
Broad St. Investing	+ 172	+ 36,5	0,32 %	7,5 %
Chemical Fund	+ 188	+ 38,9	0,45 %	7,5 %
* Commonwealth Inv.	+ 105	+ 29,8	0,53 %	8,0 %
* Diversified Inv. F.	+ 120	+ 32,7	0,51 %	8,75 %
Dividend Shares	+ 135	+ 34,6	0,49 %	8,67 %
* Eaton & Howard Bal.Fd.	+ 105	+ 25,0	0,51 %	6,0 %
Eaton & Howard Stk. Fd.	+ 171	+ 34,6	0,48 %	6,0 %
Fidelity Fund	+ 162	+ 45,0	0,46 %	7,5 %
Financial Ind. F.	+ 150	+ 41,1	0,72 %	8,5 %
Fundamental Inv.	+ 166	+ 43,1	0,50 %	8,75 %
Gas Industries	+ 105	+ 41,0	0,73 %	8,5 %
Hamilton Funds H-C7	+ 108	+ 38,0	0,85 %	8,5 %
Incorporated Inv.	+ 185	+ 44,8	0,48 %	7,5 %
Investment Co., Am.	+ 157	+ 43,7	0,55 %	8,5 %
* Investors Mutual	+ 92	+ 31,0	0,48 %	7,5 %
Investors St. Fund	+ 147	+ 47,6	0,44 %	7,5 %
Keystone S-2	+ 125	+ 46,2	0,57 %	8,3 %
Keystone S-3	+ 220	+ 45,9	0,48 %	8,3 %
* Loomis-Sayles Mut. F.	+ 93	+ 20,9	0,57 %	0,0 %
Mass. Inv. Growth Stk.	+ 200	+ 48,9	0,41 %	7,5 %
Mass. Invest. Trust	+ 193	+ 42,6	0,21 %	7,5 %
National Investors	+ 181	+ 47,3	0,32 %	7,5 %
Nat'l Securities Stk.	+ 140	+ 42,5	0,71 %	8,5 %
* Geo. Putnam Fd., Boston	+ 111	+ 33,3	0,53 %	8,0 %
* Scudder, Stevens, Clark	+ 77	+ 30,4	0,55 %	0,0 %
Selected Am. Shares	+ 142	+ 42,3	0,52 %	7,5 %
Television-Electr.	+ 191	+ 52,3	0,55 %	8,25 %

⁴⁵ Frais de gestion annuels en % de l'actif net.

	Augmentation de valeur en %			Frais d'a- chat et de vente
	de déc. 1949 à déc. 1957	de déc. 1957 à déc. 1958	Frais de gestion ⁴⁵	
(Open-End Funds)				
United Income Fund	+ 156	+ 39,9	0,63 %	8,0 %
Value Line Income Fd. N, A		+ 45,6	0,71 %	8,5 %
* Wellington Fund, Inc.	+ 94	+ 27,9	0,34 %	8,0 %
Closed-End Funds				
Adam Express	+ 145	+ 39,5	0,41 %	2,0 %
Consol. Invest. Trust	+ 188	+ 38,8	0,12 %	5,0 %
General Am. Investors	+ 143	+ 34,6	0,60 %	6,0 %
Lehmann Corp.	+ 143	+ 41,1	0,42 %	8,0 %
Madison Fund	+ 117	+ 29,9	0,55 %	10,0 %
State St. Investm.	+ 127	+ 40,4	0,48 %	4,0 %
Tri-Continental	+ 218	+ 38,8	0,27 %	5,0 %
United Corp.	+ 94	+ 40,2	0,60 %	10,0 %
U.S. & Foreign Securities	+ 251	+ 25,9	0,53 %	14,0 %
Standard & Poor's				
425 valeurs industrielles	+ 240	+ 42,0		
Dow-Jones				
30 valeurs industrielles	+ 192	+ 38,6		

* Il s'agit d'un balanced Fund qui investit en obligations, en actions privilégiées et en actions ordinaires.

Le tableau relève clairement le bilan fructueux de ces sociétés, atteint d'une part à la suite des hausses constantes de cours des investissements choisis, d'autre par et surtout de la faveur croissante dont *ces Funds* jouissent auprès des capitalistes.

Les chiffres suivants montrent encore l'actif net des *open-end* et *closed-end Companies*. A côté des investissements en actions sont également compris les obligations et la trésorerie.

Actif net en millions de dollars

	Sociétés <i>open-end</i>	Sociétés <i>closed-end</i>
1949	1 974	n. c.
1950	2 531	843
1951	3 130	n. c.
1952	3 931	978
1953	4 146	n. c.
1954	6 109	1 188
1955	7 838	n. c.
1956	9 046	1 264
1957	8 714	1 210
1958	13 242	1 633

n. c. = non communiqué

Le contre-coup de l'année 1957 est à attribuer à la baisse des cours intervenue à la suite de la récession.

Source: American Institute for Economic Research.

b) Caisses de retraite

Bien qu'il y eut aux Etats-Unis, déjà avant l'introduction de la loi sur les Assurances Sociales de 1935, un nombre important de caisses de retraite privées, la croissance ne fut rapide qu'à partir de 1949. A l'occasion de la grève qui la frappa, l'industrie de l'acier rejeta, cette même année une augmentation supplémentaire en espèces des salaires, mais prit position en faveur de l'établissement d'un fonds de retraite complémentaire à l'A.V.S. américaine existante, (*Federal Old Age and Survivors Insurance System*)⁴⁰. Cette mesure déclencha pour ainsi dire le signal qui devait amener les autres branches de l'industrie à suivre cet exemple. Comme en Suisse, il existe également aux Etats-Unis toutes sortes des systèmes établis en partie en relation avec les sociétés d'assurance-vie, en partie sous la gestion de banques, de fiduciaires ou de syndicats privés. Nous nous occupons ici seulement des caisses de sociétés privées indépendantes, non liées à une société d'assurances.

⁴⁰ Murray, Roger F., *Investment Aspects of the Accumulation of Pension Funds*, dans: *The Journal of Finance*, Vol. VII, No. 2, May 1952, p. 252.

Par suite de l'augmentation considérable des cotisants, des fonds sont devenus un facteur de premier ordre à l'intérieur du marché des capitaux. En grande partie non-élastique, l'apport de nouveaux moyens s'effectue indépendamment des fluctuations de la demande sur le marché des capitaux, de sorte que, le montant des primes calculables à l'avance tend de façon continue vers de nouveaux investissements. Il n'y a pas de prescriptions légales concernant la politique d'investissement, et le fisc ne touche pas au revenu de ces sociétés. Ces faits autorisent une grande mobilité des capitaux, qui n'existe pas dans la mesure dans les autres institutions. Il n'y a donc pas d'obstacle à répondre à la demande d'investissements accrus dans des actions ordinaires et privilégiées rentables.

Torrance voit 3 raisons principales à l'investissement accru en actions des capitaux de caisses de retraite ⁴⁷:

- le faible rendement des valeurs à intérêt fixe et le grand écart entre le rendement des actions et celui des obligations;
- la croissance rapide des fonds de retraite et la demande pressante qui en résulte en faveur d'obligations de premier ordre;
- les frais élevés occasionnés par les fonds de retraite et la tendance des employeurs à rendre le financement aussi économique que possible.

La répartition moyenne des investissements se fait pour 60 % en obligations, de sociétés privées principalement, pour 18 % en actions privilégiées et pour 25 % en actions ordinaires ⁴⁸. En vue d'une répartition équitable, beaucoup de caisses ont adopté le système du *constant dollar plan*, sur lequel repose aussi le *MIP*. Un montant hebdomadaire, mensuel ou trimestriel, fixé à l'avance, est employé à l'achat régulier d'actions, sans tenir compte de la hausse ou de la baisse des cours. A longue échéance, il en résulte un cours moyen favorable. Mais ceci n'est qu'une possibilité. Plus récemment, on aurait de même adopté avec insistance d'autres mesures qui entrent dans le concept général *Formula Plan investing*.

⁴⁷ Torrance, Bascom H., *Legal Background, Trends and Recent Developments in the Investment of Trust Funds*, dans: *Law and Contemporary Problems*, Vol. 17, Winter 1952, No. 1, p. 154.

⁴⁸ Murray, *op. cit.*, p. 255.

Pour ce qui de la répartition des capitaux appartenant aux fonds de retraite de sociétés privées, la SEC aboutit dans ses calculs aux chiffres suivants ⁴⁹:

	1955	1956	1957	1958
Valeur de l'actif sur le marché (en millions de dollars)	15 895	17 565	19 857	24 582
Dont actions ordinaires	4 795	5 648	6 024	9 548
de la société elle-même	933	864	860	1 293
d'autres sociétés	3 862	4 784	5 164	8 255
Dont actions privilégiées	523	524	550	608

Le reste est constitué en majeure partie par des emprunts privés. Les titres d'Etat n'atteignent qu'un faible pourcentage. Ce mouvement ascendant constant, est à attribuer d'une part à de nouvelles acquisitions, d'autre part à des hausses de cours. Dans la seule année 1958, 30 % de toutes les nouvelles émissions en actions ordinaires et en actions privilégiées ont été absorbées. Aucune autre institution ne parvint à un taux aussi élevé. Les actions de sociétés dont le passé prouvait une force saine de rentabilité et qui atteignirent dans leur branche une position dominante, furent là encore préférées.

Il résulte que la caisse de retraite peut également acquérir des actions de sa propre entreprise. Bien que ceci ne soit pas la règle, et afin de n'éveiller aucun soupçon, on connaît une série d'exceptions. Ainsi, il existe depuis 1916 chez la *Sears, Roebuck and Co.*, la plus grande maison d'expédition de marchandises des Etats-Unis, une institution qui est en même temps plan d'épargne, plan de participation aux bénéfices et caisses de retraites. Jusqu'en 1941, ce fonds investit tous ses moyens en actions *Sears*. Par ailleurs, des obligations extérieures furent depuis lors également acquises. De cette façon, ce fonds entra en possession de plus de 18 millions d'actions ⁵⁰ jusqu'en 1955, c'est-à-dire environ 25 % de toutes les actions émises par *Sears*. Si le développement continue dans la même mesure, la société *Sears* appartiendra peut-être dans quelques décennies à son propre fonds de retraite.

⁴⁹ SEC, Statistical Bulletin, June 1959, p. 8.

⁵⁰ The Exchange, April 1956, p. 15.

Là aussi se pose la question de la co-gestion par l'exercice du droit de vote à l'Assemblée générale. L'influence du *trustee* est ici déterminante. Guthman ne la reconnaît cependant pas, étant donné que, habitué entre autres à gérer pendant de longues années des valeurs à intérêt fixe, le *trustee* ne possède pas encore suffisamment le sens de la gestion de valeurs à intérêt variable. Pour ces raisons, Guthman pense que l'achat d'actions d'une société déterminée équivaut à une reconnaissance implicite de la valeur de l'administration responsable:

«Institutional stockholding may come to be sought as something in the nature of public recognition of successful management»⁵¹.

Signalons une innovation de la *Teacher's Insurance and Annuity Association*, dérivée d'une assurance de retraite. Cette société offre à ses membres, dont le nombre dépasse 80 000, la possibilité d'effectuer le quart, le tiers, ou la moitié des paiements de primes à sa filiale, le *College Retirement Equities Fund*, qui investit l'ensemble de ses moyens suivant le *dollar averaging*⁵². Les versements de cette filiale aux retraités varient selon les gains obtenus sur les cours et le revenu des dividendes. L'exemple a fait école également en d'autres lieux.

c) Sociétés d'assurances

a) Sociétés d'assurance-vie

Contrairement aux fonds de retraite, les sociétés d'assurance-vie ne sont pas libres d'établir leur politique d'investissement, car elles sont soumises aux lois en vigueur au lieu de leur siège social. Comme les sociétés les plus importantes sont réparties entre six Etats, seules sont pratiquement déterminantes les dispositions légales de ces Etats. Parmi ceux-ci, New York jouit de la plus grande importance. Les investissements traditionnels de ces sociétés avaient depuis toujours la forme d'emprunts d'Etat et d'hypothèques. Après la dépression, au fur et à mesure que la reprise économique se précisait, les sociétés s'employèrent à libéraliser les restrictions légales existantes. La longue portée des affaires d'assurance-vie d'une part et la tendance à la hausse à longue échéance des cours d'actions d'autre part, justifiaient un in-

⁵¹ Guthman, Harry G., Effect on the Economy of Channeling Savings through Pension Funds, dans: The Journal of Finance, Vol. VII, No. 2, May 1952, p. 276.

⁵² The Exchange, August 1954, p. 7.

vestissement partiel en actions. Le fait que, jusqu'en 1952, 36 Etats autorisaient les investissements en actions, reflète le succès des efforts entrepris⁵³. D'après la *New York Insurance Law*, le taux accordé se monte à 3 % de l'ensemble de la fortune. Les actions doivent être cotées à une Bourse officielle (*National Securities Exchange*) et avoir rapporté des dividendes pendant 10 ans consécutifs au moins⁵⁴. Une autre disposition de 1951 limite à 2 % de toutes les actions ordinaires émises les parts que l'on peut détenir d'une même société. En même temps, les investissements en actions privilégiées furent portées de 10 à 20 %⁵⁵. Les Etats de *Massachusetts* et *Connecticut*, eux, sont un peu plus généreux dans leurs taux.

Malgré tout, les sociétés sont très conservatrices en matière d'investissement. A la fin de 1954, par exemple, la part des avoirs investis en actions par le *New York Life* n'était que de 1,7 %⁵⁶. Cette société observe également dans ses investissements le *dollar averaging*.

Comparées à d'autres institutions, les sociétés d'assurance-vie jouent donc un rôle moindre, ainsi qu'en témoignent les chiffres suivants:

(en millions de dollars)

fin de l'année	total de l'actif	investi en actions
1949	59 630	1 718
1950	64 020	2 103
1951	68 278	2 221
1952	73 375	2 446
1953	78 533	2 573
1954	84 486	3 268
1955	90 432	3 633
1956	96 011	3 503
1957	101 309	3 391
1958	107 419	3 359

Source: Federal Reserve Bulletins.

⁵³ Bell, Houghton and Fraine, Harold, G., *Legal Framework, Trends and Developments in Investment Practices of Life Insurance Companies*, dans: *Law and Contemporary Problems*, op. cit. p. 65.

⁵⁴ *New York Insurance Law*, sec. 81, 13.

⁵⁵ Bell/Fraine, op. cit., p. 76.

⁵⁶ *The Exchange*, May 1955, p. 11.

Ces chiffres ne donnent pas le reflct exact des fluctuations des cours, étant donné que ces sociétés ont une participation relativement élevée en actions privilégiées (environ $\frac{1}{3}$ à $\frac{1}{2}$). D'un autre côté, il apparaît encore qu'au cours des dernières années en particulier, les achats supplémentaires se maintinrent dans des limites assez étroites.

β) Autres sociétés d'assurances

Les autres sociétés d'assurances (responsabilité civile, incendie, etc.) jouent un rôle plus important sur le marché des actions, car les lois qui les régissent sont un peu plus libérales et les plus grandes libertés dont elles jouissent, sont aussi utilisées plus abondamment:

(en millions de dollars)

	Total de l'actif	Investi en actions ordinaires	Investi en actions privilégiées
1949	12 100	2 330	644
1950	13 476	2 781	671
1951	14 756	3 177	711
1952	16 397	3 546	797
1953	17 872	3 637	839
1954	20 416	5 050	888
1955	22 305	6 029	894
1956	32 106	6 376	827
1957	23 449	5 815	827
1958	26 309	7 530	827

Source: Alfred M. Best Company.

D'après la législation sur les assurances de l'Etat de New York, une société d'assurance doit justifier ses investissements minima de capitaux (*minimum capital investments*) et certaines de ses réserves, appelées *reserve investments*. La nature de ces investissements est prescrite. La liberté est plus grande en ce qui concerne les investissements des autres réserves. Seules les actions de la société elle-même ne peuvent pas être acquises. Il en va de même lorsque l'achat d'actions d'une

société étrangère est tel que le contrôle de cette dernière passe à la société d'assurance intéressée. Il existe finalement encore des limitations relatives à l'investissement en titres étrangers ⁵⁷.

d) *Mutual Savings Banks*

Les *MSB* sont des entités à caractère particulier. On peut le mieux les comparer à nos caisses Raiffeisen, bien que cette assimilation ne soit pas tout à fait exacte. Les *MSB* travaillent sans capital de base et seulement dans l'intérêt de leurs membres. Elles sont représentées dans 20 Etats par environ 530 instituts. Leur fortune atteint aujourd'hui environ 25 milliards de dollars. Elles limitent l'importance des dépôts: de 10 000 dollars par personne, à New York, par exemple.

L'intervention du législateur dans la politique d'investissement de ces instituts est facilement compréhensible. A la fin de 1950, les *MSB* avaient investi près de la moitié de leur fortune en emprunts d'Etat, un peu plus du tiers en hypothèques et moins d'un dixième en emprunts de sociétés privées. Leur participation en actions était de 0,8 %, dont 0,7 % en actions bancaires ⁵⁸. Et les banques auxquelles s'intéressent les *MSB* doivent satisfaire à des exigences déterminées: il leur faut, entre autres, être membres du *FRS*.

Vu cette politique traditionnelle d'investissements, une participation accrue poserait des problèmes importants, notamment en raison de l'absence de connaissances techniques. C'est pourquoi les *MSB* ne firent que relativement lentement usage de ce droit, lorsque, en avril 1952, le législateur de l'Etat de New York accorda des facilités pour l'investissement en actions. La loi permet en effet de consacrer 5 % de l'avoir total ou $\frac{1}{3}$ des réserves à l'achat d'actions. De ces 5 % peuvent être investis 3 % ou $\frac{1}{10}$ de l'ensemble des réserves en actions ordinaires, et de ces deux possibilités, il faut s'en tenir à celle qui, financièrement, donne le montant le plus petit. Les autres exigences sont semblables à celles qui concernent les sociétés d'assurances; les actions ordinaires doivent être cotées à une Bourse officielle et avoir rapporté des dividendes pendant dix ans consécutifs au moins.

⁵⁷ New York Insurance Law, Section 85; 3, 4, 7.

⁵⁸ Steiner, William, Howard, *Mutual Savings Banks*, dans: *Law and Contemporary Problems*, op.cit., p. 87 et 105.

La preuve que l'on a fait un usage très réservé de ces droits est que jusqu'en septembre 1954, seulement 25 % du montant autorisé ont été investi en actions, dont 12½ % seulement en actions ordinaires⁵⁹. Cette prudence est aussi exprimé dans le commentaire sur la fin de cette forme d'investissement de capitaux, fait par le Président des *Savings Banks Trust Co.*:

«Equities have one and only one role to play in savings bank investment policy. Mutual savings banks are not justified in assuming the risks of equity investment to seek capital gains They seek a higher yield from investment in equities only to increase the over-all rate of return realized from earning assets»⁶⁰.

Les différentes banques achètent en partie directement à la Bourse, en partie par l'intermédiaire d'une société créée à cet effet, l'*Institutional Investors Mutual Fund*. Les petits instituts surtout font usage de cette dernière possibilité. L'état des actions de ce *Fund* était à fin 1953 de 6,1 millions de dollars et, au milieu de l'année 1957, de 28,5 millions des dollars.

L'évolution de la situation de l'ensemble des instituts se traduit de la façon suivante:

Voir tableau

Année	Total de l'actif	(en millions de dollars)		
		dont investissements en actions	actions ordinaires	actions privilégiées
1949	21 523	153	n. c.	n. c.
1950	22 424	179	n. c.	n. c.
1951	23 477	242	n. c.	n. c.
1952	25 269	264	n. c.	n. c.
1953	27 168	458	n. c.	n. c.
1954	29 317	601	n. c.	n. c.
1955	31 346	664	490	174
1956	33 381	733	523	210
1957	35 215	785	557	228
1958	37 784	919	636	284

n. c. = non communiqué

Source: National Association of Mutual Savings Banks.

⁵⁹ The Outlook, February 28, 1955, p. 915.

⁶⁰ The Exchange, October 1953, p. 14.

e) *Common Trust Funds*

Les moyens des *Trust Funds*, c'est-à-dire les dotations, la gestion de grandes successions qui restent souvent longtemps dans l'indivis, les fortunes de veuves et d'orphelins, disponibilités d'institutions, les fonds destinés à un but déterminé, etc. atteignent aux Etats-Unis une ampleur dépassant de beaucoup l'idée que l'on s'en fait en Europe. La gestion de ces moyens appartient au syndics privés (*trustees*), aux sociétés fiduciaires (*trust companies*) ou aux banques. Les syndics n'ont pas un libre pouvoir de décision, mais sont soumis aux lois des différents Etats. Une certaine tendance libérale se manifesta, là aussi, alors qu'autrefois tout investissement en titres de sociétés privées était interdit. A partir de mars 1950, dans l'Etat de New York, les syndics purent investir jusqu'à 35 % des fonds en valeurs de sociétés privées, c'est-à-dire en obligations ou en actions privilégiées et ordinaires⁶¹. Ces actions doivent cependant être cotées à une Bourse officielle. Les *Trust Funds* jouissent ainsi de plus grandes libertés que les sociétés d'assurances et les *Mutual Savings Banks*.

Dans le but de simplifier et de rationaliser la gestion et d'obtenir une meilleure répartition des investissements, le FRB autorisa la mise en commun des disponibilités de différents *Trust Funds* (d'où l'expression: *Common Trust Funds*)⁶². Puisqu'il est de son ressort d'établir des prescriptions relatives aux opérations fiduciaires, cette autorité dispose d'un droit d'intervention. Elle prohiba, à l'origine, la mise en commun.

Actuellement, les CTF jouissent aussi de la liberté fiscale lorsqu'ils sont administrés conformément aux *Regulations of the Board of Governors of the FRS*. Ainsi le FRB a réussi à placer pour ainsi dire

⁶¹ Torrance, op. cit., p. 139.

⁶² La définition officielle du Internal Revenue Code of 1954 est la suivante: «A common trust fund is a fund maintained by a bank or trust company exclusively for the collective investment and reinvestment of moneys contributed thereto by the bank in its capacity as a trustee, executor, administrator, or guardian; and in conformity with the rules and regulations, prevailing from time to time, of the Board of Governors of the Federal Reserve System pertaining to the collective investment of trust funds by national banks.» (Federal Reserve Bulletin, May 1958, p. 535.)

tous les CTF sous son contrôle. Il faut distinguer entre *discretionary* et *legal CTF*. Sont considérés comme *discretionary* ceux dont la politique d'investissement est laissée à la libre appréciation du syndic. Ils ne peuvent comprendre que des *Trust Funds* qui sont également *discretionary*. La dénomination «*legal*» signifie au contraire que l'Etat en question a imposé aux syndicats des prescriptions sur la politique d'investissement ou que les statuts du *Fund* lui-même contiennent des directives obligatoires.

A la fin de 1958, il existait 322 CTF dans 44 Etats. Le FRB a dressé depuis 1954 une statistique de ces institutions. Leur importance pour le marché des actions se reflète dans les chiffres suivants ⁶³:

Valeur sur le marché à la fin de l'année
(en millions de dollars)

	1954	1955	1956	1957	1958
Avoir total	1 596	1 856	1 974	1 965	2 434
investi en actions	938	1 118	1 194	1 140	1 514
dont actions ordinaires	748	904	985	936	1 292
actions privilégiées	190	214	209	205	221

Les plus grands achats d'actions suivirent l'assouplissement des prescriptions en 1950. Les fluctuations des cours qui eurent lieu depuis lors amenèrent en 1957 une régression de l'avoir total, baisse qui fut cependant plus que compensée dans l'année suivante par la hausse caractérisée des cours. L'augmentation de 1958 est due pour $\frac{2}{3}$ aux augmentations des cours et seulement pour $\frac{1}{3}$ aux achats supplémentaires.

f) Investment Clubs

C'est la forme d'institution la plus souple. Bien que ces clubs ne soient pas une réalisation récente, leur essor coïncide, cependant, avec la période 1949—1958. Chacun d'eux compte ordinairement 15 à 20 membres, lesquels s'engagent d'après les statuts à des versements mensuels déterminés. Les cotisations ne sont investies qu'en actions. Les problèmes d'investissement, d'achat ou de vente de valeurs, sont discutés lors de réunions régulières. Il est ensuite passé au vote. Souvent

⁶³ Federal Reserve Bulletin, August 1956, June 1957, May 1958, May 1959.

l'on fait appel aux conseils d'un *broker* expérimenté jusqu'à ce que les membres aient acquis l'expérience nécessaire. En général, la comptabilité est tenue bénévolement par un membre. A la fin de 1957, le *NYSE* estimait le nombre de ces clubs à 8 100, avec un effectif de 120 000 membres. On estime que leurs investissements mensuels dépassent les 2 millions de dollars⁶⁴. Des indications plus précises peuvent être obtenues auprès de la Fédération qui groupe la plupart de ces clubs, le *National Association of Investment Clubs*. Celle-ci fut créée en octobre 1951 avec 4 club-membres et se développa depuis lors de la façon suivante:

	Nombre de clubs	Part d'investissement par mois et par club	Avoir par club	Avoir total de tous les clubs
1952	42			
1953	150			
1954	345			
1955	889			
1956	1730			
1957	2425			
1958	3110	\$ 216	\$ 8 600	\$ 26,75 millions

Source: National Association of Investment Clubs.

L'importance croissante de ces *investment clubs* tient avant tout au fait qu'ils amènent constamment au marché des actions un public qui n'était jusque là jamais représenté à la Bourse.

D'après nos conceptions, ces clubs représenteraient de jure une société ordinaire. Etant donné que seule une infime partie d'entre eux consiste en sociétés par actions, leur statut juridique n'a encore en général aucun fondement solide. La *SEC* s'est particulièrement attachée à ce problème et indique que la qualité de membre constitue une participation à un *profit sharing agreement* ou à un *investment contract*. Cela signifierait que le club serait soumis à l'*Investment Company Act* de 1940. Par ailleurs, la loi exclut les sociétés de moins de 100 membres qui ne sollicitent pas une large adhésion du public. Ce qui

⁶⁴ The Exchange, December 1957, p. 13.

importe donc, c'est que le club fasse campagne pour recueillir des adhésions ⁶⁵.

Cet aperçu sur les institutions d'investissement serait incomplet si nous ne mentionnions pas les grandes fondations (*endowment funds*) d'universités et de collèges, qui ont investi d'importants moyens en actions, en valeurs pétrolières pour la plupart, et les participations en actions prises par des organisations religieuses et ecclésiastiques. On manque toutefois de données statistiques sûres, ce qui nous contraint à les citer pour mémoire.

⁶⁵ SEC, 22nd Annual Report 1956, p. 191.

LES FLUCTUATIONS DES COURS

1. Les procédés statistiques

Afin de permettre l'observation de l'évolution des cours, des organismes officiels et privés ont créé différents indices. Le *Dow Jones Index*, publié par *Dow Jones and Co., New York*, le *Standard and Poor's Index*, publié par la *Standard and Poor's Corp., New York*, et l'indice de la *Securities and Exchange Commission*, qui retracent l'évolution des cours des actions, revêtent une importance primordiale. L'indice de *Moody*, ainsi que celui d'autres publications boursières sont de moindre intérêt. De plus, divers quotidiens et bulletins financiers ont leurs propres indices.

La diversité des bases d'appréciation se répercute naturellement sur les chiffres. D'un indice à l'autre, il se produit par conséquent de plus ou moins grandes différences. L'exemple suivant montre l'écart relativement élevé entre deux indices *Dow Jones* et celui de la *Securities and Exchange Commission*.

	Date	Indice	Ecart en %
<i>Dow Jones</i> ¹	31. 12. 54	150.22	
(65 valeurs)	16. 12. 55	171.01	+ 13,8
<i>Dow Jones</i>	31. 12. 54	404.39	
(30 valeurs industrielles)	16. 12. 55	482.08	+ 19,2
<i>Securities and Exchange Commission</i> ¹	31. 12. 54	274.3	
(Indice pour 265 valeurs, 1939 = 100)	16. 12. 55	335.2	+ 22,2

¹ Puhl, J., *Kapitalanlage in USA-Wertpapieren*, München 1956, p. 60.

Nous avons joint à notre étude un tableau qui montre l'évolution des cours à l'aide de quatre indices:

A. Indice Dow Jones basé sur 30 valeurs industrielles

Cet indice jouit de la plus grande faveur dans les milieux boursiers. Il est basé sur les valeurs suivantes:

Allied Chemical	Inter. Nickel
American Can	Int. Paper
* American Smelting & Ref.	* Johns-Manville
American Tel. & Tel.	* Nat. Distillers
American Tobacco	* National Steel
Bethlehem Steel	Procter and Gamble
Chrysler	Sears Roebuck
* Corn Products Refg.	Standard Oil of Calif.
Du Pont de Nemours	Standard Oil of N.J.
Eastman Kodak	Texas Company
General Electric	Union Carbide & Carbon
General Foods	United Aircraft
General Motors	US Steel
Goodyear Tire	Westinghouse Electric
Int. Harvester	Woolworth
* Ces 4 valeurs furent remplacées le 1er juin 1959 par:	
Aluminium Co. of America	Owens Illinois Glass
Anaconda	Swift & Co.

On s'aperçoit qu'il s'agit là de valeurs d'entreprises représentatives de chaque branche. On objecte souvent — et pas tout à fait à tort — que cet indice ne tiendrait compte, presque exclusivement, que des *blue chips*. En pratique, cette détermination de base a pour effet qu'au début d'une hausse, qui touche tout d'abord les valeurs les plus connues, l'indice présente de fortes augmentations; il évolue toutefois de façon moins rapide vers le maximum, car le public s'oriente alors vers des valeurs de second ordre, dont les cours n'étaient affectés jusque là que par des hausses modestes.

Malgré ce reproche, il faut reconnaître que l'indice *Dow Jones* est l'indice le plus connu et le plus ancien, et qu'il constitue même le

fondement d'une théorie de pronostics boursiers². Cette dernière date du début siècle, à l'époque où Charles Dow fonda un service financier, l'actuelle *Dow Jones Company*. A l'origine, cette théorie servait à prévoir l'évolution de la conjoncture. Les successeurs de Dow échaffaudèrent cependant sur la base de la moyenne des valeurs industrielles et ferroviaires³ une théorie de pronostics boursiers. Les indices couvrirent trois mouvements: le mouvement fondamental (responsable de l'évolution à longue échéance), le mouvement de surface et le mouvement journalier. Les deux premiers mouvements devaient permettre de définir par déduction analogique la tendance du marché. L'évolution de l'indice des valeurs ferroviaires devait confirmer l'évolution de l'indice des valeurs industrielles. Bien que le coefficient d'exactitude des pronostics ne fût pas élevé, l'effondrement de 1929 fut néanmoins prédit, mais, seulement, il est vrai, lorsque l'indice des valeurs industrielles eut baissé de 75 points. Il est évident, que le pronostic peut devenir réalité quand ses auteurs provoquent eux-mêmes le mouvement qu'ils prédisent. Mais ceci n'est possible que lorsque le nombre de ses partisans est suffisamment important.

Au cours des dernières années, cette théorie est tombée peu à peu en désuétude.

B. Indice Dow Jones basé sur 20 valeurs ferroviaires

L'indice est déterminé d'après les valeurs suivantes:

Atchison Topeka	Kansas City Southern
Atl. Coast Line	Louis & Nash.
Baltimore & Ohio	New York Central
Canadian Pacific	N. Y., C. & St. L.
Chesapeake & Ohio	N. Y. N. H. & Hart.
Chicago Rock Island	Norfolk & Western
Del. & Hudson	Pennsylvania
Erie	Southern Pacific
Great Northern	Southern Railway
Illinois Central	Union Pacific

² Rhea, R., *The Dow Theory*, New York 1932.

³ L'indice de valeur des services publics n'apparut qu'en 1929.

C. Indice Dow Jones basé sur 15 valeurs de services publics

Les valeurs suivantes sont considérées:

Amer. Electric Power	Niagara Mohawk Power
Cleveland E. Illum.	Pacific Gas & El.
Columbia Gas System	Panhandle E. P. L.
Commonwealth Edison	Peoples Gas
Consolidated Edison	Philadelphia Elec.
Consolidated Natural Gas	Public Service El. & Gas
Detroit Edison	Sou. Cal. Edison
Houston Ltg. & Pow.	

Ces divers indices sont établis comme suit. A l'origine, on additionna simplement les cours des valeurs en question pour diviser ensuite leur montant total par le nombre des valeurs choisies. Cette méthode se révéla cependant inefficace lors de *Stock Splits*; en effet, le cours des titres considérés devait être multiplié par le nombre des actions nouvelles, ce qui modifiait la part d'une valeur à l'indice général.

Pour cette raison, on utilise de nos jours un coefficient de division constant, dont la détermination est illustrée par l'exemple suivant: Supposons que l'indice se compose de trois actions comptant respectivement sur le marché pour 5, 10 et 15 dollars. L'action de 15 dollars sera décomposée dans le rapport de 3 à 1. Avant le *split*, l'indice est tout d'abord calculé selon l'ancienne méthode et les valeurs sont ensuite additionnées comme si le *split* avait déjà eu lieu. Dans le cas de notre exemple, l'indice ainsi calculé sera de $\frac{5+10+15}{3} = 10$. Mais après le *split* on aboutit à un total de $\frac{5+10+15}{3} = 20$. Ce dernier total est divisé ensuite par le premier indice moyen (10), et le résultat (2) constitue le nouveau coefficient de division qui sera appliqué à partir du jour suivant. Si, ce jour-là, les cours de fermeture sont de 7, 13 et 5 dollars, l'indice sera de $25:2 = 12,5$. Le coefficient de division reste ainsi constant jusqu'à ce qu'un nouveau *split* le modifie ou qu'un titre soit remplacé par un autre.

D. Standard and Poor's Low Price Stock Index

Qualitativement, cet indice se fonde sur de moins bonnes valeurs, aux perspectives de dividendes plutôt moyennes, et qui présentent donc

un risque. C'est pourquoi on considère souvent cet indice comme un thermomètre de la spéculation, puisque ces titres ne sont en général touchés que plus tard par la hausse. A ce moment là, les suiveurs et petits spéculateurs commencent à s'engager: les cours des *blue chips* étant déjà trop élevés, ils se tournent en effet vers des valeurs moins chères.

L'indice se compose des valeurs suivantes (entre parenthèses le jour de leur prise en considération et, par la suite, de leur abandon):

* ACF-Wrigley (10. 8. 55)	Amal Leather (3. 8. 32 / 16. 9. 53)
Alleghany Corp. (10. 9. 52)	Amer. Encaustic Tiling (3. 8. 32 / 16. 9. 53)
* American Motors (6. 10. 54)	Amer. Zinc, Lead & Smelting (31. 12. 25 / 3. 9. 52)
	Butte Copper (31. 12. 25 / 3. 9. 52)
* Amer. Petrofina (3. 10. 56)	Calumet & Hecla (3. 8. 32 / 16. 9. 53)
* Avco Mfg. (10. 9. 52)	Childs Co. (4. 3. 49 / 16. 9. 53)
* Braniff Airways (23. 9. 53)	Gen. Public Service (3. 8. 32 / 16. 9. 53)
* Callahan Mining (31. 12. 25)	Gen. Realty & Utilities (3. 8. 32 / 3. 9. 52)
* Chemwy Corp. (23. 9. 53)	Gobel (Adolph) (3. 8. 32 / 16. 9. 53)
* Coty Inc. (3. 8. 32)	International Rubber (1. 6. 28 / 16. 9. 53)
* Curtis Publishing (23. 9. 53)	Lehigh Valley Coal (3. 8. 32 / 16. 9. 53)
* Curtiss-Wright (10. 9. 52)	Norwalk Tire & Rubber (31. 12. 25 / 26. 2. 49)
* Duplan Corp. (23. 9. 53)	Packard Motors (10. 9. 52 / 30. 9. 54)
* Gamble-Skogmo (23. 9. 53)	Panhandle Oil (3. 8. 32 / 26. 9. 56)
* Gen. Amer. Industries (3. 8. 32)	
Guantanamo Sugar (31. 12. 25)	
* Pittsburgh Screw & Bolt (3. 8. 32)	
* Rexall Drugs (23. 9. 53)	
* South American Gold & Platin- um (3. 8. 32)	
* Sparton Corp. (3. 8. 32)	

* Thompson-Starrett (10. 9. 52)	Peabody Coal
* United Industrial Corp. (3. 8. 32)	(23. 9. 53 / 3. 8. 55) Seagrave Corp.
* United Park City Mines (31. 12. 25)	(1. 6. 28 / 3. 9. 52) Tri-Continental
* Walworth Co. (23. 9. 53)	(3. 8. 32 / 3. 9. 52)

Les actions précédées d'un astérisque furent remplacées le 10. 12. 1958 par:

American Cable & Radio	Hat Corp.
ASR Products	Hotel Corp. of America
Briggs Mfg.	Maracaibo Oil
Chadbourn-Gotham	McLean Trucking
Conde-Nast	Republic Pictures
Fawick Corp.	Rhodesian
Firth Carpet	Union Asbestos
Gar Wood Industries	Van Norman Industries
Grayson & Robinson	Vertientes Sugar

Cette composition fait apparaître clairement qu'il s'agit d'actions d'entreprises moins importantes, qui ne présentent pas un intérêt aussi grand pour les capitalistes européens. Mais elle relève aussi la fréquence des changements de valeurs rendus nécessaires par le fait qu'avec le temps, certaines sociétés parviennent à consolider leur position et à s'assurer ainsi une meilleure qualification.

On utilise comme base le nombre 10, moyenne des années 1941—43. Le mode de calcul suppose un investissement de 2 000 dollars dans chacun de ces titres.

2. *L'activité du marché entre 1949 et 1958*

A. *La léthargie d'après-guerre de septembre 1946 à juin 1949*

Cette période est caractérisée par une activité boursière sans tendance nette. La hausse, comme la baisse, n'arrivèrent pas à se maintenir, car toute augmentation de cours était suivie presque immédiatement d'un recul. Cette situation débuta par la régression marquée de

septembre 1946, qui constituait pourtant le début d'un développement économique insoupçonné. Par la suite, les écarts des cours se maintinrent dans des limites étroites et contraires à la conjoncture. C'était la première fois depuis 1870 qu'un essor de la situation économique n'était pas accompagné d'une hausse du cours des actions⁴.

La réélection inattendue du candidat démocrate à la présidence, M. Truman, provoqua en novembre 1948 une baisse des cours dont la Bourse ne devait se remettre qu'au deuxième semestre 1949. Au surplus, la fin de l'année 1948 fut marquée par la première récession d'après-guerre, qui affecta la Bourse jusqu'au milieu de 1949. Les cours accusaient déjà en mars 1949, il est vrai, une certaine tendance à la hausse, qui se renforça quelque peu avec l'allègement de la marge réglementaire de couverture pour les achats à crédit de 75 à 50 %. Le volume du chiffre d'affaires s'améliora aussi: au *New York Stock Exchange*, il passa de 17,7 millions d'actions en février à 21,3 millions en mars, tout en restant cependant inférieur au niveau atteint en mars de l'année précédente. Mais l'insécurité engendrée par les répercussions de la récession étouffa très rapidement la petite flamme allumée par l'abaissement des prescriptions de couverture. A cela s'ajouta l'augmentation de 4 milliards de dollars des impôts fédéraux, prévue par le Président Truman, qui parut encore plus incompréhensible à une époque de contraction des affaires et de baisse des bénéfices nets. Au cours du premier semestre 1949, l'indice *Dow Jones* pour 30 valeurs industrielles afficha aussi une tendance à la baisse: du niveau de janvier, le plus élevé de l'année avec 181,54 points, il tomba au milieu de juin au minimum de l'année avec 161,60.

B. Le début de la hausse

Dans ses grandes lignes, l'évolution ultérieure se prolonge jusqu'à l'heure actuelle et pourrait bien s'intituler «Histoire d'une hausse». Qui aurait osé, il y a dix ans, pronostiquer ce *Bull Market*, unique en son genre qui, malgré les importantes augmentations des cours, repose toujours sur une base solide. Ainsi furent démenties toutes les

⁴ Erbe, René, Kursschwankungen und Konjunkturverlauf am amerikanischen Aktienmarkt, Privat-Kommerzbank AG Zürich, o.J., p. 13.

prévisions qui ne virent dans la Bourse qu'un domaine secondaire de l'économie, appelé à jouer de moins en moins le rôle de baromètre de la conjoncture⁵.

Un renversement de tendance commença en juin 1949. Avec des chiffres d'affaires et des cours en hausse, il devait se maintenir jusqu'au début de la guerre de Corée. Bien que de nombreux événements défavorables jalonnèrent encore cette période, les milieux en quête de placements ne semblaient plus s'intéresser qu'à une évolution à longue échéance. Alors que la tendance déflationniste du premier semestre avait été largement escomptée, les effets inflationnistes limités du *deficit spending* du Gouvernement semblaient constituer un argument en faveur de la hausse. La masse monétaire que l'Etat jeta dans l'économie par ses dépenses non couvertes fut interprétée dans le public comme le début d'une évolution inflationniste.

Cette tendance ne pouvait évidemment constituer le seul stimulant. Entre le deuxième et le troisième trimestre 1949, les chiffres d'affaires et les bénéfices des principaux *trusts* industriels subirent une augmentation considérable, qui était à interpréter comme un signe certain de l'essor en cours depuis la fin de l'été. Ceci se traduisit aussi en partie par une augmentation des dividendes trimestriels. En dernière analyse, le fait que les projets en matière de politique fiscale du Gouvernement Truman ne furent pas réalisés produisit également un heureux effet.

Des informations peu favorables qui, au cours des mois précédents, ne seraient à coup sûr pas restées sans portée, ne réussirent plus à influencer la tendance du marché. La dévaluation de la livre sterling ainsi que celle d'autres devises fut à peine remarquée. De même, les nouvelles alarmantes en provenance du marché du travail, la coïncidence de grèves importantes dans les industries-clés, la cessation du travail dans les mines de charbon de 20 Etats semblèrent passer inaperçues. Le marché témoigna d'une importante force de résistance, face à des incidences aussi défavorables. Les réalisations en vue de

⁵ Par exemple: Pauly, Egbert, *die Organisation des New York Stock Exchange und die Kursschwankungen seit Kriegsende*, Diss. Fribourg 1951, p. 83.

profits⁶ comme elles ont habituellement lieu vers la fin de l'année⁷, furent absorbées par le marché sans contrecoup. Jusqu'en décembre 1949, l'indice *Dow Jones* des valeurs industrielles atteignit au maximum 200,52 points.

Ininterrompue, cette évolution ascendante provoqua en janvier 1950 un contrecoup qui ne dura cependant que de deux jours et peut de ce fait à peine être considéré comme une phase de consolidation: l'indice *Dow Jones* tomba de 201,61 à 196,81 points. Depuis juin 1949 les principales valeurs industrielles enregistraient à ce moment là une augmentation moyenne du cours de 25 %. De plus, le dépassement de la limite de 200 points de l'indice *Dow Jones* rappela sans doute à la prudence les partisans de la théorie, qui s'y rattache, étant donné que ce niveau ne fut dépassé que deux fois, en octobre 1930 et en 1946⁸.

Alors que la première phase du mouvement ascendant avait été menée presque exclusivement par les blue chips, la hausse concerna vers la fin de l'année 1950 plutôt des valeurs de second ordre. Le *Low Price Stock Index de Standard and Poor* passa de 16,3 en septembre 1949 à 23,34 points à la mi-mai 1950. De même, l'augmentation des achats *odd lot* et l'intérêt considérable qui fut porté aux actions des compagnies de chemins de fer trahirent mieux la poussée spéculatrice. Mais ceci ne voulait pas encore dire qu'il s'agissait là de spéculation dangereuse, car les crédits boursiers, par exemple, se maintinrent dans des proportions modestes.

Au cours du premier trimestre 1950, les annonces de grèves ne réussirent pas non plus à modifier la tendance générale, bien qu'on n'eut pu s'attendre à ce que la grève des charbonnages, qui se prolongeait depuis des semaines, ne manquerait pas d'avoir des répercussions sur d'autres branches de l'économie. Mais le *never sell on strike news* sembla déjà avoir passé dans la pratique, d'autant plus qu'on avait le sentiment que les écarts seraient en général compensés par la suite.

⁶ Les gains de capitaux provenant d'actions en possession du contribuable depuis moins de six mois sont imposés, d'après la loi fiscale américaine, à un taux plus élevé que les gains sur les cours d'actions dont la cession n'est effectuée par le porteur qu'après plus de six mois dès l'achat.

⁷ Les échéances fiscales pour les impôts fédéraux sont: 45 % le 15 mars, 45 % le 15 juin, 5 % le 15 septembre, 5 % le 15 décembre.

⁸ *Neue Zürcher Zeitung*, 27 janvier 1950, No. 187.

Un autre élément de la hausse enregistrée au printemps 1950 fut l'activité croissante des institutions nouvelles qui, comme nous l'avons vu, obtinrent des Parlements de nombreux Etats de l'Union de larges facilités pour l'investissement en actions. Les fonds de retraite des grands *trusts* industriels, récemment créés et qui avaient été obtenus par les syndicats à la suite des derniers conflits sociaux, furent là à noter en particulier.

Vers le milieu de l'année, l'ambiance du marché devint de plus en plus nerveuse. Le niveau atteint par ce *Bull Market* d'un an montra l'opportunité d'une certaine prudence. Cette dernière s'exprima aussi dans l'accroissement de la spéculation à la baisse qui, rien que pour l'action *General Motors* se traduisit entre mai et juin par un bond de 26 898 à 35 286 titres⁹. Exigée pour des raisons techniques, une réaction fut attendue après que l'indice *Dow Jones* eut indiqué les augmentations suivantes:

	état au 13. 6. 49	au 12. 6. 49
30 valeurs industrielles	161.60	228.38
20 chemins de fer	41.03	56.87
15 services publics	34.00	43.69

Le pourcentage de l'augmentation de gain de quelques valeurs représentatives est indiqué ci-dessous:

<i>Industrie sidérurgique</i>	Prix		Gain en %
	au 30. 6. 49	au 12. 6. 50	
Bethlehem Steel	24 ¹ / ₈	37 ⁵ / ₈	56
Republic Steel	17 ⁶ / ₈	37 ¹ / ₄	111,3
U.S. Steel	21 ¹ / ₈	35 ⁷ / ₈	69,8
<i>Industrie pétrolière</i>			
Gulf Oil Corp.	58 ³ / ₄	69 ⁷ / ₈	18,9
Sinclair Oil Corp.	20 ³ / ₈	27 ¹ / ₄	33,7
Standard Oil N. J.	62 ⁵ / ₈	77 ¹ / ₈	23,2
<i>Industrie aéronautique</i>			
Boeing Airplane	19	28 ⁷ / ₈	52
Douglas Aircraft	58 ³ / ₄	76 ¹ / ₂	30,2
Lockheed Aircraft	17 ³ / ₄	29 ¹ / ₈	64,1

⁹ Neue Zürcher Zeitung, 4 avril 1950, No. 712.

Industrie chimique

Allied Chemical & Dye	168	248	47,6
Dow Chemical	44 ¹ / ₄	67 ⁷ / ₈	53,4
Du Pont de Nemours	46 ¹ / ₄	81	75,1

C. Le début de la guerre de Corée

La situation technique du marché était particulièrement sensible lorsque la nouvelle de l'agression communiste en Corée du Sud fut publiée le 26 juin 1950. L'incertitude du futur et l'intervention des Nations Unies rendirent le grand public nerveux. Le 27 juin, l'accumulation des ordres de vente fit monter le volume d'affaires à 4 millions de titres (chiffre d'affaires journalier moyen en 1950: 1,98 million de titres)¹⁰, et déclencha au surplus l'exécution de *stop orders*¹¹. Les 30 valeurs moyennes de l'indice *Dow Jones* tombèrent ce jour de 224,35 à 213,95 points. La confiance dans le marché était ébranlée. Jusqu'au 13 juillet, ce même indice déclina jusqu'à atteindre 197,44. Les gains sur les cours réalisés pendant le premier semestre furent le plus souvent réduits à néant comme les exemples suivants le montrent (cours du 13. 7.):

U.S. Steel	32 ³ / ₈
Allied Chemical and Dye	208 ¹ / ₂
Standard Oil N. J.	70
Du Pont de Nemours	67 ¹ / ₄

Si le recul consécutif au début de la guerre de Corée fut provoqué par des ventes faites sous l'empire de la crainte, l'aggravation de la chute des cours résulta des revers militaires qui firent également apparaître sur le marché des paquets d'actions provenant de grands capitalistes.

Au milieu du mois de juillet, dans l'attente d'un nouvel essor que des commandes militaires supplémentaires laissaient prévoir (le Président Truman avait demandé devant le Congrès un crédit militaire

¹⁰ NYSE, Fact Book 1959, p. 39.

¹¹ On entend par là un ordre de vente qui est à exécuter au moment où le cours tombe à un niveau déterminé. Le spéculateur veut s'assurer par là un gain minimum sur les précédentes augmentations de cours. Il est à peine nécessaire de signaler que le danger réside dans l'effet cumulatif de tels ordres.

supplémentaire de 13 milliards de dollars sur ce point), *Wall Street* commença peu à peu à se remettre du choc. Les valeurs ferroviaires et d'armement connurent une nouvelle période ascendante. Jusqu'au 10 août, l'indice *Dow Jones* regagna 9,7 % sur sa baisse précédente, soit $\frac{2}{3}$ des pertes, ce qui peut être considéré comme un phénomène habituel lors de tels événements.

Le fait que ce furent les valeurs ferroviaires, conjointement avec les valeurs d'armement, qui commandèrent la reprise, n'était pas dû au hasard. Les transports militaires nécessaires à la guerre de Corée accrurent le trafic voyageurs et marchandises dans des proportions importantes et provoquèrent assez vite une augmentation des bénéfices nets. Par ailleurs, le fait que la loi d'imposition des bénéfices excédentaires projetée (*excess profits tax bill*) plaçait les chemins de fer dans une situation privilégiée par rapport aux autres industries joua également un rôle ¹². Il faut en partie aussi attribuer la rentabilité améliorée de ces sociétés à l'utilisation croissante de motrices Diesel en lieu et place de locomotives à vapeur. Les paiements de dividendes de 47 sociétés de chemins de fer augmentèrent au premier trimestre 1951 de 21,9 % par rapport à la même période de l'année précédente ¹³.

Jusqu'à la fin de l'année, le marché témoigna d'une extraordinaire capacité de résistance, bien qu'il fût soumis plusieurs fois à des rumeurs pessimistes. Citons par exemple les sousestimations de bénéfices des sociétés pour 1950, dues à l'entrée en vigueur de mesures fiscales et de contrôle aggravées. Pour ce qui est des bulletins militaires, les succès en Corée furent en général accueillis favorablement. Ainsi l'offensive des forces des Nations Unies en direction du Yalou fut suivie d'une ruée moins dangereuse des acheteurs sur le marché des effets. La défaite de l'entreprise du Yalou fit cependant tomber l'indice des valeurs industrielles de 8 points, c'est-à-dire de 234,96 à 226,42. La guerre étant entrée dans les faits divers par la suite, et les réactions aux communiqués militaires et aux tentatives de cessation des hostilités furent diverses. Si la guerre constituait aux yeux du public une certaine garantie quant au maintien des commandes militaires, l'armistice, lui, semblait devoir être suivi à brève échéance d'une diminution des im-

¹² The Exchange, January 1951, p. 1.

¹³ The Exchange, April 1951, p. 10.

pôts supplémentaires. Le 16 décembre vit encore la proclamation de l'état d'urgence aux Etats-Unis, ce qui ne parvint en aucune façon à impressionner la Bourse.

Il faut sans doute rechercher la raison principale de cette tendance ascendante constante dans la fuite accrue des capitaux vers les valeurs refuges, placement déterminé par l'attente d'une dépréciation monétaire durable. En outre, la confiance des cercles financiers dans une augmentation des versements de dividendes ne fut pas déçue. Les actions ordinaires cotées au *NYSE*, classées par groupes industriels, subirent par rapport à 1949 les augmentations de dividendes suivantes ¹⁴:

	(en %)
Industrie électronique	67,0
Industrie sidérurgique	44,7
Industrie chimique	36,0
Industrie aéronautique	31,5

Le succès électoral du parti républicain en novembre à également dû contribuer à la création de cet optimisme envahissant. Le volume annuel du chiffre d'affaires du *NYSE* monta en 1950 à 655,2 millions d'actions (1949 : 353,3) ¹⁵. Les valeurs d'armement relevées par l'indice hebdomadaire *Standard and Poor* augmentèrent de 54,6 %, les chemins de fer de 39,9 %. A la fin de l'année, les indices *Dow Jones* étaient les suivants:

Valeurs industrielles	235,41
Chemins de fer	77,64
Services publics	40,98

D. L'évolution de l'année 1951

Les premiers mois de cette année furent caractérisés par une attitude d'expectative. Certes, le mouvement de hausse se poursuivit au cours des premières semaines de janvier et poussa l'indice des valeurs industrielles au milieu de ce mois à 248,01 et l'indice des chemins de fer à 85 points. L'augmentation, le 17 janvier, de 50 à 75 % de la marge

¹⁴ *NYSE, Fact Book*, 1959, p. 40.

¹⁵ *Neue Zürcher Zeitung*, 27. I. 1951, No. 187.

réglementaire de couverture, fut acceptée sans contrecoup sur le marché. Une réaction technique eut lieu dans la deuxième moitié de février et une augmentation du volume des achats, limitée en raison de l'échéance fiscale du 15 mars, parvint à comprimer l'indice de près de 9 points. Le mouvement ascendant suivit ces réactions, jusqu'à ce qu'en mai, le niveau de 263,13 fut atteint.

Il semble que le marché ne commença qu'à ce moment là à permettre quelques considérations d'ensemble. Les répercussions du contrôle des prix et du *controlled materials plan*¹⁰ se dégageaient enfin. Pendant le dernier trimestre 1950, on n'avait guère accordé d'attention — ce qui est étonnant — à ces facteurs difficiles à déterminer.

A la fin du printemps 1951, le commerce de détail accusa une constante augmentation des stocks, ce qui indiquait un relâchement des consommateurs. En effet, à partir du mois de mars, les commandes de biens de consommation, la production de ces biens et les ordres en cours dans cette industrie diminuèrent sans cesse. De plus, certains observateurs du marché crurent qu'en cas de paix en Corée, les stocks augmenteraient encore et que la fréquence des achats déclinerait. A fin juin, la Bourse se laissa influencer passagèrement par ces considérations et par l'ouverture des pourparlers d'armistice en Corée: les chiffres d'affaires fléchirent et certaines valeurs subirent parfois de grandes pertes.

Bien que la situation ne donnât pas satisfaction sur le plan technique, la hausse des cours, menée à nouveau par des valeurs d'armement, se poursuivit pendant cette période. La hausse toucha bientôt d'autres groupes, tels, en premier lieu, les actions des services publics, qui n'avaient jusqu'à alors jamais suscité d'intérêt. Les valeurs ferroviaires, en revanche, continuèrent à s'affaiblir; les augmentations enregistrées au cours des mois précédents avaient visiblement été trop fortes pour qu'elles puissent se soustraire à une consolidation. Et la publication des bénéfices pour les huit premiers mois de l'année ne fut pas non plus faite pour renforcer la confiance dans les chemins de fer. Le bénéfice net de 131 de ces sociétés tomba à ce moment-là

¹⁰ Aux termes de ce plan la National Production Authority prescrivait selon le degré d'urgence la consommation trimestrielle maximum des consommateurs d'acier, d'aluminium et de cuivre.

à 326 millions de dollars contre 372 millions au cours de l'année précédente.

Au milieu du mois de septembre, l'indice des valeurs industrielles atteignit le maximum absolu de l'année 1951 avec 276,37 points. Il faut sans doute attribuer pour l'essentiel cet accroissement à la réapparition des craintes inflationnistes, déclenchées par l'augmentation du budget militaire qui avait été approuvée par le Congrès.

Les perspectives de dividendes n'étaient en fait nullement encourageantes, puisque, par le *Revenue Act* de 1951, le Congrès éleva encore une fois les impôts sur les sociétés, et ceci avec effet rétroactif à partir du 1er avril ¹⁷. Un grand nombre de sociétés n'avaient pas réservé les disponibilités nécessaires, ce qui permettait de prévoir que, surtout le dernier bilan trimestriel, serait très chargé.

Les bénéfices décevants du troisième trimestre motivèrent un jugement sceptique quant à l'avenir. Ainsi, l'action *General Electric* perdit plus de deux dollars en une seule séance après la publication des bénéfices sociaux pour les 9 premiers mois. Des difficultés croissantes apparurent sur le marché du travail. Rappelons la grève des *dockers* du port de New York. Certains milieux virent là le signal d'une nouvelle vague de revendications de salaires. En politique extérieure, les difficultés consécutives du conflit du pétrole iranien et l'aggravation du problème du canal de Suez pesèrent aussi dans la balance. Ces événements divers déclenchèrent, le 22 octobre, une réaction qui fit baisser l'indice *Dow Jones* de 267,42 à 262,29 points.

Aucun contrecoup notable ne se produisit ensuite jusqu'à la fin de l'année. Au contraire, le marché se rétablit, bien que l'activité des achats se concentrât sur des groupes sélectionnés. Si le groupe *électronique* fut préféré en raison des chances de croissance dont bénéficiaient ces valeurs dans le domaine de la télévision et de l'équipement militaire, ce fut avant tout le groupe des *services publics* qui attira l'intérêt des milieux en quête de placements. Il y a tout lieu de penser que différents capitalistes vendirent même des valeurs industrielles pour acquérir des titres de services publics dont les cours étaient restés en retard. En plus du fait que ces valeurs n'avaient jusque là pas participé à la hausse, il existait l'espoir que ces entre-

¹⁷ The Exchange, November 1951, p. 10.

prises seraient bientôt autorisées à élever leurs prix. En outre, un grand nombre de ces entreprises bénéficiait de réductions fiscales, en raison de l'exemption d'impôts sur les dividendes versés. A la fin de décembre, l'indice *Dow Jones* de ces valeurs était à 47,22 points contre 40,98 l'année précédente.

Bien que l'année 1951 ne fut pas caractérisée par une tendance ascendante spectaculaire, le résultat put quand même être considéré comme satisfaisant pour le capitaliste, en particulier parce que les réductions de dividendes n'intervinrent pas dans les proportions escomptées. Dans ce domaine, on nota, en comparaison avec l'année 1950, les pourcentages d'écarts suivants pour les actions cotées au *NYSE* des principaux groupes industriels ¹⁸:

	Nombre de sociétés	Ecart entre dividendes 1950 et 1951
Industrie aéronautique	25	+16,3
Industrie automobile	73	-28,0
Industrie chimique	81	-12,9
Industrie électrotechnique	22	-11,7
Industrie pétrolière	47	+20,1
Chemins de fer	81	+ 6,0
Industrie textile	44	+10,0
Services publics	101	+12,4

Les trois indices déterminants ont atteint à la fin de l'année 1951:

269,23	(valeurs industrielles)
81,70	(chemins de fer)
47,22	(services publics)

E. Le marasme de l'année 1952

La situation entre la guerre et la paix continua à jeter son ombre sur le développement économique. En vue de couvrir les dépenses fédérales croissantes, le Président Truman sollicita au début de l'année 1952 de nouvelles augmentations d'impôts devant le Congrès. Peu

¹⁸ The Exchange, January 1952, p. 2.

après, le Département du Travail publia un tableau d'après lequel le chômage s'était fortement accru dans 18 régions du territoire américain (dont New York, Chicago et Détroit). Rien qu'à Détroit, il y avait 120 000 chômeurs à une époque où les efforts d'armement étaient censés être poussés au maximum. Les débouchés de l'industrie des biens de consommation (textiles et chaussures en particulier) se rétrécirent et les stocks grandirent.

L'activité boursière refléta largement ces phénomènes par des mouvements de cours désordonnés et l'absence totale d'une tendance déterminée. Au cours de la deuxième moitié du mois de février, l'indice des valeurs industrielles perdit 10 points en une semaine. Sans doute, le début des ventes effectuées en vue de l'échéance fiscale du 15 mars exerça une pression supplémentaire. Le non-paiement du dividende des actions ordinaires de l'*American Woolen Company* (dividende 1951: 6 dollars), le plus grand producteur de peigné, accentua cette pression. Voyons, à l'aide de quelques exemples, les pertes sur les cours enregistrées par rapport au maximum atteint en 1951 ¹⁹:

	maximum 1951	20. 2. 52
Aluminium Ltd.	\$ 125 ¹ / ₂	107 ³ / ₄
American Woolen Co.	\$ 46 ⁷ / ₈	30.00
Du Pont de Nemours	\$ 102 ¹ / ₂	84 ¹ / ₄
General Motors	\$ 54.00	50 ¹ / ₈
Standard Oil N. J.	\$ 85.00	73 ³ / ₄

La réaction provoquée par l'effondrement de février marqua une lente reprise, caractérisée cependant par une grande sélectivité. Les valeurs des services publics se révélèrent très résistantes ²⁰. De plus, ces industries bénéficièrent des augmentations de tarifs qui venaient de leur être accordées. Les valeurs pétrolières, elles, suivirent aussi leur propre voie. Les perspectives de dividendes étaient prometteuses

¹⁹ The Exchange, March 1952, p. 5.

²⁰ Remarquons que les milieux en quête de placements considèrent ces actions comme «inflation hedge», c'est-à-dire que leurs bénéfices sont plutôt favorables en période de baisse de conjoncture, étant donné que les frais d'exploitation (le prix des carburants en particulier) ont tendance à baisser, alors que par ailleurs les tarifs sont à peine réduits. (Neue Zürcher Zeitung, 3. 4. 52, No. 728.)

et les taux d'amortissement élevés qui étaient accordés dans cette branche entraînaient des avantages fiscaux. Par ailleurs, d'autres impulsions contribuèrent souvent à éveiller un désir de spéculation sur les valeurs pétrolières. Les informations relatives à de nouveaux gisements dans les bassins de Williston et de Delaware favorisèrent les sociétés qui avaient des concessions dans ces territoires. Les *Amerada Petroleum*, par exemple, passèrent temporairement de 183 à 205 \$ en une seule séance, lorsque des rumeurs s'élevèrent au sujet de la découverte de nouvelles nappes dans leurs champs pétrolifères de Williston. Même les sociétés ferroviaires dont le réseau touchait ces territoires bénéficièrent de la fièvre du pétrole. Ainsi, les *Northern Pacific* montèrent de 63,80 à 89 points entre le début de l'année et le début d'avril. Les voix autorisées ne manquèrent pas pour signaler les dangers d'une spéculation aussi exagérée.

A part ces mouvements particuliers, le marché des effets resta calme. Vers le milieu de l'année, le conflit des salaires survenu dans l'industrie de l'acier fit passer les autres événements à l'arrière plan. Après l'échec des pourparlers, on jugea de plus en plus difficile d'éviter une grève.

En avril, par mesure de précaution, le Gouvernement prit le contrôle des entreprises, car la grève menaçait réellement. Mais au début du mois de juin, la Cour Suprême dénia ce droit au Président et la grève éclata. La satisfaction qui avait tout d'abord régné dans les milieux boursiers à l'annonce de la décision de la Cour Suprême tomba de ce fait très vite. A la fin du mois de juillet, la grève put finalement être arrêtée à la suite de l'intervention personnelle du Président Truman. Là aussi, la Bourse réagit avec réserve, étant donné que les élections prochaines laissaient déjà planer une incertitude. La Convention républicaine de Chicago eut une forte influence sur le marché, car le public attendait la nomination du candidat à la Présidence pour apprécier la tendance future du marché.

La suppression des restrictions de crédits pour les ventes par mensualité fut considérée pendant quelque temps comme favorable à la hausse. Le 11 août, l'indice industriel *Dow Jones* atteignit 280,29 points, mais il retomba rapidement, quoique les informations économiques devinssent peu à peu meilleures. La stagnation dura

jusqu'au mois d'octobre. Le renseignement suivant montre combien les affaires furent calmes: Le 7 octobre, le volume des transactions du *New York Stock Exchange* ne porta que sur 650 000 actions, les finales de la coupe mondiale de base-ball retenant l'attention ²¹.

F. Le succès électoral des Républicains et ses répercussions sur la Bourse

Nous avons déjà mentionné dans le premier chapitre le jugement favorable dont bénéficia le Parti républicain dans les milieux financiers et d'affaires. Cette sympathie apparut au grand jour à la Bourse dans les semaines qui suivirent la victoire des Républicains. Ce n'est pas en vain qu'on parla à *Wallstreet* de la lune de miel de la hausse Eisenhower! Déjà à l'ouverture de la première séance qui suivit la publication des résultats électoraux, on enregistra des gains de cours atteignant 3 \$, qui n'arrivèrent cependant pas à se maintenir jusqu'à la fin de la journée. Pour la première fois depuis le début de l'année, les transactions du *NYSE* dépassèrent 2 millions de titres.

L'évolution qui suivit est plus significative. Bien que les milieux économiques escomptassent un recul de la conjoncture pour l'année 1953, la confiance déclenchée par l'avènement des Républicains au pouvoir fut si grande que le volume des transactions et les cours continuèrent leur mouvement ascendant jusqu'au début de janvier 1953. Entre la mi-octobre et la fin de l'année, l'indice *Dow Jones* des valeurs industrielles passa de 263,06 à 291,90 points, les valeurs ferroviaires de 98,39 à 111,27. Les transactions portèrent en novembre sur 30,24 millions d'actions contre 25,98 en octobre. Alors que les institutions nouvelles étaient restées sur la réserve avant les élections, elles apparurent à nouveau en grand nombre.

La vigueur du stimulant électoral ne se maintint toutefois que pendant deux mois. Le dégrisement commença en janvier; il n'est pas à considérer comme une réaction purement technique, car la flambée des deux mois précédents n'aboutit qu'à une reprise assez faible. Ceci apparut avec clarté dans le comportement du marché durant les mois

²¹ Neue Zürcher Zeitung, 7 octobre 1952, No. 2194.

de février et de mars, pendant lesquels les cours restèrent stationnaires. Des analystes en rendirent responsable l'échéance fiscale du 15 mars ainsi que le raidissement du marché monétaire: en janvier, en effet, le taux d'escompte avait été porté de 1 $\frac{3}{4}$ à 2 %. Parallèlement, les *margin requirements* avaient été abaissées à la fin de février de 75 à 50 %. Il n'y avait en fait guère de raisons techniques à ces changements, qu'il faut plutôt considérer comme des mesures d'opportunité politique.

Ces interventions ne ravivèrent toutefois pas le marché. La Bourse semblait se douter que la hausse s'essouffait et qu'un renversement de tendance commençait à se dessiner. A la mi-mars, l'indice des valeurs industrielles fut au maximum de l'année avec 290,64 points.

Le tableau ci-dessous donne un aperçu de la mesure dans laquelle, jusqu'à fin janvier 1953, les valeurs représentatives avaient de nouveau perdu leurs gains dûs à la victoire républicaine:

	30. 10. 52	Cours au 5. 1. 53	6. 4. 53
Bethlehem Steel Corp.	\$ 48 $\frac{1}{8}$	57	50 $\frac{3}{8}$
Du Pont de Nemours	\$ 83 $\frac{7}{8}$	97 $\frac{1}{8}$	95 $\frac{1}{2}$
General Electric	\$ 61 $\frac{3}{4}$	73 $\frac{1}{4}$	67 $\frac{1}{8}$
General Motors Corp.	\$ 59 $\frac{7}{8}$	68 $\frac{1}{4}$	60 $\frac{1}{4}$
Standard Oil Co. N. J.	\$ 73 $\frac{7}{8}$	78 $\frac{3}{8}$	70
United Aircraft	\$ 34 $\frac{3}{8}$	38	33 $\frac{3}{8}$
U.S. Steel Corp.	\$ 38 $\frac{1}{8}$	44	38 $\frac{1}{2}$
Westinghouse Electric	\$ 42	47 $\frac{5}{8}$	43 $\frac{3}{4}$

G. La Bourse anticipe la récession de 1953—54

Si les deux premiers mois de l'année 1953 furent déjà caractérisés par un marché stagnant, les cours commencèrent à s'effondrer à la fin de mars. Cette baisse qui se prolongea jusqu'en septembre est facilement explicable. N'est-on pas toujours très vite prêt à trouver des relations de cause à effet! Mais si l'on considère plus attentivement l'esprit de la Bourse au cours de cette époque, on doit reconnaître qu'il n'apparaît bien souvent aucune raison particulière à la faiblesse du marché, à la pression des ventes et à l'attitude indécise des acheteurs.

Serait-ce là l'expression de ce que l'on a pris l'habitude d'appeler le baromètre de l'économie? On constate maintes fois que des impulsions qui auraient normalement dû provoquer une reprise (du moins pour certaines valeurs) n'arrivèrent pas à prendre forme. Ainsi, les actions de l'*Illinois Central Railway* perdirent 4 \$ en une seule séance, bien que l'on annonçât le même jour l'augmentation des dividendes trimestriels.

Si nous scrutons les causes de cette faiblesse, nous constatons que peu après le début de l'année, le marché des marchandises inclina à la baisse, et, si l'on en croit une vieille règle boursière américaine: *Commodities never lie*. On accorda beaucoup d'attention aux pourparlers entrepris en vue d'un traité de paix en Corée et aux bruits concernant des plans du Ministère de la Défense, dont l'adoption aurait fortement réduit les dépenses militaires au cours de l'année fiscale 1954. Cette attitude des milieux boursiers — qui peut paraître étrange aux profanes et fournit même du matériel de propagande au Kremlin — décida le Président du *New York Stock Exchange*, M. G. Keith Funston, à une prise de position de principe sur le problème « *War and Peace and the Stock Market* »²². Il y soulignait clairement que les milieux financiers des Etats-Unis n'avaient aucun intérêt de faire la guerre qu'elle soit chaude ou froide²³.

Le raidissement croissant du marché de l'argent fit augmenter le rendement des obligations en juin à 3,31 % (*Standard and Poor's for High Grade Corporate Bonds*). De même, le Trésor dut accorder en août pour ses émissions de traites à 90 jours un taux de 2,25 %, jamais atteint au cours des dernières années. Ainsi, la différence entre le rendement des obligations et celui des actions ordinaires ne cessa de diminuer. Le rapport cours-bénéfice net (*price-earning-ratio*)²⁴ monta

²² The Exchange, May 1953, p. 1.

²³ Nous rappelons à ce sujet le comportement des valeurs d'armement à l'occasion de la visite de M. Khrouchtchev aux Etats-Unis en été 1959. Si l'on considère qu'il existe des entreprises dont les commandes sont constituées pour plus de 50 % par des fournitures militaires, il n'est pas possible de nier purement et simplement l'interdépendance entre le péril de la guerre et la hausse des valeurs d'armement.

²⁴ Le « *price-earning-ratio* » est le rapport entre le cours d'une action à un moment donné et le bénéfice net par action annuel.

progressivement de 7, son point bas de 1949, jusqu'à 11,8, ce qui restait modeste en comparaison des 18 atteints en 1929.

L'effondrement des cours, le 14 septembre, qui fit tomber l'indice industriel à 255,49, point le plus bas depuis 1953 (chemins de fer 90,56, *Public Utilities* 48,50), mit un terme pour cette année à la faiblesse du marché. A ce moment-là les valeurs industrielles avaient perdu depuis le début de l'année 12,9 %, les chemins de fer 18,8 % et les services publics 7,6 % de leur valeur²⁵.

Les valeurs de deuxième ordre participèrent aussi à la baisse: l'indice tomba entre le début de l'année et l'automne 1953 de 28,25 à 22,61 points.

H. La hausse des années 1954—55

Les baissiers furent définitivement désarçonnés en septembre 1953; et la reprise de la deuxième quinzaine marqua le début d'un essor d'une puissance inattendue, soutenu par la grande confiance dont jouit le progrès économique de l'Amérique. Ceci paraît d'autant plus étonnant que la régression de la conjoncture venait seulement de commencer: comme on le sait, l'indice de la production industrielle atteignit son minimum au printemps 1954 seulement avec 123 points contre 133 en septembre 1953. Une fois de plus, le marché des actions se révéla comme un instrument très sensible par la suite.

Ce renversement de tendance fut provoqué avant tout par les mesures de politique de crédit du Trésor et du *Federal Reserve Board*, qui contribuèrent à une détente notable sur le marché monétaire. Il faut encore indiquer une autre raison importante, à savoir la politique budgétaire et fiscale des autorités. Le communiqué du Trésor, aux termes duquel le budget de 1954 accuserait selon toutes probabilités un déficit d'environ 9 millions de dollars, reçut une interprétation nettement inflationniste. Le fait que ce déficit serait dû en partie à des commandes militaires renforçait cette détermination. Il faut citer comme mesures de politique fiscale la suppression, à fin 1953, de l'impôt sur les bénéfices supplémentaires ainsi que l'espoir de nou-

²⁵ Cf. à ce sujet la récession de 1948—49: les valeurs industrielles perdirent 15 % et les chemins de fer 36 % de leur cote.

velles réductions fiscales. La suppression de la double imposition des dividendes ainsi qu'une libéralisation du traitement fiscal des amortissements intéressaient au premier chef le public. En cas de dépression sérieuse, le *Council of Economic Advisers to the President* avait élaboré un programme qui prévoyait, entre autres, la construction de bâtiments publics et des crédits fédéraux pour financer des projets de constructions privées, ainsi qu'un nouvel abaissement des taux d'intérêt en vue d'encourager les investissements. L'ensemble des mesures réalisées et prévues contribua à augmenter dans de fortes proportions la confiance portée au Gouvernement.

L'évolution des cours fut caractérisée tout d'abord par une certaine sélectivité. La suppression de l'*excess profits tax* favorisa avant tout les valeurs qui avaient le plus souffert de cet impôt. Comme à chaque début de reprise, on acheta ensuite surtout des *blue chips* avec des chances d'avenir paraissant favorables. Les chemins de fer, eux, furent négligés, bien que toutes les sociétés de la classe fiscale 1 (à laquelle appartiennent les compagnies disposant de recettes annuelles de plus d'un million de dollars) enregistraient ensemble un bénéfice net en augmentation de 75 millions de dollars pour l'année 1953. Mais par suite de la régression de la conjoncture, le nombre des wagons de marchandises chargés²⁶ diminua sans cesse et tomba pendant les premières semaines de 1954 de 8 % par rapport au chiffre de l'année précédente. Le mouvement des cours fut influencé par cette circonstance. La hausse s'accompagna d'une augmentation du chiffre des transactions: celui-ci passa de 33,29 millions d'actions (NYSE) en février à 44,13 millions en mars.

Il faut encore noter les étranges fluctuations des actions de l'industrie du tabac. Au début de décembre 1953, des communiqués rendant le fait de fumer responsable de l'augmentation des maladies pulmonaires à caractère cancéreux furent publiés, ce qui eut pour effet de provoquer des chutes dans les valeurs du tabac. Les *American Tobacco* baissèrent, par exemple, en un jour de 65 $\frac{3}{4}$ à 61 $\frac{7}{8}$. Les manufactures

²⁶ L'indice du tonnage par mille effectué par les chemins de fer (Ton-Miles of Railway Freight) est considéré aux Etats-Unis comme un bon instrument de mesure de la conjoncture, car on estime qu'il reflète l'ensemble de l'activité de la production. (Federal Reserve Bank of New York 1954, p. 9.)

de cigarettes se défendirent en faisant connaître un projet selon lequel elles feraient examiner ces atteintes à la santé par des spécialistes. Cette déclaration suscita une légère reprise des cours. Mais la discussion ne s'apaisa pas pour autant et lorsque l'*American Cancer Society* revint à la charge pour dénoncer le caractère nocif de l'usage du tabac, d'importantes quantités d'actions de cette industrie furent à nouveau liquidées en Bourse. Les *American Tobacco* tombèrent de 59½ à 56⅜ \$ en une seule séance. Les milieux boursiers se laissent ainsi parfois influencer de bien curieuse façon!

Comme nous l'avons déjà indiqué au chapitre II, le plan de crédits pour l'achat d'actions par mensualités entra en vigueur le 25 janvier 1954 au NYSE, et, huit mois plus tard 23 245 contrats étaient déjà en cours.

Un mouvement particulier, se dessina à la fin de juillet 1954 dans les valeurs horlogères *Bulova*, *Elgin*, *Hamilton* et *Waltham*, qui ne figurent d'habitude absolument pas parmi les valeurs intéressantes. Il fut provoqué par la décision — très controversée en Suisse — du Président Eisenhower d'augmenter les droits d'importation sur les montres, action qui entraîna des gains de plusieurs points sur les cours.

Sous le signe de la politique de l'argent bon marché, le mouvement ascendant se poursuivit pendant tout l'été et fut interrompu seulement par de petites phases de consolidation à caractère technique. Au premier plan se trouvaient, à côté de valeurs principales connues, des actions d'entreprises aéronautiques et électrotechniques²⁷. Peu à peu, les *secondary stocks* commencèrent aussi à être à nouveau considérés, et leur indice gagna 13 % entre septembre 1953 et le milieu de l'année 1954.

Comme nous l'avons déjà mentionné, la suppression de l'impôt sur les bénéfices supplémentaires fut pour le marché d'une grande importance. Cela se comprend facilement si l'on se rappelle qu'en 1953, certaines sociétés devaient payer jusqu'à 50 % ou plus de leur bénéfice net (après paiement des impôts ordinaires) en impôts supplémentaires. Nous illustrons ci-dessous, par quelques chiffres, l'importance relative

²⁷ Ces dernières surtout à la suite d'informations suivant lesquelles la US Air Force passerait au courant de l'automne des contrats pour une valeur d'un milliard de dollars.

de la suppression de ces impôts²⁸. On observera en même temps l'augmentation des cours entre 1953 et le début de 1955.

	Bénéfice net par action 1953	Impôts supplé- mentaires sur les bénéfices		Cours	
		par action 1953	en % du bénéfice net par action	30. 6. 53	23. 2. 55
Cincinnati Melling					
Mach.	\$ 12.77	\$ 8.56	67	43 ⁷ / ₈	27 ⁷ / ₈
United Aircraft	\$ 6.23	\$ 3.88	62	38 ¹ / ₄	85 ¹ / ₂
Douglas Aircraft	\$ 7.73	\$ 4.65	60	31 ⁵ / ₈ *	131 ³ / ₄
Lockheed Aircraft	\$ 5.79	\$ 3.16	55	21 ³ / ₄	59 ¹ / ₈
General Electric	\$ 5.75	\$ 2.52	44	23 ³ / ₈ *	53 ³ / ₈
Du Pont	\$ 4.94	\$ 2.00	40	94 ⁷ / ₈	173 ⁷ / ₈
General Motors	\$ 6.69	\$ 2.20	33	59 ⁷ / ₈	93 ³ / ₈
U.S. Steel	\$ 7.54	\$ 2.03	27	38 ¹ / ₂	78
American Tobacco	\$ 5.90	\$ 0.87	15	74	63 ¹ / ₄
Union Carbide & Carbon	\$ 3.55	\$ 0.47	13	64 ¹ / ₄	84 ³ / ₄
RCA	\$ 2.27	\$ 0.02	1	24 ¹ / ₂	44 ⁵ / ₈

* Converti pour cause de Stock Split.

Malgré la récession et grâce à la suppression de ces impôts supplémentaires, certaines de ces sociétés purent réaliser en 1954 un bénéfice net au moins aussi élevé et, dans certains cas, même supérieur à celui de 1953.

Les *mid-term elections* d'automne exercèrent une influence affaiblissante sur le marché, de même que les supputations relatives aux élections présidentielles de 1956. L'incertitude des milieux boursiers quant à l'issue des élections de novembre crût encore après la victoire du parti démocrate en Alaska, de sorte que le marché se trouva plutôt soutenu par la spéculation qu'en raison de l'expectative des capitalistes.

²⁸ United States Senate, Committee on Banking and Currency, Factors Affecting the Stock Market, Washington 1955, p. 72.

Cette hésitation disparut avec la proclamation des résultats électoraux, la satisfaction éprouvée à l'occasion de la victoire du parti républicain s'exprima, le 4 novembre, dans le bond que fit l'indice *Dow Jones*: il passa en effet de 353,90 à 361,50 points.

La hausse de 9 points de l'indice des *Low Price Stocks* entre juillet 1954 et janvier 1955 (25,45 à 34,37) révèle une affluence croissante, émanant surtout de petits spéculateurs, vers la Bourse. Cette constatation est confirmée par l'augmentation de la demande de crédits boursiers. De même, le chiffre grandissant des achats *odd-lot* fournit une certaine indication: il était de 38,13 millions d'actions en 1953 et passa en 1954 à 52,63 millions²⁹.

Le 23 novembre représente une date marquante de l'histoire de la Bourse. Ce jour-là, en effet, l'indice *Dow Jones* dépassa avec 391,17 points le niveau atteint en septembre 1929. Les valeurs ferroviaires restèrent cependant avec 132,27 points en deçà des 189,11 de l'année 1929. En outre, avec 60,75, les services publics restèrent d'environ 80 points en-dessous du niveau de 1929. Ces circonstances suscitèrent en partie la crainte de voir les événements de 1929 se reproduire, puisque la hausse de cette année-là avait aussi eu une cause essentiellement monétaire. A la fin de l'année 1954, l'indice *Dow Jones* des valeurs industrielles dépassa la limite de 400, sous l'influence surtout d'augmentations de dividendes et de *stock splits*. Le rendement moyen des valeurs industrielles déterminantes tomba ainsi à environ 4 % et le rapport cours-bénéfice net atteignit un coefficient de 14,2.

La réaction, qui aurait dû se produire depuis longtemps déjà se déclencha au début de 1955. Le 5 janvier, le *Federal Reserve Board* porta les *margin requirements* de 50 à 60 %, ce qui comprima l'indice des valeurs industrielles de 406,16 à 397,24 points. L'enquête du Comité Fulbright eut un effet bien plus énergique sur le marché des actions. Elle constitua un arrêt dans le mouvement ascendant de 1954—55 et eut pour conséquence une nette instabilité au cours du premier trimestre. Le 10 janvier, en effet, le sénateur démocrate J. W. Fulbright, *Chairman of the Committee on Banking and Cur-*

²⁹ NYSE, Fact Book 1959, p. 41.

rency, avait annoncé une enquête sur la hausse enregistrée à la Bourse de New York. Du côté républicain, on souligna aussitôt qu'il s'agissait là moins d'un examen du marché des actions, que d'une charge contre l'administration Eisenhower et l'économie américaine. L'évolution des chiffres d'affaires et des cours fut placée jusqu'à la fin mars sous le signe d'impulsions généralement négatives, dues aux *hearings* du Comité sénatorial. Le Sénateur Fulbright pensait à ce sujet que la Bourse devait être bien faible si elle ne pouvait même pas résister à quelques auditions devant la Commission! Le rapport final d'enquête crut reconnaître certains indices de danger dans la tendance du marché des actions. Selon lui, l'augmentation des crédits et de la possession d'actions à court terme serait un signe certain d'un intérêt spéculatif accru, ce qui ne pouvait certes pas être nié, car les entreprises membres du *New York Stock Exchange* avaient effectivement accordé à leurs clients pour 2,701 milliards de dollars de crédits à la fin du premier trimestre contre 1,687 milliard au cours de l'année précédente. On n'estima cependant pas nécessaire de prendre de nouvelles mesures législatives. Cette enquête fit encore tomber l'indice des valeurs industrielles de 419,68 à 391,36 points. Mais d'importants achats, auxquels participèrent aussi dans une forte proportion les institutions nouvelles, suivirent à nouveau l'enquête Fulbright.

Le message du Président Eisenhower sur Formose, par lequel il sollicitait du Congrès l'autorisation de pouvoir disposer le cas échéant des forces armées stationnées dans cette île et aux Pescadores, exerça une impulsion positive à la fin de janvier 1955. Il stimula les valeurs d'armement, qui enregistrèrent des gains de 3 à 6 \$. La tension croissante entre les Etats-Unis et la Chine communiste soutint dans une certaine mesure le cours de ces valeurs pendant un temps assez long.

Les autorités monétaires ne purent assister plus longtemps à l'extension alarmante du crédit sans intervenir. Jusqu'au mois de septembre, le taux d'escompte fut progressivement relevé de $1\frac{1}{2}$ à $2\frac{1}{4}$ %. De même, en avril, le *Federal Reserve Board* porta les *margin requirements* de 60 à 70 %. Bien que la Bourse ne réagît pas directement, elle ne put se soustraire vers la fin de l'été à l'effet de la tension

croissante qui dominait le marché de l'argent. La réduction du volume du crédit disponible détermina les banques à augmenter à leur tour les intérêts pour les avances accordés aux courtiers et, au surplus, à en dénoncer quelques unes. Les institutions nouvelles restèrent également dans l'expectative, sans doute aussi à cause du rendement moyen des actions ordinaires qui était tombé à environ 3,8 %. L'augmentation des dividendes, en effet, n'avait pas suivi le rythme de la hausse des cours. Au début de septembre se dessina de nouveau une légère reprise, qui poussa l'indice *Dow Jones* à 487,45 points.

I. La maladie du Président Eisenhower et le renouvellement de sa candidature

Au niveau boursier, que nous venons de rappeler, la nouvelle de l'attaque cardiaque du Président Eisenhower toucha le marché et déclencha, en quelques mots, les effets suivants:

- l'indice des valeurs industrielles tomba de 487,45 à 455,56 points;
- la valeur sur le marché de toutes les actions négociées au *New York Stock Exchange* baissa d'environ 13 millions de dollars;
- le chiffre d'affaires atteignit 7,76 millions d'actions contre 2,54 la veille.

La maladie terrassa Eisenhower samedi, le 23 septembre 1955. Le marché ne put réagir que le lundi suivant. Or, une telle quantité d'ordres de vente s'était amoncelée entre temps que dans l'heure qui suivit l'ouverture de la Bourse, aucune transaction ne put être réalisée. Si les «specialists»³⁰ n'étaient pas intervenus pour leur propre compte, la vente n'aurait même pas été possible par la suite. Leur

³⁰ Le «specialist» ne négocie qu'une ou quelques actions et reçoit les ordres du «Commission House Broker» ou d'autres membres de la Bourse. Il s'agit le plus souvent d'ordres dont le prix courant sur le marché diffère de la fixation du prix par le client. Si le titre atteint le prix en question, le «specialist» exécute l'ordre. Mais par ailleurs, il a l'obligation «to maintain, insofar as reasonably practicable, fair and orderly markets on the Exchange in the stocks which he services by buying or selling for his own account, to a reasonable degree, when there is temporary disparity between supply and demand. By doing this, he keeps price continuity more orderly than would otherwise be the case . . .» (Now, about the specialist, *New York Exchange*, s. d., p. 3).

entrée en action porta sur 73,4 millions de dollars le «lundi noir» contre 23,5 millions le vendredi précédent. L'effondrement des cours de près de 32 points fut le plus marqué depuis le 28 octobre 1929 et le chiffre d'affaires le plus élevé depuis le 21 juillet 1933. Le tableau ci-contre montre les pertes subies par quelques titres déterminants:

	Cours		
	au 23. 9. 55	au 26. 9. 55	au 10. 10. 55
Bethlehem Steel	164	150	146 $\frac{1}{2}$
Dupont de Nemours	230 $\frac{7}{8}$	215	202 $\frac{1}{4}$
General Motors	143 $\frac{7}{8}$	135	133 $\frac{5}{8}$
IBM	418	394	388
U.S. Gypsum	315 $\frac{3}{4}$	282 $\frac{1}{2}$	285

Les milieux boursiers avaient ainsi complètement perdu l'enthousiasme manifesté jusqu'alors. Il n'est pas nécessaire de souligner que ce profond bouleversement n'était à attribuer qu'en partie aux craintes d'un succès électoral des Démocrates en 1956. Aussitôt la première étincelle jaillie, le processus cumulatif entra en action: beaucoup vendirent parce que d'autres vendaient également. De plus, les augmentations persistantes des cours avaient laissé croire à nombre de personnes que la Bourse était une voie à sens unique.

Un grand nombre d'achats effectués par les *Mutual Funds* contribuèrent à relever, le mardi, l'indice *Dow Jones* de plus de 10 points. La tendance resta cependant instable. L'état de santé du Président continua à provoquer la nervosité de la Bourse, d'autant plus que dans les milieux mêmes du parti républicain, on commençait à douter du renouvellement de la candidature Eisenhower. Le 11 octobre, les valeurs industrielles accusèrent même un minimum de 438,59 points.

L'extension accrue des ventes par acomptes, les tendances de hausse des prix des produits industriels et la régression de l'épargne confirmèrent les autorités dans leur politique restrictive de crédit. Au milieu du mois de novembre, le taux d'escompte fut porté à 2 $\frac{1}{2}$ %. Le taux d'intérêt des traites à 3 mois sur le Trésor augmenta même jusqu'à 2,564 % en fin d'année contre 1,257 % au début de celle-ci.

Jusqu'à décembre 1955, une reprise se dessina toutefois en ce sens que, d'après l'indice, le niveau d'avant l'effondrement du 26 sep-

tembre fut de nouveau atteint. L'année se termina ainsi mieux qu'on avait osé l'espérer et refléta largement le progrès économique: 11,2 % d'augmentation de la production industrielle, 9,4 % d'augmentation dans la construction et 2,57 % d'augmentation du revenu personnel disponible. Mais seules des valeurs sélectionnées participèrent à cette reprise. Le jeu des supputations sur le renouvellement de la candidature présidentielle domina la tendance jusque dans l'année nouvelle. De plus le ralentissement de la construction eut un effet défavorable. A cela s'ajoutèrent, au début de 1956, des limitations de production dans l'industrie de l'automobile qui amenèrent différentes usines à licencier des ouvriers.

Chrysler fut même amené à introduire la semaine de 4 jours au début de février. Seules restèrent au premier plan les actions *Ford*, dont on attendait la première mise sur le marché. 15 % du montant de cette Fondation, représentant une valeur de 500 millions de dollars, fut vendu au cours d'ouverture de 62 \$.

Parmi les valeurs les plus favorisées, il faut citer également les pétrolières. Une décision de la Cour Suprême avait soumis en 1954 les producteurs de gaz naturels (c'est-à-dire presque tous les grands *trusts* pétroliers) à la stabilisation des prix décidée par la *Federal Power Commission*. La loi sur le gaz naturel, dont on attendait l'adoption par le Congrès, devait libérer cette industrie de l'intervention étatique.

Pour freiner quelque peu la petite spéculation, les services responsables du *NYSE* décidèrent de porter de 500 à 1 000 \$ les sommes minima que les clients des courtiers devaient verser pour leurs achats à crédit. Cette mesure prit effet indépendamment des prescriptions légales sur la couverture minimum de 70 %.

Le 14 février, les médecins d'Eisenhower annoncèrent que le Président était en mesure d'assumer ses fonctions pendant 4 années supplémentaires, ce qui fut aussitôt interprété comme un acquiescement tacite d'Eisenhower lui-même. Le communiqué ne fut connu qu'après la clôture de la séance de la Bourse de New York, mais en raison des différences d'horaire sur la côte ouest, il provoqua une hausse des transactions et des cours aux Bourses de San Francisco et de Los Angeles. La décision finale du Président, que l'on tint a priori pour

favorable, se répercuta le lendemain également sur la Bourse de New York; le «gain Eisenhower» comporta en fin de compte 10 points pour les valeurs industrielles et $3\frac{1}{2}$ pour les chemins de fer. L'acceptation officielle du Président à la fin du mois de février réanima une nouvelle fois les affaires, mais les spéculateurs utilisèrent cette occasion pour effectuer des réalisations massives. Une fois de plus, seule la première impulsion comptait pour la Bourse.

Toutefois, malgré certains signes économiques de faiblesse et des taux d'intérêts toujours croissants (à la mi-avril, le taux d'escompte avait été porté à $2\frac{3}{4}\%$), la confiance dans la continuité politique permit à la hausse de se poursuivre, de sorte qu'à la mi-avril, les valeurs industrielles atteignirent le maximum de l'année avec 524,37 points.

J. La Bourse entre la raréfaction du crédit et la régression de la conjoncture

En mai 1956, l'opinion se répandit de plus en plus que la haute conjoncture avait beaucoup perdu de sa force et que l'économie se dirigeait une nouvelle fois vers une période du *rolling adjustment*. L'industrie de l'automobile fut tout d'abord la plus touchée et ne ressentit rien de la reprise habituelle de printemps. *General Motors* décida même de passer à la semaine de 4 jours, *Chrysler* licencia plus de 6 000 ouvriers et 900 000 nouveaux modèles 1956 invendus s'accumulèrent à fin mai chez les concessionnaires. Les milieux de l'industrie de l'automobile en attribuèrent la responsabilité aux sévères réglementations du crédit et, par là même, au *Federal Reserve Board*. Or, la régression constituait plutôt le revers des ventes record de l'année 1955. La faiblesse de cette industrie se répercuta aussi sur d'autres branches de l'économie, comme les chemins de fer et l'industrie de l'acier.

Ces faits et l'attente d'un nouveau renforcement contribuèrent à provoquer un recul massif des cours jusqu'à la fin du mois de mai. L'indice des valeurs industrielles tomba à 472,43 points. Les chemins de fer retombèrent à 165,56, alors qu'ils avaient peu auparavant réalisé pour la première fois depuis septembre 1929 le maximum de 181,23 points. La nouvelle maladie d'Eisenhower ne déclencha certes

pas de liquidations importantes, mais provoqua cependant une chute de l'indice de près de 8 points. Le faible mouvement ascendant qui suivit et dura jusqu'au mois d'août doit être attribué essentiellement à la progression de l'inflation.

La crainte de l'inflation n'était pas un vain cliché, car la période de stabilisation des prix de 1952—55 était effectivement révolue. A la fin de juillet, après plusieurs semaines de grèves, on aboutit à un nouvel accord sur les relations de travail dans l'industrie de l'acier et les ouvriers bénéficièrent de sensibles augmentations de salaires. La hausse des prix de l'acier s'ensuivit aussitôt et toucha toutes les industries dépendant de cette branche de l'économie. L'indice du coût de la vie enregistra nettement ces tendances: alors qu'en janvier 1956, il était encore à 114,6 points, il monta jusqu'en juillet à 117 et atteignit 118 à la fin de l'année. En l'espace d'un an, l'indice des prix de gros passa de 110,7 à 114,3 points (1947—49 = 100). Mais la poussée de l'indice du coût de la vie déclencha le jeu de l'échelle mobile des salaires, qui eut pour conséquence automatique d'augmenter les revenus de millions de travailleurs. Hahn ne parle pas en vain des illusions des indices⁸¹. Malgré la critique, en partie sévère, suivant laquelle la politique de crédit serait trop dure pour l'économie, le *Federal Reserve Board* releva en août le taux d'es-compte à 3 %.

Mais la tension sur le marché monétaire inquiéta principalement la Bourse, car une raréfaction du crédit est en général suivie d'une régression de la conjoncture. De plus, la réélection du Président Eisenhower était en vue et, le 7 novembre, ne déclencha finalement presque aucune réaction. Sur le plan politique, le conflit du Canal de Suez engendra la plus grande incertitude, alors que la révolution hongroise fut à peine remarquée. Immédiatement après l'intervention franco-anglaise dans la zone du Canal, les valeurs pétrolières subirent les plus fortes baisses, mais reprirent tout aussi vite lorsqu'au début décembre, le programme d'aide pour l'approvisionnement de l'Europe en produits pétroliers fut connu. De même, à la suite du

⁸¹ Hahn, Albert, Index-Illusionen — Index-Folgen, dans: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 10. Jg. Heft 13, Juillet 1957.

conflit de Suez, l'industrie de l'acier, la construction navale et les compagnies de navigation profitèrent du blocage du Canal et de la construction activée de pétroliers de gros tonnage. En outre, la fin de l'année n'apporta plus guère de surprises au marché des actions. L'absence de tendance fut à attribuer plutôt à la diminution de l'intérêt des acheteurs qu'à la pression de vente. Bien que toutes les branches de l'industrie, à l'exception des constructeurs d'automobiles, eussent dans leur ensemble amélioré leurs paiements de dividendes, les cours de clôture furent plutôt faibles, comparés à ceux de la fin de l'année 1955. L'indice des valeurs industrielles s'améliora de 11,7 points et atteignit 499,47. De toutes les actions cotées au *New York Stock Exchange*, 38,5 % enregistrèrent des gains de cours, 54,3 % des pertes et 7,2 % restèrent inchangées par rapport à 1955. En ce qui concerne les dividendes, on nota les pourcentages d'écart suivants pour les principales branches de l'industrie ³²:

	Nombre de sociétés	Nombre de sociétés payant des dividendes	Pourcentage d'écart des dividendes par rapport à 1955
Industrie automobile	65	53	— 4,9 %
Industrie chimique	86	81	+ 7,5 %
Industrie électrotechnique	26	22	+ 19,3 %
Industrie aéronautique	29	27	+ 3,9 %
Industrie sidérurgique	40	38	+ 23,2 %
Services publics	109	107	+ 11,5 %

Le marasme qui, pour la Bourse, avait marqué la fin de 1956 se prolongea au début de l'année 1957. Jusqu'au 10 février, l'indice des valeurs industrielles tomba en-dessous de 454,82, c'est-à-dire plus bas que le minimum de l'année 1956. Par la suite une reprise se dessina, qui se termina le 12 juillet avec 520,77 points.

Il paraît difficile d'expliquer ce mouvement en raison des facteurs contradictoires à considérer. D'une part, la concurrence économique se renforça manifestement et, en bonne logique, des baisses de prix eussent dû s'ensuivre. La politique des salaires des syndicats provo-

³² The Exchange, February 1957, p. 19.

qua d'autre part une constante augmentation du coût de la main-d'œuvre. Les chefs d'entreprises essayèrent donc tout naturellement de reporter ces frais accrus sur leurs prix. La vague d'augmentation des salaires et des prix, qui avait commencé à déferler au moment de la conclusion des nouveaux contrats de travail dans l'industrie de l'acier en été 1956, n'était pas encore surmontée. L'indice des prix de détail monta encore jusqu'à la fin de l'année et atteignit 120,8 points, ce qui remit automatiquement la spirale des salaires en mouvement.

Mais l'évolution inflationniste présenta aussi un autre aspect pour la Bourse: si le renchérissement du facteur de production «travail» ne se concrétise pas pour le consommateur sous la forme d'une hausse de prix, il signifie la réduction des bénéfices. Il convient donc que le marché des actions prenne également ce point en considération.

Bien que le taux d'intérêt des bons du Trésor à trois mois — déterminant pour l'état du marché monétaire — baissa à 3,042 % au mois de mai, la situation du crédit continua à rester tendue. La dette privée ne cessa d'augmenter pendant le 1er semestre 1957. La hausse à 3½ % des taux d'intérêts des nouveaux «notes» du Trésor public réduisit l'écart entre les bénéfices des actions ordinaires et celui des obligations de premier ordre. Ceci détermina beaucoup de personnes, mais avant tout les spéculateurs, à modifier la composition de leur portefeuille.

L'industrie de l'automobile souffrit d'un manque de débouchés. La sortie des modèles 1957 n'apporta pas l'essor escompté. *General Motors* et *Ford* se virent contraints de réduire fortement leurs plans d'expansion. En revanche, les Services publics affichèrent un comportement favorable. Depuis des mois, ils s'étaient en effet distingués par une grande stabilité.

A titre de comparaison, indiquons encore que la rechute du Président Eisenhower, le 10 juin 1957, entraîna au début d'importantes liquidations. Le bulletin de santé encourageant qui fut encore connu au cours de la séance de ce jour provoqua cependant une rapide augmentation, de sorte que la perte enregistrée sur l'indice des valeurs industrielles atteignit en fin de compte à peine deux points ce jour-là.

L. La baisse du deuxième semestre 1957

Si l'évolution des premiers mois de 1957 put être considérée comme une phase de consolidation économique, les signes d'une récession prochaine devinrent plus nombreux vers l'automne. D'août à octobre, l'indice de la production industrielle baissa de 3 points sur 142. Les nouvelles défavorables en provenance de presque toutes les branches de l'économie s'amplifièrent contrairement aux prévisions suivant lesquelles le 4ème trimestre devait marquer un essor économique. Au lieu de cela, l'industrie de l'acier n'utilisa que 80 % de sa capacité et l'industrie des machines, ainsi que celle de l'automobile, continuèrent à souffrir d'un manque croissant de débouchés. Les dépenses d'investissements en baisse, de même que la forte diminution des nouveaux ordres provoquèrent d'autres inquiétudes. L'industrie pétrolière se plaignit de stocks croissants. *Kennecott Copper*, un des principaux producteurs de cuivre, ferma pendant 12 jours l'une de ses mines. Parallèlement, le chômage augmenta et toucha en octobre 400 000 personnes de plus qu'à la période correspondante de l'année précédente. La régression du trafic de marchandises se répercuta également sur les chemins de fer, dont certaines compagnies durent licencier jusqu'à 4 % de leur personnel. Vu dans son ensemble, la récession se répercuta avant tout dans le domaine de la production industrielle, alors que les chiffres d'affaires du commerce de détail restèrent relativement satisfaisants.

Le *FRB* demeura attaché malgré tout à sa politique de *tight money* et la lutte contre l'inflation ne se limita pas seulement aux moyens d'action sur la politique de crédit, mais s'étendit également aux dépenses gouvernementales. Ainsi, les commandes à l'industrie aéronautique furent fortement réduites et les réserves gouvernementales en aluminium pour l'année 1958 furent restreintes. Le taux d'es-compte ne fut ramené à 3 % qu'en novembre.

Wallstreet répondit à ces mesures par des cours constamment en baisse. En augmentation constante, le volume des transactions représentait sans conteste un signe de dégression politique extérieure, le lancement du *Spoutnik* au début d'octobre excita la Bourse. Le

22 de ce mois, on enregistra le volume journalier de transactions le plus élevé de l'année avec plus de 5 millions d'actions.

L'indice industriel baissa en même temps au minimum de l'année avec 416,15 points. Il avait ainsi perdu plus de 100 points en trois mois. Quant aux chemins de fer, la perte fut encore plus nette; leur indice avait en effet baissé de près d'un tiers durant la même période.

Les *Public utilities*, elles, se révélèrent bien plus résistantes. De leur maximum de 74,61 en mai, elles ne baissèrent que de 12 points, c'est-à-dire à 62,10. Les valeurs du tabac et des produits pharmaceutiques se montrèrent relativement stables, de même que les actions de l'industrie alimentaire. L'abaissement du taux d'escompte à 3 % équivalut à une reconnaissance officielle de la régression de la conjoncture. Cette mesure eut un effet favorable sur la Bourse. Le *Dow Jones* augmenta en une seule séance de 427,94 à 439,35 points. Bien que l'indice de la production industrielle fut en décembre de 11 points inférieur au niveau de l'année précédente, la fin de la baisse avait déjà eu lieu en octobre. Il se dessina même une prudente reprise, à la suite de laquelle les milieux boursiers estimèrent bientôt que la récession en cours était surmontée.

Une comparaison des cours de quelques valeurs principales s'établit pour la fin de l'année 1957 de la manière suivante:

	Fin de 1956	22. 10. 57	Fin de 1957
Eastman Kodak	87 ³ / ₄	87 ¹ / ₈	98 ⁷ / ₈
U.S. Steel	58	52 ³ / ₈	51 ³ / ₈
Standard Oil N.J.	58 ³ / ₄	51 ¹ / ₄	49 ⁷ / ₈
American Tobacco	73 ³ / ₈	70 ³ / ₄	76 ⁷ / ₈
Du Pont	192 ³ / ₄	163 ¹ / ₄	176 ³ / ₈
General Motors	44	36 ⁵ / ₈	33 ¹ / ₂

M. La reprise de l'année 1958

Considérée sur le marché des actions, la régression de la conjoncture aurait déjà pu être tenue pour surmontée au début de l'année 1958. Mais il n'en fut rien. Un chômage croissant constitua le principal sujet de préoccupation; en décembre 1957, il toucha 3,37 millions de personnes, puis 5,17 millions en février pour atteindre 5,43 millions

en juin. Dans l'industrie de l'acier, la régression des investissements conduisit à n'utiliser en février qu'environ 55 % de la capacité de production. L'industrie de l'automobile continua à être sévèrement touchée; en effet, son indice de production annuel baissa de 146 en 1957 à 101 en 1958. En avril, on se rendit compte que cette régression avait été plus importante que les deux précédentes. Finalement, les dépenses en biens de consommation durables diminuèrent fortement au fur et à mesure du contrecoup, ce dont en souffrit en plus de l'industrie de l'automobile, l'industrie des appareils ménagers. La diminution des crédits aux consommateurs en fournit la preuve. Le nombre des faillites fut de 8 071 au premier semestre, ce qui représenta 14 % de plus que l'année précédente. Mais la situation se modifia en mai; la rapide et forte augmentation de la production industrielle jusqu'en septembre ne permit alors plus de douter de la reprise.

Pendant toute cette période, le Gouvernement adopta une attitude optimiste. Sa politique tendait moins à intervenir activement qu'à renforcer la confiance en un progrès économique à longue échéance. Aucune mesure ne fut donc prise pour relancer l'embauche, en dehors d'un projet de loi approuvé en avril 1958 par le Congrès et tendant à favoriser la construction d'immeubles pour un montant de 1,85 milliard de dollars.

La lutte sur deux fronts — contre la dévaluation monétaire et la régression de la conjoncture — explique sans aucun doute pourquoi les allègements dans le domaine de la politique de crédit furent décidés relativement tard. A côté des trois abaissements du taux d'escompte déjà cités, les prescriptions de couverture pour les crédits boursiers furent abaissées de 70 à 50 % à la mi-janvier 1958.

Au début, timide, la reprise s'amplifia au cours du deuxième trimestre et toucha bientôt tous les secteurs du marché, bien que dans certaines branches les résultats trimestriels ne fussent nullement favorables et que certaines sociétés renonçassent même à leurs dividendes. En revanche, il n'est guère nécessaire de souligner les craintes inflationnistes supplémentaires déclenchées par le communiqué du Secrétaire d'Etat au Trésor, M. Humphrey, d'après lequel le budget de l'année en cours comporterait un déficit de trois milliards et que

celui de l'année budgétaire 1958—59 s'élèverait à 8 milliards. Par rapport aux six premiers mois de 1957, le premier semestre 1958 connut les plus grandes réductions de dividendes dans les branches suivantes ³³:

	Nombre de sociétés	Nombre de sociétés payant des dividendes	Ecart en %
Industrie textile	42	30	—19,4
Industrie minière	40	28	—17,2
Chemins de fer	79	62	—15,7
Industrie aéronautique	31	26	— 5,3
Industrie sidérurgique	36	32	— 4,2
Industrie automobile	64	49	— 2,2
Industrie de mécanique et de quincaillerie	113	98	— 1,2

Les actions des compagnies de chemins de fer se trouvèrent vraiment favorisées; en effet, leur reprise s'effectua même plus rapidement que celle des valeurs industrielles. La suppression de l'impôt sur le chiffre d'affaires des transports de marchandises par rail à partir du mois d'août 1958 fut sans doute déterminante. Parmi les valeurs industrielles, celles de l'acier et de l'industrie des machines, furent particulièrement en faveur. A la suite des événements du Proche Orient, les valeurs pétrolières, se trouvèrent quelque peu comprimées, surtout en été. Les institutions nouvelles, qui étaient plutôt restées sur l'expectative en 1957, représentèrent un important facteur de hausse. Au surplus, deux autres grands *Mutual Funds*, le *Lazard Fund* et le *One William Street Fund*, furent créés en été et investirent jusqu'à 5 millions de dollars en actions de la même entreprise. Presqu'ininterrompu, le mouvement de hausse appela les baisseries à des ventes à découvert accrues.

Avec plus de 6 millions d'actions, la *short position* atteignit le record de l'année en juin. Mais ce furent justement les partisans de la baisse qui constituèrent un facteur de hausse supplémentaire, lorsqu'ils durent se couvrir plus tard, alors que les cours montaient.

³³ *The Exchange*, August 1958, p. 9.

Cette hausse se poursuivit sans désespérer durant le deuxième semestre 1958 et l'élévation des prescriptions de couverture au début du mois d'août ne modifia guère cette tendance. Au milieu du mois de septembre, l'indice *Dow Jones* de valeurs industrielles dépassa le niveau record atteint au mois d'avril. Une fièvre spéculative croissante secoua le marché. L'indice des valeurs à cote faible de *Standard and Poor* passa de 41,95 à 65,41 entre juillet et décembre. Les positions de crédit augmentèrent également. Mais le rendement des actions principales baissa de nouveau en octobre en-dessous de celui des obligations de premier ordre. Le marché devint plus vulnérable jusqu'à ce que des événements de politique extérieure amenèrent un violent contrecoup à la fin de novembre. Le moment d'inflation avait été sans aucun doute poussé trop loin. Le *FRB* essaya de freiner la hausse alarmante dans une certaine mesure, en élevant, outre les taux d'escompte, les *margin requirements*. Et les acheteurs firent preuve d'une réserve croissante jusqu'à la fin de l'année, de sorte que la hausse devint moins accentuée. Depuis le recul au début d'avril, qui avait ramené l'indice *Dow Jones* à 440,09 points, ce dernier gagna près de 130 points jusqu'au 17 novembre. Les chemins de fer bénéficièrent d'un développement semblable aux valeurs industrielles. A la fin de l'année, les trois indices atteignirent les chiffres records suivants:

Valeurs industrielles	577,31
Chemins de fer	156,86
Services publics	90,26

Le volume moyen de transactions au *NYSE* fut de 2,96 millions d'actions par jour contre 2,22 en 1957³⁴.

³⁴ NYSE, Fact Book 1959, p.39.

LE CLASSEMENT DES INFLUENCES

Après avoir montré, dans le chapitre précédent, l'évolution des cours d'actions, nous classerons ici les facteurs qui influencent le marché de ces titres. Les caractéristiques du marché des effets et le problème technique de la formation des cours boursiers ont déjà été traités bien souvent, et on ne peut guère établir des considérations originales à ce sujet. Nous nous attacherons donc à les approfondir. Nous distinguons deux subdivisions dans le classement des influences, suivant en cela l'exemple de Jöhr, qui, dans la conjoncture générale, sépare les facteurs structurels des impulsions¹.

1. Les facteurs structurels

Dans ce groupe, nous considérons les influences qui sont responsables de la stabilité du marché c'est-à-dire qui ne déclenchent pas de fluctuations erratiques des cours. On pourrait également les désigner sous le nom de facteurs endogènes ou de constantes. Les facteurs structurels agissent par leur existence même et non par leur apparition. Il est certes possible qu'ils provoquent par exception des effets d'impulsion; en règle générale toutefois, leur influence ne s'exerce pas sporadiquement, mais d'une manière progressive et continue. Leur existence influence l'ensemble du marché, mais n'a guère d'effet sur les valeurs en particulier.

¹ Jöhr, W. A., *Die Konjunkturschwankungen*, Tübingen/Zürich 1952.

A. La situation du marché de l'argent et des capitaux

Il ne fait aucun doute que le volume de la circulation monétaire a une incidence déterminante sur le marché des actions. Tout d'abord, l'abondance ou la rareté des capitaux influence le comportement général des sujets économiques. L'argent bon marché stimule l'investissement et, en Amérique surtout, pousse à une plus forte consommation. En revanche, l'argent cher freine tant le désir d'investissement que celui de consommation. Ces conséquences produisent des effets indirects sur le plan boursier, car on en déduit la hausse ou la baisse de la rentabilité des entreprises. Mais les effets directs sont tout aussi importants, étant donné que l'argent bon marché favorise surtout l'appel au crédit pour les achats de titres. Les banques d'affaires, qui représentent aux Etats-Unis la source principale de ces crédits, prêtent directement aux brokers, aux dealers et au public. Les *brokers* et les *dealers* utilisent une partie des avances qui leur sont accordées pour des prêts à la clientèle de la Bourse qui va acheter elle-même des titres à crédit.

Dans le premier chapitre, nous avons déjà analysé le développement de l'usage du crédit boursier. Signalons, à titre d'illustration, que le 30 juin 1955 par exemple, sur un total de 35 641 achats effectués par des particuliers, 24 448 étaient effectués par opération de caisse et 11 193 sur compte de crédit². Parmi ces derniers, 2 332 étaient des *trading transactions*³. Le solde était destiné à des investissements à court ou à long terme. Exprimés en dollars, on obtient pour ce jour les chiffres suivants:

(en millions de dollars)

Crédits pour <i>trading transactions</i>	850
Pour investissements à court terme	1 190
Investissements à long terme	1 315

Si nous nous rappelons maintenant que les prescriptions de couverture étaient de 70 % ce mois-là, nous reconnaissons que dans le cadre des possibilités traitées au début de notre étude, une augmen-

² The Exchange, September 1955, p. 1.

³ Essentiellement des affaires de spéculation, dont la liquidation est effectuée dans les 30 jours.

tation supplémentaire des *margin requirements* aurait limité plus étroitement l'utilisation du crédit boursier.

Il reste donc à établir dans quelles proportions des mesures de politique monétaire (opérations à marché ouvert, modification de la marge réglementaire de couverture pour les achats à crédit, du taux d'escompte et des réserves minima) exercent un effet sur le marché.

a) *La modification de la marge réglementaire de couverture pour l'acquisition d'actions à crédit*

En raison des lacunes déjà citées, qui sont d'ailleurs inhérentes à ce moyen, on peut certes prétendre qu'on attend en premier lieu un effet psychologique de la modification des prescriptions de couverture pour crédits boursiers. Sitôt annoncés, deux abaissements sur trois provoquèrent une nette animation du volume d'affaires et une augmentation des cours. Trois élévations sur cinq ne furent en revanche pas du tout prises en considération, et il se produisit par deux fois un léger affaiblissement qui, mesuré à l'indice *Dow Jones* des valeurs industrielles, comporta neuf points au plus.

De toute évidence, il serait erroné d'attribuer un effet positif ou négatif au seul abaissement ou à la seule élévation de la couverture minimum, étant donné que la situation technique du marché ainsi que d'autres facteurs de renforcement ou d'affaiblissement contribuent au mouvement des cours⁴. Bien qu'une règle fixe ne puisse être établie, il est cependant possible d'affirmer qu'une impulsion peut se produire dans les deux cas. Pourtant, comme le prouve l'évolution du deuxième semestre 1958, il n'existe pas de rapport direct entre les prescriptions de couverture et les cours des actions. La réalisation du projet de révision annoncé produira sans doute un changement, car la spéculation sera touchée bien plus sévèrement que dans le système actuel.

b) *Politique d'escompte*

Bien que la modification du taux d'escompte représente un moyen du contrôle qualitatif du crédit, son effet sur le marché des actions

⁴ Federal Reserve Bank of New York, *Monthly Review*, January 1957, p. 9.

est plus accentué. Si nous étudions l'ampleur des modifications du taux d'escompte, nous remarquons que jusqu'en 1956, on n'appliqua que des différences de $\frac{1}{4}\%$. Depuis 1957, on procéda, il est vrai, à 7 changements de $\frac{1}{2}\%$. Il paraît logique, que plus la modification est forte plus son effet est grand sur les cours d'actions. Ne constate-t-on pas que l'augmentation de 3 à $3\frac{1}{2}\%$, opérée en août 1957, comprima en deux jours l'indice *Dow Jones* de 481,46 à 470,44 points, alors que l'abaissement qui suivit en novembre de la même année entraîna un gain de plus de 11 points en une seule séance! Les modifications antérieures de $\frac{1}{4}\%$, elles, provoquèrent aux maximum — et une fois seulement — un écart d'indice de 8 points. La question est de savoir si l'impulsion d'une élévation est plus importante que celle d'un abaissement. Les 17 modifications que nous avons prises en considération confirment que l'augmentation agit comme un élément de frein, alors que l'allègement a en général une influence moindre.

Se fondant sur la politique d'escompte anglaise, Niehans divise les contrecoups sur le cours des actions en effets préalables, en effets de choc, en phases de reprise et en effets durables⁵. On peut également appliquer cette distinction aux Etats-Unis, mais, dans la plupart des cas, on relève presque exclusivement des effets préalables et durables. En général, les augmentations du taux d'escompte prévues pouvaient être devinées ou étaient connues par des indiscretions⁶. Dans ce cas, le marché avait le temps de prévoir. Lors du communiqué, l'attente devenait certitude de sorte qu'il ne se produisait souvent plus de contrecoups. Des remous n'intervenaient que lorsque la modification surprenait les milieux boursiers. Et à défaut d'effet de choc, le marché n'avait alors pas besoin de reprise. En ce qui concerne les répercussions durables, on peut constater en général

⁵ Niehans, Jürg, Die Diskontpolitik des amerikanischen Bundesreservesystems und ihre Wirkung auf den Aktienmarkt, dans: Bulletin der Privat-Kommerzbank AG, Zürich, April 1955, p. 9.

⁶ La raison provient probablement du fait que toute modification intervient à la demande d'une ou de plusieurs banques du FRS. L'autorisation du FRB accordée, les autres banques de l'ensemble des 12 districts suivent en l'espace de quelques jours.

qu'elles apparaissent au grand jour seulement après quelques semaines, voire quelques mois. Entretemps, on prenait l'habitude encore d'autres mesures de politique de crédit, de sorte que les fluctuations de cours ne pouvaient plus être attribuées exclusivement à la modification du taux d'escompte.

On peut cependant affirmer en résumé que les modifications du taux d'escompte furent souvent à l'origine d'impulsions et que les augmentations opérées provoquèrent dans la plupart des cas une baisse après quelques semaines (excepté en automne 1958), à l'encontre des abaissements du taux.

c) *Opérations à marché ouvert*

L'application de la politique de marché ouvert peut être appréciée de différentes manières. Pour le public, son incidence sur le marché des actions ne constitue guère une question première, étant donné que ce moyen se joue plutôt à l'arrière plan et que sa fonction est d'ailleurs peu connue. En fait, les achats et les ventes de titres d'Etat par le *FRB* n'ont jamais déclenché d'impulsions. Penser qu'il y a une étroite corrélation entre les cours d'actions et les achats à marché ouvert ne serait qu'une vue de l'esprit, car le fait de raréfier les disponibilités bancaires n'agit — et très lentement d'ailleurs — que sur les crédits accordés aux *brokers*, mais non sur ceux octroyés à la clientèle privée de la Bourse. La politique de marché ouvert ne peut donc être considérée qu'en relation avec les autres moyens d'action en matière de politique de crédit.

d) *Les réserves obligatoires des banques membres du Federal Reserve System*

La politique de réserve ne permet pas d'opérer une orientation sélective des crédits. Mais, comme les opérations à marché ouvert, elle constitue une mesure complémentaire, en particulier à la politique d'escompte. Une application simultanée de ces deux moyens d'action n'intervint pas avant le 18 avril 1958. La réduction de $\frac{1}{2}\%$ du taux d'escompte représenta conjointement avec celle des réserves obligatoires une innovation dans la politique de la banque d'émission

américaine. Cette mesure surprit et l'indice *Dow Jones* passa de 445,09 à 449,31 points. Dans tous les cas antérieurs, il ne s'était pas produit d'influences immédiates. Un jugement isolé n'est pas plus possible ici qu'en matière de politique de marché ouvert. Ces mesures particulières doivent toujours être considérées en relation avec l'ensemble des interventions en matière de politique de crédit. Il est indéniable qu'une volonté marquée d'expansion du crédit influence favorablement la Bourse; cette dernière, en effet, est la première à profiter d'une politique d'argent bon marché après chaque récession, étant donné que les cours des actions constituent un baromètre qui anticipe la conjoncture générale. Très souvent donc, le courant du crédit destiné au marché des actions ne se dirige pas dans la même direction que celui des autres sortes de crédits. Entre 1951 et 1952, les crédits boursiers restèrent relativement stables, tandis que ceux affectés à la consommation augmentèrent de manière rapide; en 1954, en revanche, l'extension des crédits boursiers ne fut accompagnée d'aucune expansion des autres courants de crédits. La politique restrictive de la Banque Centrale n'eut jamais une régression des crédits boursiers et des cours pour effet immédiat. L'influence s'en fit pourtant sentir lors de mesures continues de restriction du crédit, non seulement parce que les avances boursières étaient plus difficiles à obtenir, mais encore et surtout du fait que la pénurie de crédit était interprétée comme un signe certain d'une future régression économique. Le déroulement des récessions confirme l'exactitude de cette affirmation. En ce sens, la politique de crédit revêt pour le cours des actions l'importance d'un facteur structurel de premier ordre.

B. Le rendement dans son ensemble

On attend deux choses d'un investissement en titres: la conservation du pouvoir d'achat et un revenu régulier. Suivant que l'on accorde plus de poids au premier ou au deuxième de ces facteurs, l'investissement se fait en actions ou en obligations. Mais ceci ne veut pas dire que lors d'un achat d'actions, le revenu joue un rôle moindre pour le capitaliste. Au contraire, en raison des risques plus élevés d'un tel investissement, la tendance a toujours été d'inclure une prime de

risque, c'est-à-dire de poser des exigences plus fortes que pour des titres à intérêts fixes. Donner n'a pas défini en vain le principe du rendement comme

«die Einschätzung der durch Aktienbesitz zu erlangenden Einnahmen im Vergleich zu den bei anderweitiger Kapitalverwendung erzielbaren Erträgen»⁷.

Mais, en parlant de revenus, cet auteur n'avait à ce moment-là nullement songé à des gains sur les cours, mais à des revenus de dividendes. Des questions de principe de politique d'investissement sont ainsi déjà soulevées, et elles ont été particulièrement discutées au cours des dernières années.

Sur le marché américain des actions, le facteur de rendement présente trois aspects: dividendes et bénéfices des sociétés d'une part, rendement des actions ordinaires d'autre part, enfin rapport cours-bénéfice (*price-earning-ratio*).

Tout dépend naturellement des actions qui sont prises pour base. Les 30 valeurs industrielles de l'indice *Dow Jones* produisent d'autres moyennes que celles des 125 titres de l'indice de *Moody*. Les écarts entre les principaux indices restent cependant faibles. Des sondages ont montré qu'une différence moyenne de rendement de plus de 0,4 % est très rare. Les écarts entre les actions privilégiées et les actions ordinaires, en revanche, sont plus grands. Les titres de la première catégorie ont presque un caractère d'obligations et sont de ce fait insignifiants pour nos considérations.

a) *Dividendes et bénéfices*

D'aucuns émettent parfois l'hypothèse que lors d'une acquisition d'actions, le capitaliste «achète» soit les dividendes escomptés, soit le bénéfice espéré, soit les deux à la fois⁸. Bien que cet argument soit justifié dans une certaine mesure, les dividendes et les bénéfices

⁷ Donner, Otto, Die Kursbildung am Aktienmarkt, dans: Vierteljahresheft zur Konjunkturforschung, Sonderheft 36, Berlin 1934, cité chez Hahn, L. A., Geldzins und Effektenpreise, dans: Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft, 72e année, 1936, p. 91.

⁸ Par exemple Gordon, M. J., Dividend, Earnings and Stock Prices, dans: The Review of Economics and Statistics, May 1959, No. 2, p. 99.

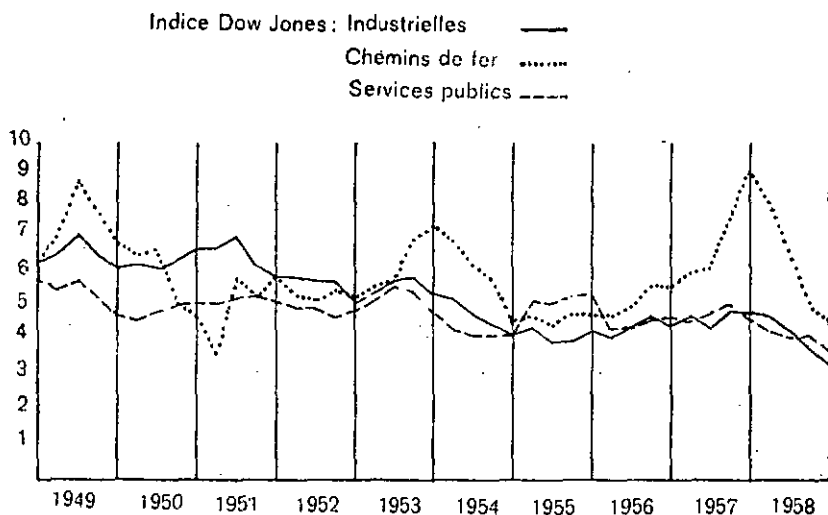
n'ont pas de rôle déterminant dans le facteur structurel du rendement, bien qu'ils puissent déclencher pour un titre particulier une impulsion importante. La raison en est que les dividendes et les bénéfices se distinguent par une stabilité relative, qui les fait paraître inaptes à servir de baromètre exclusif pour le marché. En relation avec le cours d'une action, ils fournissent cependant deux indices essentiels, à savoir le rendement et le rapport cours-bénéfices. Si le rendement augmente, par exemple, ceci peut être attribué à une baisse de cours ou à une augmentation de dividendes. En raison de la stabilité des dividendes que nous avons déjà évoquée plus haut, l'influence des fluctuations des cours est cependant bien plus grande. Les deux aspects du rendement et du rapport cours-bénéfices sont donc plus importants pour l'ensemble du facteur rendement.

b) *Rendement moyen des actions ordinaires*⁹

À l'origine séduisant, le rendement relativement grand des actions ordinaires détermina le volume croissant des investissements en actions, opérés par les institutions nouvelles. Pour un rendement annuel moyen des actions de 6,82 % en 1949, celui des obligations se révélait très inférieur avec 2,96 %. Beaucoup de bonnes actions atteignaient à ce moment-là un rendement allant jusqu'à 9 %. En 1929, le rapport était pourtant inverse: 3,5 % pour les actions contre 5,2 % pour les obligations. Jusqu'en 1953, les milieux boursiers exigèrent un rendement des actions souvent double de celui des obligations. Aujourd'hui, nous sommes même en dessous des 3,5 % de 1929. L'évolution du marché des actions se montre en contradiction flagrante avec le principe déjà cité, suivant lequel les titres à dividendes devraient être plus rentables que les valeurs à intérêts fixes. Le processus d'adaptation du rendement des actions à celui des obligations fit chaque année des progrès jusqu'au printemps 1957, époque où les deux courbes se croisèrent. Les milieux boursiers accordèrent à ce fait l'importance du signal d'un prochain recul des cours. Cette régression se produisit effectivement en 1957, le ressaisissement

⁹ Le rendement est le quotient entre dividendes annuels et le cours. Pour un prix sur le marché de 48 \$ et une dividende annuel de 3,20 \$ le taux de capitalisation sera donc de 6,6 %.

atteignant par la suite 4,67 %. En été 1958, le même phénomène réapparut, sans que cette évolution ait pour autant bénéficié à l'heure actuelle d'une correction.



Le revenu provenant d'actions semble tellement assuré aux capitalistes d'aujourd'hui que ces derniers deviennent toujours plus modestes dans leurs exigences sur la rentabilité des valeurs de dividendes. Cette modification des critères de politique d'investissement a incité la *Valley National Bank* de Phoenix, Arizona, au persiflage suivant: si une action rapporte 5 %, elle est sans valeur; rapporte-t-elle 3 %, c'est un *blue-chip* sans force d'attraction; à un rendement de 2 % elle représente une protection contre l'inflation et à un taux de 1 % seulement, il s'agit là d'une action en voie de développement, dont personne ne sait ce qu'elle vaut ¹⁰. Leffler s'exprime de façon semblable quand il dit que les rendements élevés permettent de conclure à un manque de popularité, donc à risque inhérent au titre considéré, alors qu'un très faible rendement est à l'heure actuelle caractéristique d'actions à brillantes perspectives d'avenir ¹¹. Bien que cette dernière

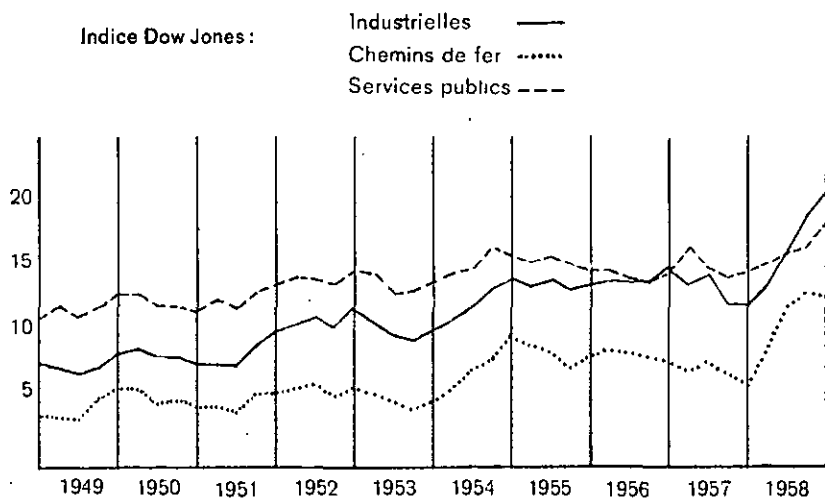
¹⁰ Cité dans: *Finanz und Wirtschaft*, No. 63, 4.8. 1959.

¹¹ Leffler, George L., op. cit., p. 48 et suivantes.

expression (en allemand *Wuchsaktie*) soit très souvent utilisée à mauvais escient, les signes évoqués montrent que le critère du rendement n'est pas toujours égal. En raison de la pression de facteurs opposés, un recul des cours qui élèverait le rendement moyen à plus de 4,5 % paraît invraisemblable d'après les expériences les plus récentes. Ce qui était considéré comme normal jusqu'à présent ne peut plus l'être aujourd'hui.

c) Le rapport cours-bénéfice

D'après une vieille règle traditionnelle à *Wallstreet*, une élévation anormale du rapport cours-bénéfice indique la fin d'un *Bull Market*. A ce sujet, des chiffres compris entre 10 et 12 sont considérés comme normaux en ce qui concerne les valeurs industrielles. Inversement, un rapport inférieur à 10 : 1 marque l'apogée d'un *Bear Market*. Cette maxime sert de point de repère soit à l'ensemble du marché, soit à certaines valeurs seulement. Il se pose à nouveau la question de savoir s'il convient d'accorder à ces chiffres normaux une signification invariable. L'étude de leur présentation graphique permet de répondre négativement.



Certes, si nous appliquons la règle américaine, citée plus haut, le début de la hausse de 1949 a été introduit par des rapports très bas. Il se produisit ensuite parallèlement à des cours croissants, un léger fléchissement jusqu'en 1951, recul attribuable à la diminution des bénéfices pour des raisons fiscales. Mais cette règle ne permit pas de prévoir les hausses et les baisses ultérieures (1953—54, 1957—58). D'après elle l'évolution de 1958, en particulier, aurait dû susciter depuis longtemps une réaction.

Les rapports varièrent suivant les différents groupes. Pour les valeurs industrielles, on obtint un minimum de 7 et un maximum de 20,9 (pour les chemins de fer, respectivement 3,6 et 13,2 et pour les services publics 11,3 et 18,3). Ces écarts montrent d'une part que les prix et les bénéfices sont soumis à d'importantes fluctuations qui se dirigent plus ou moins dans le même sens, d'autre part que, grâce à leur forte stabilité, les valeurs des services publics bénéficient d'un rapport supérieur à celui des actions ferroviaires, hautement spéculatives à l'heure actuelle.

Si nous comparons certains titres, les différences apparaissent encore plus frappantes.

	Juin 1949	Décembre 1958
Allied Chemical & Dye	10,6	28,0
American Tel. & Tel.	14,1	16,2
Bethlehem Steel	3,2	18,7
Du Pont de Nemours	11,1	29,5
General Electric	7,7	28,5
General Motors	4,3	23,5
I B M	12,5	51,7
Montgomery Ward	5,4	20,5
Standard Oil N. J.	5,6	23,0
US Steel	4,3	19,0

Source: Standard & Poor's Corp.

Standard Listed Stock Reports.

Malgré cela, il ne faut pas en tirer la conclusion que la Bourse n'accorde plus guère de signification au principe de rendement et ne pense plus qu'à des augmentations de cours. Comme par le passé,

l'ensemble des espoirs de rendement (dividendes et bénéfices, rendement, rapport cours-bénéfice) constitue un facteur structurel. Des forces qui tendent à modifier la situation antérieurement normale vers le bas pour le rendement et vers le haut pour le rapport cours-bénéfice sont toutefois à l'œuvre.

C. La menace d'inflation

Le problème de la conservation du pouvoir d'achat d'un investissement en capitaux est devenu l'un des plus difficiles de ces 20 dernières années. La confiance en des titres à intérêt fixe a disparu, même dans les milieux conservateurs, et l'expression «placement de père de famille» a perdu de sa signification. La dépréciation croissante de la monnaie n'en est pas seule responsable. Certains auteurs (dont Sumner H. Slichter, décédé en 1959) professent pourtant qu'une légère inflation est le prix inévitable du maintien de la haute conjoncture et du plein emploi. Il est compréhensible, que dans ces conditions, les actions bénéficient d'un intérêt accru en tant que parts à des biens matériels.

Dans quelle mesure le capitaliste américain s'est-il laissé influencé par ces considérations? Trois enquêtes effectuées pour le compte du *Federal Reserve Board* donnent les résultats suivants: 2 % des personnes interrogées considéraient les actions ordinaires comme l'investissement le plus sage en 1949, 6 % en 1951 et 8 % en 1952. Parmi les autres investissements à retenir 43 % notaient en 1952 les *savings bonds*, 17 % la propriété foncière, 16 % les *savings accounts*, alors que 16 % étaient sans opinion¹². Young cite un sondage effectué par l'Université de Michigan auprès les consommateurs, qui révéla que 61 % des personnes interrogées attendaient des hausses de prix pour 1959 contre 48 % en 1958 et seulement 17 % en 1953¹³. Tout récemment même, des voix qui considèrent la position du dollar comme très périlleuse se sont fait entendre. Bick, un spécialiste

¹² Friend, Irwin, *New Influences in the Stock Market*, dans: *Fortune*, March 1953, p. 108.

¹³ Young, R. A., *Statement before the Senate Subcommittee on Anti-Trust and Monopoly of the Committee on the Judiciary*, March 10, 1959.

américain en matière monétaire, n'a-t-il pas publié au début de 1958 une brochure sous le titre: «Le dollar des Etats-Unis, requiem pour un demi-mort»¹⁴. Citons encore pour achever ce tableau que le Sénateur H. C. Dworshak recommanda en été 1959 une dévaluation du dollar au Sénat américain¹⁵. Nous basant sur des considérations déjà établies, nous attribuons les causes suivantes pour ces tendances inflationnistes:

- Le montant de la dette fédérale produit un effet inflationniste de par sa nature même. Le budget de l'Etat ne permet guère une diminution des dettes flottantes, même en période de haute conjoncture. Fixé par mesure législative, le montant de la dette fédérale doit constamment être réajusté vers le haut. Au surplus, la politique d'argent cher nécessaire à la lutte contre l'inflation se traduit pour l'Etat par une plus forte charge d'intérêts.
- Au cours des dernières années, les syndicats parvinrent à plusieurs reprises à obtenir des augmentations de salaires telles que leur importance dépassa l'accroissement de la productivité. Les producteurs essayèrent de reporter cette élévation du coût de la main-d'œuvre sur les consommateurs, ce qui maintint en mouvement la spirale salaire-prix.
- L'*Employment Act* de 1946 représente eo ipso une menace d'inflation, étant donné qu'il engage à tout prix les autorités dans une politique de plein emploi.

En outre, la faiblesse de la démocratie éclate ici, car une politique d'argent bon marché constitue une solution facilitée. Le jeu politique des concessions n'est pas le dernier à ébranler la confiance dans la stabilité monétaire.

On peut se demander dans quelle mesure l'actionnaire arrive à éviter la dépréciation monétaire. En d'autres termes, l'indice du coût de la vie, le cours boursier et les paiements de dividendes révèlent-ils un mouvement parallèle?

¹⁴ Cité par Deschamps, Julien, *Le problème de l'inflation aux Etats-Unis*, dans: Banque, No. 147, Septembre 1958, p. 549.

¹⁵ Schweiz. Finanzzeitung, No. 35. du 3. 9. 59.

	Indice des prix de détail	Paiements annuels de dividendes (DJ Indus- trielles (en dollars)	Indice des actions (DJ Indus- trielles à la fin de l'année)	St. & P. Low Price Stock Index
1949	101,8	12,79	200,13	16,87
1950	102,8	16,13	235,41	22,85
1951	111,0	16,34	269,23	29,79
1952	113,5	15,48	291,90	27,99
1953	114,4	16,11	280,90	25,76
1954	114,8	17,47	404,39	25,95
1955	114,5	21,58	488,40	37,55
1956	116,2	22,99	499,47	40,48
1957	120,2	21,61	435,69	39,08
1958	123,5	20,01	577,31	45,31

L'augmentation du cours des actions est frappante. Alors que l'indice des prix de détail s'accrût de 21,31 %, celui des valeurs industrielles gagna 188,46 %, celui des valeurs de 2ème ordre 168,58 %, les paiements de dividendes de 56,45 % même (jusqu'en 1956 79,75 %).

En revanche, les augmentations de cours les plus conséquentes n'apparaissent pas nécessairement au moment de la plus grande dépréciation monétaire. En 1951, l'indice du coût de la vie s'accrût dans des proportions bien supérieures à celui des cours. L'évolution inverse peut être constatée en 1958. Ceci semble indiquer que sous couvert de menaces d'inflation, la hausse a été maintenue dans son élan, même sans plus de justifications matérielles.

Pendant des années, le marché des actions a escompté une évolution inflationniste, de sorte que de ce côté-là, des stimulants à l'augmentation des cours ne se justifient plus. On pourra peut-être objecter qu'à l'avenir, la stabilité du dollar sera encore plus menacée que par le passé, ce qui pourrait se concevoir en raison de la diminution des réserves d'or, de la baisse des exportations et des engagements toujours croissants en politique extérieure. Mais une telle perspective ne justifierait qu'à peine une augmentation supplé-

mentaire des cours, car, dans ce cas, l'ébranlement de la stabilité monétaire mettrait sans doute la rentabilité des entreprises en péril et de ce fait le paiement des dividendes. A cet égard, l'évolution enregistrée au cours de l'année 1956 peut servir d'exemple; en effet, les bénéfices baissèrent au-dessous du niveau de l'année précédente, malgré une tension des prix; quant aux dividendes, ils furent plutôt encore élevés.

La dépréciation monétaire actuelle est indéniable. En revanche, il semble que le facteur inflation ait contribué à la formation initiale d'augmentations de cours qui n'étaient pas justifiées par la dépréciation monétaire réelle. Une mentalité qui frise la psychose de l'inflation telle qu'elle régnait en Europe, il y a quelques décennies s'est peu à peu formée dans le public de la Bourse. Nous ne commettrons donc guère d'erreur en admettant que ce facteur ait eu une importance structurelle.

D. La composition du marché

Par composition du marché, on entend la répartition des actions dans le public. Bien qu'il s'agisse là d'un aspect essentiellement technique du marché, il réussit cependant à exercer des effets profonds. En particulier, la spéculation a intérêt à savoir qui participe au marché, si des achats à but déterminé sont effectués, etc. Un public pauvre en capitaux et inexpérimenté apparaît-il par exemple en nombre croissant vers la fin d'une hausse, la structure des cours s'en trouvera minée. La réaction suivante n'en sera que plus violente, car les petits «suiveurs» seront les premiers à perdre leurs nerfs. Les spéculateurs expérimentés, eux, adopteront une attitude appropriée afin de remonter le courant au moment favorable. Il est donc compréhensible que des spéculateurs d'occasion dès qu'ils poursuivent en grand nombre le mirage du gain, puissent contribuer à dérouter le marché.

A l'opposé, déterminée par des spécialistes, la politique d'investissement de grands capitalistes peut constituer un appui pour le marché. Un exemple réside en l'apparition d'institutions nouvelles sur le marché américain qui apportèrent des moyens qui auraient été autrefois investis dans des valeurs à intérêt fixe. Ainsi qu'il en ressort de

notre second chapitre, le montant global des actions ordinaires et des actions privilégiées appartenant à de telles institutions passa pendant les dix dernières années de 10 700 millions de dollars à environ 39 200 millions, et cela tant à cause d'augmentations de cours que d'achats supplémentaires. Les ventes se maintinrent dans un cadre étroit, car, comme l'explique Braithwaite:

«Der institutionelle Investor steht niemals mit erheblichen Abgaben im Markt, da er eventuell große Geldanforderungen aus dem ständigen Zufluß befriedigen kann und seine Investitionen nicht zu realisieren braucht. Die bei den Instituten, den Sozial- und Pensionsfonds und der Kirche plazierten Aktien sind also praktisch dem Markt entzogen. Dazu kommt, daß die Anlagegelder des kleinen Mannes in zunehmendem Maße durch Trusts für Daueranlagen und nicht für Spekulationszwecke in die Aktienmärkte geleitet werden . . .»¹⁶.

L'afflux croissant de moyens nouveaux à investir est tout aussi important que la conservation des actions elle-même. Mais l'intérêt se concentre essentiellement sur l'acquisition de titres de premier ordre, de sorte que, faute de nouvelles émissions, en nombre suffisant, ces valeurs sont également affectées par un resserrement du marché; celui-ci se traduit par des augmentations de cours, et cela d'autant plus que beaucoup de particuliers suivent dans leurs achats la politique des institutions nouvelles. Friend désigne ceci comme un effet de multiplication, lorsqu'il écrit:

«The injection of new funds into the market may have a greater effect than suggested by a simple comparison of the volume of new funds to the total volume of activity. The fact that initial activity in the direction of the initial change in prices is a well-known market phenomenon . . .»¹⁷.

Cet auteur distingue surtout un «effet de remboursement» dans les achats effectués:

«Institutional buying is more likely than other buying to act as a cushion in a decline rather than as a catalyst in an advance . . .»¹⁸.

¹⁶ Cité de Baschy, René, Zum heutigen Börsenbild, Ausführungen an der Generalversammlung des Effektenbörsenvereins Zürich, du 22 mars 1955.

¹⁷ Friend, Irwin, New Influences in the Stock Market, dans: Fortune, March 1953, p. 174.

¹⁸ do.

Cette supposition est justifiée pour autant qu'on connaisse quelque chose du comportement des institutions nouvelles. A cette époque, on n'achetait en général plus pendant une hausse avancée, alors qu'on se couvrait à la suite d'un recul des cours lorsque ceux-ci étaient à un niveau bas. Il faut citer comme exemple typique l'automne 1955, lorsqu'immédiatement après la maladie du Président Eisenhower, les *Mutual Funds* pratiquèrent des achats supplémentaires massifs.

Il n'est malheureusement pas possible d'obtenir des chiffres sur les investissements annuels des institutions nouvelles. Les estimations elles-mêmes semblent contestables. Ainsi, pour 1954, la SEC estime les achats supplémentaires nets en actions ordinaires et en actions privilégiées à 1,83 milliards de dollars, alors que le NYSE arrive pour la même année à 3 milliards. Ces raisons amenèrent un rapport administratif à la conclusion que le manque d'indications précises ne permet pas d'établir des estimations sûres ¹⁹.

Et si l'on voulait analyser exactement l'effet des investissements sur les cours, il faudrait encore déterminer d'après quel plan les capitaux sont investis. Il est en effet possible que les plans d'investissements cités par Warren ²⁰ n'aient pas tous la même importance pour la formation des cours. Le plus connu est le *Constant Dollar Plan*, déjà cité, appelé aussi *Dollar Averaging*, qui a été adopté par beaucoup de fonds de retraite. En revanche, l'*Equalizing Plan*, le *Variable Ratio Plan*, le *Central Value Plan*, l'*Intrinsic Value Plan* et le *Seven Step Plan* revêtent une signification essentielle pour les *Mutual Funds*.

Tous les signes indiquent donc que les institutions nouvelles influencent le marché avec des moyens croissants et qu'elles constitueront un élément structurel encore plus dans le futur que durant la période qui fait l'objet de notre étude.

¹⁹ United States Senate, Committee on Banking and Currency, Factors Affecting the Stock Market, Washington 1955, p. 95.

²⁰ Warren, Robert A., Formula Plan Investing, dans: Harvard Business Review, January-February 1953, p. 59.

2. Les impulsions

Les impulsions peuvent être attendues (par exemple, l'assemblée générale d'une société avec décisions sur des paiements de dividendes) ou inopinées (comme la guerre de Corée). Elles déclenchent le plus souvent des fluctuations erratiques à court terme et leur apparition peut toucher l'ensemble du marché ou certaines valeurs seulement.

A. Les communiqués de sociétés particulières

Dans de nombreux cas, ces impulsions n'ont d'effet que sur les titres de la société en question. Mais il y a toute une série d'exemples où leur apparition a fait réagir l'ensemble du marché, les actions de la branche considérée ou celles de filiales seulement. Le problème de la formation du cours d'un seul titre est en effet étroitement lié à celui de la formation de l'indice.

a) *Les informations relatives aux rapports trimestriels, semestriels ou annuels*

Cette impulsion, considérée comme étant la plus fréquente, traduit largement la satisfaction ou la déception des actionnaires quant au bénéfice net réalisé, mais avant tout quant aux dividendes payés.

En juillet 1958, *Ford* réduisit ses dividendes trimestriels de 60 à 40 cents, et le cours tomba de $42\frac{3}{8}$ \$ à $39\frac{1}{2}$ \$. Pour le premier trimestre 1954, *Douglas Air Craft* annonça un bénéfice net de 7,28 \$ par action contre 3,66 \$ l'année précédente; le cours monta alors de 112 à $116\frac{3}{4}$ \$; il s'améliora à $131\frac{3}{4}$ \$ lorsque circulèrent, deux jours plus tard, encore des rumeurs concernant une nouvelle émission d'actions.

b) *Le Stock Split*

Ce facteur occupe une position particulière parmi les mouvements à court terme. Il faut distinguer tout d'abord le dividende sous forme d'actions (*stock dividend*, appelé en général chez nous actions gratuites)

de la division en un grand nombre d'actions (*split* ou *split up*)²¹ ou, ce qui arrive rarement, des fusions d'actions (*split down*). Encore faut-il discerner pour le *stock dividend*, entre dividendes réguliers, dividendes extraordinaires et dividendes substitutionnels. La distinction est autant plus difficile aux Etats-Unis que la majorité des actions est émise sans valeur nominale. Les *splits* et les *stock dividends* ne diffèrent alors que par leur traitement interne, comptable. A cet effet, on désigne en général comme *split* toute division quelle qu'elle soit. Il convient de mentionner encore une classification à caractère purement technique établie par le NYSE: un dividende en actions de 24 % ou moins compte alors comme *stock dividend*, de 25 % et plus comme *split*.

Les raisons des *splits* sont variées. Souvent, l'administration de l'entreprise cherche à étendre le marché de ses actions, le prix réduit rend alors les valeurs plus attirantes pour beaucoup de capitalistes. Elargir le cercle des actionnaires revient à multiplier les intéressés aux produits de la société en question. Les entreprises de services publics accordent une faveur particulière à cette politique et essayent par ce moyen d'augmenter leur clientèle en gaz et en électricité. La société trouve sans doute un autre motif de *stock split* lorsque, pour des raisons pratiques, elle répugne à laisser grimper trop haut le bénéfice net par action.

Le public associe au *split* l'idée de gain de cours et d'un dividende comptant plus élevé, étant donné qu'un titre faiblement coté a plus de chance de bénéficier d'une augmentation de cours qu'un titre cher²². Une rumeur concernant un *split* éventuel provoque déjà souvent une hausse, de sorte que lorsque celui-ci est confirmé, l'effet est déjà réalisé.

²¹ Les définitions du NYSE: Stock Dividend: «A dividend paid in securities rather than cash. The dividend may be additional shares of the issuing company, or in shares of another company (usually a subsidiary) held by the company».

Split: «The division of the outstanding shares of a corporation into a larger number of shares. A 3-for-1 split by a company with 1 million shares outstanding would result in 3 million shares outstanding . . . » (The Language of Investing, New York 1957, p. 31/30.)

²² Ce fait est prouvé par Smith, J. H., Constant-Amplitude Scales for Plotting Stock Prices, dans: *Econometrica*, Oktober 1946, p. 316 et suivantes.

Différentes enquêtes du NYSE confirment effectivement l'exactitude des estimations relatives à l'élargissement du cercle des actionnaires. Dix sociétés connues et choisies au hasard, qui avaient divisé leurs actions dans le rapport 2 : 1 entre 1950 et 1954, augmentèrent le nombre de leurs actionnaires de 27,4 %. Pendant la même période, dix autres sociétés qui n'avaient pas divisé leurs actions comptèrent 25,4 % d'actionnaires en plus²³. Cette différence minime est à attribuer au fait que l'*American Tel and Tel.* figure dans le deuxième groupe. Cette société constitue toutefois une catégorie à part, vu qu'elle avait à l'époque plus d'actionnaires que d'employés. Si l'on exclut l'*American Tel. and Tel.* l'on obtient pour les neuf autres sociétés une augmentation du nombre des actionnaires d'à peine 5 %.

Qu'en est-il du mouvement des prix des titres après le *split*? Le tableau suivant montre les fluctuations de quelques actions avant et après cette opération:

	Rapport	Date	Prix		Gain en %
			avant	mai 1951	
Allied Chemical and Dye	4 : 1	5. 9. 50	236	66	11,9
Du Pont de Nemours	4 : 1	16. 6. 49	174	97	123,0
General Motors	2 : 1	3. 10. 50	99	53	7,0
Merck & Co.	2 : 1	20. 4. 49	58	87	200,0
US Steel	3 : 1	3. 6. 49	66	45	104,5
Youngstown Sheet & Tube	2 : 1	13. 10. 50	103	54	4,9

L'étude la plus approfondie sur l'efficacité de la division des actions a sans doute été faite par Barker²⁴. Son enquête comprend tous les 224 *stock dividends* de 5 % ou plus payés entre les années 1951 et 1954 sur les actions ordinaires cotées au NYSE. L'auteur se base sur les prix 6 mois avant le *split*, le jour du *split*, et 6 mois après. La division d'actions est répartie d'après les critères suivants:

- *splits* accompagnés d'une augmentation du dividende comptant;
- *splits* avec dividende comptant inchangé;
- *splits* accompagnés d'aucun dividende comptant.

²³ The Exchange, August 1955, p. 7 (d'autres enquêtes dans: The Exchange, June 1953, p. 19 et July 1956, p. 7).

²⁴ Barker, C. A., Are Stock Dividends Effective? Complete Report to «Evaluation of Stock Dividends», Harvard Business Review, July/August 1958.

Pendant les 6 mois précédant le *split*, les valeurs du premier groupe subirent une augmentation de 9 % en moyenne; après le *split*, cette dernière se maintint encore à 8 %. Les valeurs du deuxième groupe, elles, perdirent en moyenne 12 % du cours atteint avant le *split*. Le comportement du prix des actions du troisième groupe, enfin, ne permet pas de tirer des conclusions générales, les extrêmes passant de +126 % à -30 %. Il faut donc retenir que l'effet d'impulsion n'est durable que lorsque le *split* est accompagné d'augmentation du dividende comptant²⁵.

Erbe arrive aux mêmes résultats après une enquête portant sur 88 valeurs qui avaient été divisées en 1954-55 au moins dans le rapport 2 : 1²⁶. Les 75 actions qui étaient accompagnées d'une augmentation des dividendes comptants se trouvèrent au moment du *split* à 18 % au-dessus de l'année précédente. Six mois après le *split*, ce gain subsistait toujours. Les 13 autres actions furent au moment du *split* de 5 % plus élevées que l'année antérieure, mais tombèrent de 13 % dans les 6 mois suivants. Erbe en conclut que la nouvelle d'un *stock split* conduit dans tous les cas à un gain sur les cours qui disparaît cependant bientôt lorsque l'augmentation espérée de dividende ne se produit pas.

Citons finalement comme un excellent exemple particulier la division de l'action de l'*American Tel. and Tel.* dans le rapport de 3 : 1 en décembre 1958. L'annonce du *split* et de l'augmentation de dividende provoqua une sensation telle que le marché de ce titre dut tout d'abord être suspendu. Après la reprise, on nota ces actions 23 points plus haut et, à la fin de la séance, elles terminèrent avec un gain de 21 dollars.

c) Fusions et achats à but déterminé

Au cours des dernières années, on constata une tendance croissante en faveur des fusions. Ne citons, dans l'industrie automobile, que la fusion de *Nash* et *Hudson* sous le nom d'*American Motors* et celle

²⁵ Voir également Barker, C. A., *Stock Splits in a Bull Market*, Harvard Business Review, May/June 1957, p. 72.

²⁶ Erbe René, *Stock Dividends und Aktienkurse an der New Yorker Börse*, Privat-Kommerzbank AG, Bulletin Januar 1958, p. 16.

de *Studebaker* et *Packard*. La concurrence grandissante oblige certains grandes entreprises à rechercher les possibilités d'améliorer leur productivité et de mieux dominer le marché. La fusion est l'un de ces moyens.

En général, la fusion provoque un gain sur les cours. Les spéculateurs savent en particulier assurer leurs intérêts au moment de rumeurs et de communiqués de fusion, de sorte que l'effet de la confirmation est souvent escompté.

Lorsque fut envisagé la fusion de *Nashville Chattanooga* et *St. Louis Railroad* avec *Louisville* et *Nashville Railroad*, *Nashville Chattanooga* gagna 21 points en novembre 1954. Cette dernière société était plus faible économiquement à ce moment-là, de sorte que la hausse l'atteignit seule.

Le problème est toutefois très complexe, et on ne peut formuler de règles détaillées quant aux possibilités subtiles permises par les fusions. On pourrait par exemple supposer que lors de la création d'une nouvelle société par la fusion sur la base *share-for-share* de deux firmes existantes, le cours des deux anciennes valeurs s'équilibrent. Mais il n'en est pas obligatoirement ainsi. En novembre 1958, on annonça un plan de fusion de la *General Telephone Corp.* et de la *Sylvania Electric Corp.* sous la nouvelle dénomination de *General Telephone and Electric Corp.* Les deux conseils d'administration avaient approuvé le plan, mais pas encore les actionnaires. Avant le communiqué, les deux titres étaient respectivement à 55³/₈ et 53⁵/₈ \$. La différence d'environ 2 \$ subsista cependant et l'écart des cours fut encore plus grand à la fin de l'année (40³/₈ \$ pour le premier et 31¹/₂ \$ pour le second).

Les annonces d'achats à but déterminé, elles, ont des effets semblables à celles de fusions. Ainsi, le *New York Central Railroad* subit au début de 1954 une appréciable augmentation des cours à la suite des tentatives de Robert Young pour s'assurer la majorité des actions. Au milieu de janvier, le titre était coté à 18 \$, le 25 février à 24¹/₂ \$.

Lors de tels achats, on charge souvent un broker d'acquérir la majorité des actions à un prix fixé d'avance et le groupe intéressé se retire du contrat si cette majorité n'est pas atteinte. Dans le cas contraire, une offre fixe est faite aux actionnaires minoritaires pour

l'achat de leurs parts. Il est clair que le cours s'adapte alors au prix offert. Lors de l'acquisition de la *Goodall-Sanford Inc.* par *Burlington Mills Corp.*, l'action de la *Goodall-Sanford* passa du cours de 13 \$ au prix offert de 20 \$²⁷.

d) Chiffres d'affaires

Bien qu'un grand chiffre d'affaires n'entraîne pas obligatoirement une élévation du bénéfice net, cette impulsion déclenche aussi des augmentations sporadiques. Un très bon exemple date de l'époque de la crise de Suez: c'est celui de la construction activée de pétroliers de gros tonnage. Les actions de la *Lukens Steel Co.*, productrice de lourdes plaques d'acier pour la construction navale, furent cotées en avril 1957 entre 110½ \$ et 62½ \$. La spéculation fit donc valoir son influence. Une grande partie des ordres d'achat serait d'ailleurs parvenue de la part des chantiers navals eux-mêmes²⁸.

Un autre exemple est celui de la sortie des chaînes de la 50 000 000ème voiture par la *General Motors* et l'espoir d'une production supérieure de 10 % pour l'année 1955. Le titre s'améliora de 2½ \$, ce dont profita également *Du Pont* avec 4 \$, étant donné qu'un paquet important d'actions de la *General Motors* est en possession de *Du Pont*.

e) Degré d'emploi

Une augmentation de cours qui se produit à la suite de nouvelles concernant l'amélioration du degré d'emploi ou une meilleure utilisation de la capacité de production semble plus justifiée.

C'est qu'au printemps 1956, les actions *Chrysler* se consolidèrent de 2 \$, après que l'on eut appris que la société allait de nouveau embaucher quelques mille ouvriers à salaire horaire.

f) Endettement

L'apport d'importants capitaux extérieurs, en général sous forme d'emprunts, constitue en revanche une impulsion défavorable. La raison en est que dans les années d'après-guerre, la plupart des 'so-

²⁷ Report on Corporate Mergers and Acquisitions, Federal Trade Commission, Washington 1955, p. 86.

²⁸ Neue Zürcher Zeitung, No. 1440 du 17. 5. 1957.

ciétés pratiquèrent systématiquement l'autofinancement. Ce réinvestissement conduit naturellement à un rendement plus favorable. Le marché semble tenir compte de cette circonstance en considérant un endettement comme un élément défavorable de la structure financière de l'entreprise. Les services financiers ne mentionnent-ils pas souvent les sociétés qui travaillent entièrement avec leurs propres capitaux!

L'émission d'obligations à $3\frac{1}{4}\%$ pour un montant de 190 millions de dollars projetée par la *Bethlehem Steel Corp.* comprima le cours de cette action de $136\frac{7}{8}$ \$ à $133\frac{1}{2}$ \$ au printemps 1955. Le lendemain, toutefois, la perte fut de nouveau compensée. De même, la *Radio Corp. of America* baissa de 2 \$ en septembre de la même année lorsqu'une éventuelle émission de *subordinate convertible debentures* fut annoncé pour un montant de 100 millions de dollars.

g) Modifications du prix des produits

Des prix majorés pour certains produits provoquent des tendances croissantes sur le cours des actions des sociétés considérées, des baisses de prix des tendances décroissantes, ceci de nouveau au mépris du fait élémentaire que rien n'est encore dit par là quant au niveau de la rentabilité. Au contraire, le marché pourrait aussi faire le raisonnement inverse: des augmentations de prix restreignent les débouchés, alors qu'une baisse entraîne une élévation des chiffres d'affaires.

Au début d'avril 1956, l'augmentation de 4 % du prix des boîtes en carton causa une augmentation des cours de l'*International Paper*, dont l'action passa de 127 à 134 dollars. En même temps, il est vrai, des rumeurs relatives à des pourparlers de fusion circulaient encore. — Par ailleurs, *Chrysler* perdit à fin mars 1953 3 dollars à la suite d'une baisse de prix de 100 \$ sur les camions.

h) Investissements et projets d'expansion

Les milieux boursiers comptent là aussi à l'avance sur une façon plus productive de travailler et sur un rendement plus élevé de l'entreprise, espoir qui doit tout d'abord se réaliser avant que l'on songe à une plus-value des parts.

En automne 1954, la *Reynolds Metal* conclut un accord avec la *W. R. Grace* en vue de créer une société en Colombie pour la production de produits d'aluminium. Les actions de la *Reynolds Metal* gagnèrent alors $4\frac{1}{2}$ \$. Quant au programme d'expansion de 56 millions de dollars de la *Sears Roebuck*, il entraîna en septembre 1955 une augmentation de $106\frac{1}{2}$ à $108\frac{1}{2}$ \$ des actions de cette société. Deux jours plus tard ces titres montèrent à $115\frac{3}{4}$ \$ à la suite d'une annonce de *split*.

i) *Conflits sociaux*

Les plus connus sont les grèves de l'acier, qui affectèrent six fois cette industrie américaine entre 1949 et 1958. La grève la plus longue (1952) dura 55 jours, la plus courte (1955) douze heures seulement. La perte de production et l'allongement des délais de livraison amènent les consommateurs à se pourvoir principalement au Canada. Il est donc compréhensible que lors de grèves assez longues, le cours des actions ne soit plus soumis à un effet d'impulsion, mais reste en général stagnant. Des impulsions ne se produisent en général au cours de telles grèves qu'à la suite de communiqués concernant l'aggravation ou la détente de la situation.

Dans toutes les autres branches de l'industrie, les grèves sont en moyenne d'une durée plus réduite, de sorte que les effets d'impulsion sont plus marqués. A la fin de février 1950, les *American Tel. and Tel.* perdirent 2 \$ à la suite du début de la grève des employés du téléphone. A la fin de novembre 1954, *Chrysler* réussit à éviter par accord la menace d'une grève dans la division de la carrosserie; le titre fut coté 2 \$ plus haut par la suite.

1) *Inventions*

Le succès ou l'échec des moyens consacrés à la recherche dépendent des possibilités pratiques de réalisation d'une invention. Mais la Bourse tient à peine compte de cette nuance, étant donné que tout communiqué au sujet d'une invention est «récompensé» par une augmentation de cours.

La réalisation d'un procédé d'étain synthétique par la *Reynolds Metal Co.* fit monter cette action en automne 1951 de $5\frac{1}{2}$ à $6\frac{1}{2}$ \$.

Au début de février 1954, la *Bell Aircraft Co.* annonça la réalisation d'un avion à réaction capable de décoller et d'atterrir verticalement: cette nouvelle assura à l'action un gain passager de 3 \$.

m) *Découvertes de gisements*

De toutes les branches, l'industrie pétrolière est la plus favorisée sur ce point. Chaque découverte s'exprime en avances partielles ou plus fortes des actions pétrolières. Ceci semble justifié, si l'on songe que l'amortissement des investissements pour droits de prospection dépend de découvertes correspondantes.

A la fin de février 1952, *Amerada Petroleum* passa d'un gain temporaire de 22 \$ à 205 \$, cela à la suite de bruits concernant la découverte de nouvelles nappes pétrolifères dans les terrains de Williston. — Les actions de la *Freeport Sulphur*, elles, bondirent en août 1951 de 18 à 119 \$ à la suite de l'annonce de la découverte de plus grands gisements de soufre dans une de ses concessions.

B. Evénements sur le plan politique

Pour être complet, il nous faut à nouveau rappeler ces impulsions, bien que nous ayons déjà indiqué en partie leurs effets dans le chapitre précédent.

a) *Révolutions*

L'agitation politique de nombreux pays cause une insécurité constante aux intérêts des sociétés américaines à l'étranger. Les Etats de l'Amérique Latine en particulier, où l'*United Fruit* et différentes sociétés pétrolières exercent, par exemple, leur activité principale, sont soumis à de fréquents revirements politique. Dans cet ordre d'idées, citons, après la prise du pouvoir par Fidel Castro à Cuba, la faiblesse des actions sucrières, renforcée notamment par la nationalisation des plantations contre un dédommagement en obligations d'Etat cubaines. En Irak, la situation pesa de façon analogue en juillet 1958 sur les valeurs pétrolières des sociétés possédant là-bas des droits de prospection.

b) *Entrée en guerre*

Il suffit de citer encore une fois l'exemple de la guerre de Corée. Remarquons que la direction de cette impulsion est difficile à déterminer²⁰. Le début de la deuxième guerre mondiale entraîna une consolidation des cours en Amérique, par exemple, étant donné que l'on espérait une extension de la production industrielle du pays.

c) *Evénements de politique intérieure*

Nous avons déjà largement mentionné les jugements que les milieux financiers et boursiers portent sur les partis démocrates et républicains. On exagère toutefois beaucoup sur ce point. Même si, dans la période que nous considérons, un démocrate était entré à la Maison blanche, cela n'aurait pas porté tort au développement économique des Etats-Unis. Comme dans d'autres cas, on aurait pu s'attendre ici à ce que les cours d'actions reflétassent de nouveau une attitude moins subjective peu de temps après.

Que le Président lui-même soit devenu un facteur susceptible de déclencher des impulsions profondes, nous l'avons déjà vu. Nous rappelons ici aussi l'effet des messages du Président au Congrès (sur l'aide à l'étranger, les impôts, etc.).

C. Mesures publiques de politique économique

Il convient de citer avant tout les effets de modification du taux d'escompte ainsi que ceux des prescriptions de couverture, étudiées en même temps que les facteurs structurels.

a) *Répartition des commandes gouvernementales*

Là, il faut dans tous les cas compter avec un effet favorable, que ce soit comme nous l'avons souvent constaté — pour certaines branches ou pour certaines valeurs. Ainsi, les *Bath Iron Works* gagnèrent au printemps 1955 11 \$, et cela uniquement à la suite de rumeurs relatives à la commande d'un destructeur fonctionnant à l'énergie atomique.

²⁰ Une étude intéressante est celle constituée par l'exposé de Baschy, René, *Die Börsenkrisen im Spiegel der Politik*, fait à l'Assemblée générale du «Effektenbörsenverein» à Zurich le 16 mars 1953.

Cette impulsion diffère en ce sens du facteur «degré d'emploi» que les commandes gouvernementales peuvent représenter du «*deficit spending*»³⁰. Dans ce cas, elles ont une importance inflationniste supplémentaire.

b) *Politique douanière*

Une augmentation des droits de douane équivaut à une protection de l'industrie nationale alors que leur abaissement revient à une concurrence accrue. Evoquons le comportement des valeurs horlogères en été 1954 et comme deuxième exemple l'élévation du contingent d'importation des films américains en Grande-Bretagne en automne 1950. Par la suite, les actions des entreprises cinématographiques gagnèrent en faveur.

c) *Interventions fiscales*

Nous rappelons l'effet des augmentations d'impôts (*Excess profits tax etc.*) pendant la crise de Corée. Par ailleurs, des réductions fiscales équivalent en importance à des allègements du crédit.

d) *La loi anti-trust*

Le *Sherman Antitrust Act* de 1890 avait pour but de rendre impossible la formation de monopoles et de cartels. Au cours des années, les auteurs et la jurisprudence donnèrent diverses interprétations de cette loi. En 1959, par exemple, la fusion projetée entre les deux sociétés d'acier *Bethlehem Steel* et *Youngstown Sheet and Tube* fut interdite. Une des actions *antitrust* les plus connues — en suspens depuis des années — est celle introduite contre *Dupont de Nemours* et *General Motors*. La première de ces sociétés, en effet, possède $\frac{1}{4}$ du capital social de la seconde. Se fondant sur le *Sherman Act*, le Département de la Justice essaye de contraindre *Du Pont* à réaliser cette participation. Les jugements déjà intervenus dans ce procès

³⁰ Deficit spending est défini par Schück comme «jene Maßnahme, die mit einzelnen Finanzperioden überdauernden absichtlichen Haushaltsdefiziten die Vollbeschäftigung der nationalen Produktionsfaktoren erreichen und erhalten will». (Schück, Guido, Die Problematik des Deficit Spending, Thèse Fribourg 1954, p. 33). Cette définition peut s'appliquer à la situation américaine en particulier, vu l'importance de l'Employment Act de 1946.

influencèrent chaque fois le cours de ces deux valeurs. Ainsi, au début du mois d'octobre 1955, la décision de la Cour Suprême d'admettre l'appel interjeté par le Département de la Justice dans l'action antitrust intentée à *Du Pont* et *General Motors* eut pour conséquence de fortes pertes sur ces actions.

D. Autres impulsions

a) Ventes à l'occasion des échéances fiscales

Les 4 échéances fiscales annuelles déclenchent régulièrement de plus ou moins grandes liquidations de titres afin d'obtenir les disponibilités nécessaires au paiement de l'impôt. Les *Tax Loss Sales* de fin d'année constituent un autre facteur de technique fiscale: les spéculateurs qui ont acheté des actions à des cours plus élevés que ceux auxquels ils les revendent à la fin de l'année peuvent en effet imputer leurs pertes du montant imposable. Le volume de ces ventes ne peut toutefois pas être déterminé facilement.

b) Théorie de Dow

Jusqu'en 1954 lorsque l'indice des valeurs industrielles était encore en-dessous de 380 (niveau de 1929), on croyait parfois pouvoir attribuer des fluctuations de cours à cette impulsion étant donné que quelques adeptes de la théorie de Dow subsistaient encore. Mais depuis lors, toutefois, on n'en a plus guère entendu parler.

c) Cancer des fumeurs

Nous avons déjà souligné dans notre troisième chapitre les pertes relativement importantes subies par les valeurs du tabac à la suite de certains rapports médicaux sur les maladies cancéreuses.

3. L'effet du facteur psychologique

Avec les facteurs structurels et les impulsions, nous avons essayé de déterminer les forces qui conditionnent l'offre et la demande. Mais, nous ne devons cependant pas en rester là étant donné que

l'offre et la demande ne dépendent pas seulement de faits objectifs. Il faut se garder de méconnaître les moteurs de l'action humaine, tels le désir d'enrichissement et l'inclination à la contagion, bref, tout ce qui entre dans la catégorie des facteurs psychologiques.

A. Le processus cumulatif

Les phénomènes de hausse et de baisse peuvent en général être attribuées au comportement similaire de la majorité des clients de la Bourse. Mais comment se produit cette orientation identique? Quand l'impulsion, l'étincelle survient, bien peu se laissent sans doute influencer. Mais la contagion élargit le cercle. Jöhr distingue cinq sortes de contagions psychologiques³¹:

- par adoption du motif;
- par soif de représentation;
- par imitation;
- par transmission de sentiments;
- par influence de l'ambiance.

La contagion par adoption du motif se produit dans les cas où, dans l'ignorance du marché, le spéculateur adopte l'opinion de son *broker*, d'un bulletin financier ou d'un collègue en Bourse. Un exemple de la deuxième sorte de contagion peut être trouvé dans l'acquisition d'une cadillac avec les gains boursiers, ce qui incite un quelconque ami à tenter lui-même l'expérience.

Dans cet ordre d'idées, Mme. Long cite un aspect très intéressant. Elle pense qu'un *investment boom* n'a pas seulement pour effet de convaincre réciproquement les sujets économiques du fait que l'investissement enrichit, mais également que cet enrichissement a le caractère d'un but reconnu par la Société. En période de baisse, les capitalistes ne se convaincraient pas seulement les uns les autres de ce que la spéculation n'est pas le moyen approprié pour s'enrichir, acquérir de la puissance ou de prestige, ils modifieraient également leur but et tendraient moins vers un revenu élevé et incertain que plutôt vers un revenu moindre mais sûr.

³¹ Jöhr, W. A., op. cit., p. 597.

«If this ist true, and it is probable, that such elemental changes do occur from the alterations of very great booms and depressions, then we have one more explanation for the autointoxication of the investment market»⁸².

Mais la contagion apparaît sans aucun doute le plus souvent par imitation. Par exemple, il est connu que beaucoup de particuliers n'achètent que les titres qui rencontrent aussi la faveur des *Mutual Funds*.

La contagion par transmission de sentiments ne possède pas d'intérêt pour la psychologie boursière.

En revanche, la dernière forme de contagion citée, celle de l'influence de l'ambiance est très importante. La sensibilité à l'ambiance est déterminée par l'insécurité de l'avenir. A l'occasion d'une récente hausse boursière en Allemagne, un conseiller financier pensait qu'il fallait une force presque surhumaine pour s'en tenir à sa propre conviction, malgré l'attraction contagieuse de l'ambiance générale. La clientèle boursière n'est dans ce cas plus maître de l'ambiance, c'est cette dernière qui a pris possession du public. Dans ce sens, on a l'habitude de parler à la Bourse de *buying ou de selling mood*. Ceci peut être illustré par l'enquête du *Journal Fortune*⁸³. Cette étude analyse les motifs du public dans ses achats ou ventes du deuxième semestre 1956, en particulier en regard des élections présidentielles. L'ambiance est commentée comme suit:

«... All of which leads back to the factor of sentiment. Amidst all the confusing crosscurrents and uncertainties of mid-June, investor sentiment was in fact strongly optimistic».

En ce qui concerne les élections:

«Aside from the common assumption that Ike ist the only Republican who could win, a surprising number of individual investors say that Ike as President is a more bullish factor than a Republican President.»

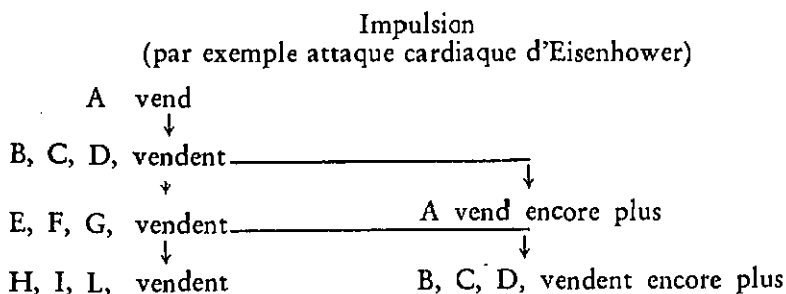
Ce qui est créé par l'ambiance pourrait très bien être désigné par «coefficient de confiance».

⁸² Long, Clarence, D., *Building Cycles and the Theory of Investment*, 1940, p. 49 et suivantes, cité de Jöhr, op. cit., p. 422.

⁸³ Friend/Parker, *A New Slant on the Stock Market*, dans: *Fortune*, September 1956, p. 121.

Nous avons attribué à la contagion par imitation une importance primordiale. On objectera peut-être que cette contagion réciproque ne peut se produire, puisque le public boursier est dispersé dans le pays entier. Mais il n'en est qu'apparemment ainsi. En réalité, la concentration des acheteurs et des vendeurs dans un espace aussi réduit que la salle de la Bourse, confère une transparence totale au marché: le comportement des participants est continuellement diffusé aux intéressés par les moyens de transmission les plus modernes (ticker, téléscripteur, télévision, presse, etc.), de sorte que, à des milliers de kilomètres de distance, le même spéculateur peut effectuer plusieurs transactions pendant la même séance. Hahn pense que le ticker exerce sur le spéculateur un effet semblable au drapeau sur la troupe. Tant que ce dernier est porté en avant, chaque homme sait que les autres ont encore le courage et la force d'avancer, cette assurance lui donnant à son tour la fermeté nécessaire. Mais si le drapeau n'avance plus, il en conclut que les autres n'ont plus ni courage ni force. Il recule donc aussi, bien qu'il n'y soit pas encore contraint⁸⁴. Cette affirmation est certainement exacte. Bien des spéculateurs qui, par prudence tout d'abord, n'osent plus prendre la route, tentent de rattraper finalement les cours, lorsqu'ils voient que «le drapeau est porté plus loin».

Le processus cumulatif introduit par contagion conduit donc B à acheter (ou à vendre) parce que les cours sont montés (ou tombés). Mais ces cours sont montés (ou tombés), parce que A a acheté (ou vendu). Schématiquement, on obtient la représentation suivante:



⁸⁴ Hahn, L. Albert, *Theorie der Börsenkursbildung*, dans: *Revue Suisse d'Economie politique et de Statistique*, 88^e année, 1952, p. 112.

Si l'on demande à H pourquoi il a vendu, il devrait répondre pour être véridique: à cause de A (et non à cause de la maladie d'Eisenhower). Nous en concluons que si l'impulsion s'amortit⁸⁵ peu après son apparition, la vague psychologique subsiste cependant en raison de l'autorenforcement. Il est donc compréhensible que, dans cet ordre d'idées, on parle aussi d'«esprit moutonnier».

B. L'importance de l'anticipation

Passons encore une fois en revue les facteurs structurels et les impulsions, et nous constaterons que la plus grande partie entre eux repose sur les espoirs suscités par les cours actuels. L'augmentation attendue de l'indice des prix de détail provoque déjà aujourd'hui des ventes d'actions. La supposition de gains plus élevés pour certaines entreprises (espérance, dont l'exactitude n'est prouvée qu'en fin d'année) influence déjà maintenant la spéculation. Si l'on s'attend à une baisse des cours, on augmente la trésorerie ou on spéculé à la baisse. La tendance aux liquidités peut ainsi déjà conduire à des ventes qui déclencheront la vague de vente attendue pour l'avenir. Les exemples pourraient être multipliés, l'anticipation d'événements favorables ou défavorables est donc un signe caractéristique de la Bourse. Nous comprenons en même temps qu'il existe une relation étroite entre processus cumulatif et anticipation, celui-ci étant maintenu en mouvement par celle-là.

Keynes, lui-même spéculateur expérimenté, apporte dans sa théorie générale sur la signification de l'anticipation l'exemple de ce concours de journal où les participants devaient choisir parmi 100 photos les 6 plus jolis visages. Il en concluait qu'il ne s'agissait pas de choisir ceux qui, d'après notre propre jugement, seraient effectivement les plus jolis, ni même ceux que l'opinion moyenne considérerait comme les plus beaux; et que nous avions atteint le troisième degré, où nous consacrons notre intelligence à anticiper sur ce que l'opinion

⁸⁵ L'expression se trouve chez Hahn, L. A., *Über kurzfristige Börsenbewegungen*, dans: *Journal de Statistique et Revue Economique suisse*, 72e année, 1936, p. 538.

moyenne attendrait comme résultat de l'opinion moyenne³⁶. Hahn a caractérisé ceci par l'expression «*Subjektivität in der Potenz*»³⁷.

On ne peut en fait pas nier qu'à la Bourse, il ne faille pas seulement tenir compte que d'événements objectifs, mais aussi de la réaction du public à ces événements, de sorte que l'on doit accepter passagèrement l'opinion de la majorité comme opinion objective. On pourrait toutefois objecter à Keynes qu'il attribue au public boursier un processus de pensée trop grand. Là aussi, tout dépend de quelles personnes il se compose.

En introduisant le facteur psychologique, nous nous sommes rapprochés d'une explication du mouvement des cours à court et à long terme, si nous partons du fait que, sur le marché des actions, toute une série d'événements de la conjoncture générale sont soumis, sous forme de facteurs structurels ou d'impulsions, à une interprétation constante. Le mouvement des cours à long terme n'est donc rien d'autre que le déroulement de la conjoncture anticipée d'une période x . Sans anticipation, ce mouvement ne serait à considérer que comme le thermomètre du mouvement général de la conjoncture. L'anticipation n'est toutefois pas constante, puisque la mesure dans laquelle le public de la Bourse anticipe sur le déroulement de la conjoncture est indéterminée.

L'évolution des cours à court terme se joue sur le dos de l'évolution des cours à long terme de la même façon que le déroulement de la conjoncture.

Première étincelle, les impulsions provoquent le déclenchement du processus cumulatif, qui laisse se mouvoir l'indice vers le bas ou vers le haut dans des proportions variables. On peut donc se demander pourquoi l'attraction psychique de l'exagération vers le haut ou vers le bas s'effondre brusquement. Les facteurs structurels en sont responsables, car ils veillent à ce que l'évolution des cours ne soit pas victime d'un processus cumulatif agissant toujours dans la même direction. Plus les cours s'éloignent de la situation justifiée par les

³⁶ Keynes, J. M., *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*, Berlin éd. 1952.

³⁷ Hahn, L. Albert, *Theorie der Börsenkursbildung*, op. cit., p. 108.

facteurs structurels, plus la force avec laquelle ils se ressaisissent est grande. Le fait qu'il puisse en résulter un écart en sens opposé ne vient pas infirmer cette constatation. C'est uniquement une conséquence de ce que le processus cumulatif agit toujours dans la même direction que l'impulsion qui l'a déclenché.

CONCLUSIONS

Dans notre introduction, nous avons indiqué qu'une prévision sûre en matière de Bourse n'était pas possible en raison de la causalité inhérente entre prévisions et faits. Mais que se passe-t-il dans le cas inverse, lorsque les cours des actions sont utilisés pour prévoir la conjoncture? Depuis le milieu des années 20, alors que tout caractère scientifique était dénié aux prévisions — il apparut, pour disparaître ensuite — toute une série de baromètres économiques qui englobaient les cours d'actions parmi leurs indices. Dans la plupart des cas, on ne voulut au début qu'effectuer des observations économiques; le «département des prophètes» ne vint que plus tard.

On pratique aux Etats-Unis une recherche intensive dans ce sens, surtout depuis la deuxième guerre mondiale. Le *National Bureau of Economic Research* en est le plus avancé. L'observation est effectuée à l'heure actuelle avec l'aide de 18 indicateurs, qui sont divisés en trois groupes: 8 précurseurs (*leading*), 6 parallèles (*coincident*) et 4 retardataires (*lagging*). Les cours des actions (on utilise l'indice *DJ*) figurent dans le premier groupe. On calcule pour celui-ci une avance moyenne de 6 mois au niveau inférieur. L'intervalle MCD (*months for cyclical dominance*) est de deux mois, c'est-à-dire qu'une tendance nette ascendante ou descendante d'une telle période peut déjà être considérée comme un indice conjoncturel. L'utilisation de machines à calculer électroniques permet d'exclure des facteurs irréguliers, comme les fluctuations saisonnières.

Les résultats visés ont complètement perdu leur caractère «non scientifique». Si l'on considère les courbes des trois récessions d'après-guerre, on arrive à la conclusion que la régression de la conjoncture et son essor ont été prévus par presque tous les indicateurs précurseurs. Il y a quelques réserves quant au moment où la dernière récession 1957—58 aurait dû se produire. Mais avant tout, il se confirma là aussi, que les cours des actions représentent en général un bon baromètre de la conjoncture.

Il nous reste encore à répondre à une question très souvent posée pendant le *boom* de 10 ans: les événements de 1929 pourraient-ils se reproduire? Des parallèles furent établis surtout pendant l'année record 1955, notamment par les partisans de la *historical analogy*, qui pensaient pouvoir tirer des conclusions pour le présent et l'avenir du déroulement antérieur de la conjoncture. Il est indubitable que les faits économiques du passé exercent une certaine influence sur l'avenir. Mais, ne serait-ce que pour des raisons de probabilité, le déroulement de l'économie ne produira jamais deux fois une constellation de faits identique. Et même si ceci se réalisait, il n'est pas du tout dit que l'évolution économique se déroulerait de façon analogue.

Mais le fait qu'en raison de l'intervention de l'Etat, l'économie américaine n'est plus livrée à elle-même ainsi qu'elle l'était autrefois, est tout aussi important que ces considérations. Avec cette intervention, qui ne signifie nullement économie planifiée, nous croyons pouvoir affirmer avec certitude qu'un bouleversement semblable à celui de 1929 ne saurait se produire. Une partie de ces mesures gouvernementales, tels l'appui de l'Etat aux prix agricoles et l'assurance chômage et vieillesse, sont appelées actuellement *built-in-stabilizers*. D'autres prescriptions concernent le contrôle qualitatif et quantitatif du crédit. Il faut citer en outre une stricte surveillance des banques et des instituts de crédits ainsi que des *Mutual Funds* et autres institutions nouvelles. Enfin, il ne convient pas de manquer de souligner que la relation entre les dépenses gouvernementales et le revenu national s'est fortement modifiée: 3,5 % en 1929, 20 % en 1958. La santé de l'économie est donc une question vitale pour le parti au pouvoir.

ANNEXES

Modifications du taux d'escompte de 1949 à 1958

13 août	1948	1½ %
21 août	1950	1¾ %
16 janvier	1953	2 %
5 février	1954	1¾ %
16 avril	1954	1½ %
13 avril	1955	1¾ %
5 août	1955	2 %
9 septembre	1955	2¼ %
18 novembre	1955	2½ %
13 avril	1956	2¾ %
24 août	1956	3 %
23 août	1957	3½ %
15 novembre	1957	3 %
24 janvier	1958	2¾ %
7 mars	1958	2¼ %
18 avril	1958	1¾ %
12 septembre	1958	2 %
7 novembre	1958	2½ %
6 mars	1959	3 %

Modifications des conditions de couverture exigible en cas d'opérations boursières

1 février	1947	75 %
30 mars	1949	50 %
17 janvier	1951	75 %
24 février	1953	50 %
5 janvier	1955	60 %
23 avril	1955	70 %
16 janvier	1958	50 %
5 août	1958	70 %
16 octobre	1958	90 %

*Modifications des réserves obligatoires des banques membres
en % des dépôts*

En vigueur depuis	Dépôts à vue			Dépôts à terme	
	Central Reserve City Banks	Reserve City Banks	Country Banks	C.R.C.B. R.C.B.	Country Banks
1948 Septembre 16			16		7½
Septembre 24	26	22		7½	
1949 Mai 1			15		7
Mai 5	24	21		7	
Juin 30			14		6
Juillet 1	—	20		6	
Août 1			13		—
Août 11	23½	19½		5	
Août 16			12		5
Août 18	23	19		—	
Août 25	22½	18½	—	—	—
Septembre 1	22	18	—	—	—
1951 Janvier 11			13		6
Janvier 16	23	19		6	
Janvier 25			14		—
Février 1	24	20		—	
1953 Juillet 1			13		—
Juillet 9	22	19		—	
1954 Juin 16			—		5
Juin 24	21	—		5	
Juillet 29			12		—
Août 1	20	18		—	
1958 Février 27			11½		—
Mars 1	19½	17½		—	
Mars 20			11		—
Avril 1	19	17		—	
Avril 17	18½	16½	—	—	—

<i>Ventes annuelles, profits et dividendes des grandes sociétés</i>					<i>industrielles (en millions de dollars)</i>					
Total (180 soc.)	1949	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958
Ventes	55.680	67.202	78.047	81.231	96.469	88.338	105.006	108.307	114.834	105.251
Profits, impôts non déduits	7.382	11.610	12.544	10.354	11.966	10.640	14.803	13.418	13.349	10.524
Profits, impôts déduits	4.531	5.999	5.056	4.613	5.189	5.549	7.564	7.094	7.177	5.737
Dividendes	2.268	3.061	2.744	2.777	2.903	3.222	3.847	4.068	4.192	4.078
<i>Industries de biens de première consommation (79 soc.)</i>										
Ventes	22.875	26.051	30.770	31.732	35.941	33.653	37.462	40.053	42.309	41.820
Profits, impôts non déduits	3.022	4.354	5.127	4.212	4.591	4.214	5.013	5.146	5.010	4.421
Profits, impôts déduits	1.924	2.392	2.265	2.060	2.225	2.326	2.814	2.943	2.944	2.572
Dividendes	1.022	1.275	1.217	1.262	1.294	1.426	1.588	1.683	1.776	1.785
<i>Ind. de biens durables (101 soc.)</i>										
Ventes	32.805	41.151	47.277	49.499	60.528	54.685	67.544	68.254	72.525	63.430
Profits, impôts non déduits	4.361	7.256	7.416	6.133	7.375	6.427	9.790	8.272	8.339	6.102
Profits, impôts déduits	2.607	3.607	2.791	2.553	2.965	3.223	4.750	4.151	4.233	3.165
Dividendes	1.246	1.787	1.527	1.515	1.609	1.796	2.259	2.385	2.416	2.293
<i>Ind. des denrées alimentaires (25 soc.)</i>										
Ventes	6.851	7.125	8.024	8.405	8.901	8.886	9.236	9.984	10.592	11.085
Profits, impôts non déduits	710	833	783	752	822	816	868	955	1.024	1.151
Profits, impôts déduits	431	448	354	326	352	388	414	460	497	555
Dividendes	230	245	245	245	247	258	260	277	289	312
<i>Ind. chimique (21 soc.)</i>										
Ventes	5.208	6.324	7.828	7.851	8.485	8.294	9.584	10.199	10.669	10.393
Profits, impôts non déduits	944	1.608	1.923	1.624	1.683	1.525	1.866	1.804	1.823	1.541
Profits, impôts déduits	517	757	646	603	632	725	955	942	948	831
Dividendes	384	533	449	460	483	582	690	698	737	717
<i>Ind. du pétrole (16 soc.)</i>										
Ventes	7.042	7.872	9.229	9.801	12.470	10.590	11.515	12.454	13.463	12.790
Profits, impôts non déduits	920	1.157	1.482	1.177	1.278	1.128	1.344	1.444	1.325	941
Profits, impôts déduits	711	800	917	831	905	851	979	1.068	1.075	788
Dividendes	292	353	365	399	406	413	438	481	512	516
<i>Ind. des matières premières (35 soc.)</i>										
Ventes	10.893	14.044	16.580	15.821	18.647	16.378	20.744	22.365	22.468	19.100
Profits, impôts non déduits	1.352	2.321	2.810	1.680	2.429	1.935	3.267	3.331	2.977	2.205
Profits, impôts déduits	796	1.195	1.079	826	1.079	1.015	1.652	1.727	1.540	1.163
Dividendes	403	529	551	535	556	582	730	880	873	801
<i>Ind. des machines outils (25 soc.)</i>										
Ventes	6.674	8.036	9.076	10.904	12.077	11.288	12.480	13.908	15.115	14.654
Profits, impôts non déduits	770	1.296	1.410	1.361	1.334	1.191	1.253	1.209	1.457	1.470
Profits, impôts déduits	475	651	532	554	548	604	637	607	729	741
Dividendes	204	291	269	284	325	345	368	403	416	422
<i>Ind. de l'automobile et dérivés (14 soc.)</i>										
Ventes	11.631	14.772	15.417	15.435	20.569	18.227	24.624	21.217	23.453	18.483
Profits, impôts non déduits	1.747	2.849	2.310	2.237	2.594	2.276	4.011	2.473	2.701	1.330
Profits, impôts déduits	1.025	1.347	840	813	927	1.089	1.841	1.186	1.354	706
Dividendes	485	771	519	503	517	629	872	791	805	758

Source: Federal Reserve Board
Capital Markets Section
Division of Research and Statistics

