

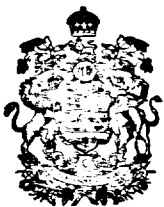
DOMINION DU CANADA

RAPPORT

DE LA

Commission chargée d'étudier le mécanisme de l'achat et de la vente à terme du grain

ÉDITION FRANÇAISE DU
SERVICE DE LA TRADUCTION GÉNÉRALE
(Chambre des communes)



OTTAWA
F. A. ACLAND
IMPRIMEUR DE SA TRÈS EXCELLENTE MAJESTÉ LE ROI
1931

OTTAWA, le 29 avril 1931.

Au très honorable R. B. BENNETT, K.C., M.P.,
Premier ministre du Canada, Ottawa.

MONSIEUR,—J'ai l'honneur de vous soumettre ci-contre le rapport de la Commission chargée d'étudier le mécanisme de l'achat et de la vente à terme du grain. Ce rapport vient à la suite de l'arrêté du conseil du 10 avril 1931 dont copie est ci-jointe.

Je suis, monsieur,

Votre obéissant serviteur,

Le président,

J. C. STAMP.

C.P. 853

COPIE authentique d'une délibération du comité du conseil privé, ratifiée le 10 avril 1931 par Son Excellence le gouverneur général.

Le comité du conseil privé, à la recommandation du très honorable Richard Bedford Bennett, premier ministre, propose que

Sir Josiah Stamp, G.B.E.,

Le très honorable J. T. Brown, juge en chef de la Cour du banc du Roi, (Saskatchewan), et

M. William Sanford Evans, de Winnipeg (Manitoba), soient nommés, en conformité des dispositions de la partie I de la loi des enquêtes, membres d'une commission chargée de rechercher les répercussions éventuelles de l'achat et de la vente à terme du grain, sur le prix que touche le producteur, et d'en faire rapport.

Le comité propose en sus que, en vertu des dispositions de l'article 11, partie III, de ladite loi, les commissaires dont les noms apparaissent ci-dessus puissent s'assurer des services de tous comptables, ingénieurs, conseillers techniques ou autres spécialistes, commis, rapporteurs et adjoints en cas de nécessité ou d'utilité, de même que des services d'un conseiller pouvant les assister et leur être utile au cours de l'information.

Le secrétaire adjoint du conseil privé,

(Signé) G. G. KEZAR.

TABLE DES MATIÈRES

PRÉAMBULE

	PAGE
(1) Constitution de la commission.....	7
Registre des délibérations.....	7

IÈRE PARTIE

APERÇU DU SUJET

(1) Examen préliminaire du décret constitutif de la Commission	
(a) «Répercussions».....	9
(b) Conceptions différentes des «opérations à terme sur le grain».....	10
(c) Prix que touche le producteur.....	10
(d) Situations anormales.....	10
(2) Méthodes d'investigation.....	11

IIÈME PARTIE

ANALYSES ÉCONOMIQUE ET STATISTIQUE

(1) La méthode statistique.....	13
(2) Le point de vue de l'économiste.....	16
(a) Définitions.....	16
(b) Spécialisation.....	17
(c) Capital suffisant aux risques.....	17
(d) Le marché continu et la spéculation.....	17
(e) Le spéculateur et le producteur.....	18
(f) La stabilité du cours.....	20
(g) Répercussions sur le prix moyen.....	21
(h) Joueurs.....	23
(i) L'effet de l'élasticité de la demande.....	24
(j) Incidence d'un prix de revient différentiel.....	25
(k) Rémunération de la spéculation.....	26

IIIÈME PARTIE

SOMMAIRE DES DÉPOSITIONS

(1) Organisation du système des opérations à terme—Bourse aux grains de Winnipeg.....	28
(a) Ce qu'est la Bourse.....	28
(b) Membres.....	29
(c) Contrôle.....	30
(d) Fonctions de la chambre de compensation.....	30
(e) Opération à cheval et opération à faible marge de profit.....	31
(f) Le marché des privilèges.....	32
(g) Derniers cours au comptant.....	32

	PAGE
(2) Opérations des diverses branches de l'industrie du grain affectées par le système d'opérations à terme.....	33
(a) Exploitants d'élevateurs régionaux.....	33
(b) Meunier.....	35
(c) Exportateur.....	35
(d) Le banquier.....	36
(e) Le cultivateur.....	37
(f) Le syndicat.....	38
(3) Certains aspects du fonctionnement du système.....	39
(a) Contre-partie et assurance.....	39
(b) L'écart des cours — Prix à terme de Winnipeg comparés aux prix du comptant et aux prix mondiaux.....	40
(c) Nature et effet de la spéculation accrue sur un marché à la hausse..	41
(d) La vente à découvert provoque-t-elle la baisse?.....	45
(e) La vente des boisseaux «fictifs». Spéculation et contre-partie.....	45
(f) La spéculation et son effet chez les producteurs.....	49
(4) Précis des témoignages sur l'objet de l'information.....	50
(a) Point de vue du cultivateur.....	50
(b) Point de vue du commerce.....	57
(5) Propositions de contrôle.....	59

IVÈME PARTIE

CONCLUSION

(1) Exposé historique du problème.....	62
(2) Différences fondamentales de notre conclusion.....	67
(3) Précis des conclusions.....	67
(a) En temps normal.....	67
(b) En temps anormal.....	67
(4) Précis de la conclusion.....	71
(5) Témoignages de reconnaissance.....	71
APPENDICES.....	72

PRÉAMBULE

(1) NOMINATION DE LA COMMISSION

La Commission chargée d'étudier le mécanisme de l'achat et de la vente à terme du grain émane d'un arrêté en conseil des ministres le 10 avril 1931. En faisaient partie:

Sir JOSIAH STAMP, G.B.E. (président).

L'honorable J. T. BROWN, juge en chef de la Cour du Banc du Roi, (Saskatchewan).

M. WILLIAM SANFORD EVANS, de Winnipeg, (Manitoba).

M. Travers Sweatman, K.C., de Winnipeg, et M. L. B. Pearson, premier secrétaire au ministère des Affaires extérieures à Ottawa, exerçaient respectivement les fonctions de conseiller et de secrétaire de la Commission.

Objet de la Commission: "Rechercher les répercussions possibles de l'achat et de la vente à terme du grain, sur le prix que touche le producteur, et en faire rapport."

(2) REGISTRE DES DÉLIBÉRATIONS

L'itinéraire de la Commission fut nécessairement court: de Winnipeg, le lundi 13 avril, à Chicago, le 25. Les trois jours suivants furent consacrés à la préparation du rapport.

Les audiences commencèrent à Winnipeg le 13 avril et s'y poursuivirent les trois jours suivants. La Commission se transporta dans l'Ouest. Elle siègea à Regina le 17 avril et à Calgary le 18. Elle revint à Winnipeg, et y siègea les 21 et 22 avril.

D'ordinaire elle tenait deux audiences par jour; le matin à dix heures et l'après-midi à deux heures et demie. A Winnipeg toutefois, le jour de clôture, elle dut siéger le soir. Elle tint en tout seize audiences au Canada et entendit cinquante-deux témoins dont la liste authentique est annexée au Rapport et en constitue l'Appendice I.

La Commission ne s'est pas confinée au Canada, elle s'est transportée à Minneapolis le 23 et à Chicago les 24 et 25 avril. Sa procédure, naturellement, y différa quelque peu de celle qu'elle suivit au Canada. Ses audiences n'y ont pas été officielles. C'étaient plutôt des conversations intimes avec ceux qu'elle croyait pouvoir lui aider à trouver la solution du problème. A Minneapolis, la Commission eut à l'Université une conférence collective avec eux, par gracieuseté de la *Minneapolis Civic and Commerce Association* et de la Faculté d'économie politique de l'Université du Minnesota. A Chicago, elle entendit séparément ou par deux à la fois, certaines personnes.

Elle était naturellement désireuse de prêter l'oreille à toutes les opinions intéressées, et elle estime que la liste déjà citée des personnes entendues indique de reste que ce ne fut pas sans résultat.

Elle entendit vingt et un témoins qu'intéresse le négoce du grain sous tous ses aspects commerciaux: employés de la Bourse aux grains de Winnipeg, membres de la Chambre de compensation, administrateurs d'éleveurs régionaux, exportateurs, meuniers, négociants en grains, courtiers ou spéculateurs.

Le producteur eut aussi latitude complète de se faire entendre. Par la radio, par la presse et par invitations à ses audiences, la Commission a tout fait pour amener à elle les cultivateurs. Comme preuve des résultats obtenus en ce sens, elle a entendu dix-huit cultivateurs particuliers et quatre représentants des syndicats agricoles.

Ce que l'on pourrait appeler l'aspect théorique de la question n'a pas été négligé. Et à cette fin, la Commission a entendu trois professeurs d'économie politique ayant déjà exécuté des travaux spéciaux sur l'objet de l'enquête, et deux statisticiens agricoles.

La Commission eut également l'avantage d'entendre, à titre de témoins, à Winnipeg, l'administrateur de la loi américaine des opérations à terme sur le grain; et deux banquiers réputés ont développé devant elle les divers aspects financiers du problème.

A sa conférence de Minneapolis ont assisté des professeurs d'économie politique, des membres de la Faculté de l'Ecole d'agriculture de l'Université, des meuniers, négociants en grains et propriétaires d'éleveurs.

A Chicago, la Commission a conféré avec des employés de la Chambre de commerce, des négociants qui utilisent cette institution, des spéculateurs, un professeur d'économie politique, et le représentant sur place de l'administration de la loi des opérations à terme sur le grain.

La Commission a toujours voulu maintenir ses recherches sur le terrain purement économique et n'a permis à aucune considération étrangère d'obscurcir cette directive. Comme son enquête était économique et non judiciaire, ses travaux n'étaient pas officiels et les témoignages n'y étaient pas rendus sous serment.

Il ne serait probablement pas exagéré de dire que le travail de la Commission a suscité un intérêt considérable par tout l'Ouest canadien. On l'a vu par le nombreux public présent à toutes ses audiences, les salles de réunion débordant presque toujours, et par le volumineux courrier qui lui a été adressé sur l'objet de l'enquête.

Elle a, au cours de ses déplacements, visité la Bourse aux grains de Winnipeg et l'Association de la Chambre de compensation.

IÈRE PARTIE

APERÇU DU SUJET

1. Examen préliminaire du décret constitutif de la Commission

(a) "*Répercussions*": Avant de nous engager dans un examen à fond des témoignages entendus, des délibérations et des expressions d'opinion, autant vaut peut-être classer les différentes considérations qu'entraînent les termes du décret constitutif de la Commission, termes qui sont moins simples et limpides qu'ils ne paraissent de prime abord.

Le terme "Répercussions sur le prix" réunit un certain nombre de conceptions différentes et possibles. La première, et la plus naturelle, est celle d'un prix général moyen pour l'année agricole, s'appliquant à une période convenable d'années. Il faut donc nous assurer si ce système d'opérations à terme procure au cultivateur un prix moyen plus élevé de son grain que celui qu'il en tirerait autrement, ou si ce système n'en abaisse pas au contraire le prix moyen.

Mais l'étude du prix moyen n'est que le début et nullement le plus important de l'étude des "répercussions"; car le même prix moyen peut résulter d'une série de faits absolument différents. Ainsi, un prix moyen de \$1.00 peut être la résultante d'une série de fluctuations continues entre les deux cours extrêmes de \$1.10 et 90 cents, tout comme entre ceux de \$1.50 et 50 cents. Dans le premier cas, l'amplitude d'oscillation est environ cinq fois plus grande que dans le second. Bien plus, le prix moyen peut parfaitement n'être que la résultante mathématique née de cet ensemble de fluctuations et ne jamais exister en fait. Ces écarts de la fluctuation du prix peuvent exercer une action réelle assez sensible sur la prospérité du cultivateur, et, pour cette raison, l'amplitude d'oscillation du cours a fait l'objet d'études très sérieuses de la Commission.

Ainsi on a affirmé que si l'écart de fluctuation est réduit par les opérations à terme, il peut être utile au cultivateur d'avoir un prix moyen général inférieur car cet avantage pourrait plus que compenser l'autre désavantage.

Mais la question des fluctuations du prix ne se borne pas à leur violence ou leur amplitude; leur fréquence a également été étudiée et deux séries de prix ayant la même moyenne peuvent subir les mêmes fluctuations tandis que le prix de l'une peut fluctuer beaucoup plus rapidement que l'autre. Toutes choses égales, les moins fréquentes sont les fluctuations du prix que touche le cultivateur, ce qui est peut-être le plus avantageux pour lui. Il peut être nécessaire de comparer un facteur à un autre comme de comparer les inconvénients d'un écart plus large aux avantages de la moindre fréquence de ces écarts. Il est théoriquement possible que ce système atténue les plus grandes fluctuations et provoque une succession d'oscillations courtes et rapides.

Il a donc fallu ramener la question "*Répercussions*" à ces trois catégories et à leurs combinaisons respectives.

On trouvera à l'Appendice II un tableau succinct indiquant comment en théorie ou en général ces combinaisons peuvent jouer.

(b) *Conceptions différentes des "opérations à terme sur le grain".*

L'idée qu'exprime l'expression "opération à terme sur le grain" devait être étudiée sous l'angle de son exécution. Et puisqu'il s'agit ici d'une investigation canadienne, la Commission a cru de son devoir de l'étudier surtout en ce qu'elle a trait à la plus grande partie du grain canadien, c'est-à-dire l'opération à terme telle qu'elle se pratique à Winnipeg, compte tenu des méthodes particulières à cette place et des traditions qui s'y appliquent. Toutefois certaines gens reconnaissent en théorie quelque mérite à ce système, mais y opposent en pratique des réserves relatives à certaines imperfections, à certains inconvénients qu'ils observent dans son fonctionnement. C'est pourquoi il nous faudra peut-être, dans l'élaboration de ce rapport, faire la distinction entre les résultats théoriques d'un système idéal débarrassé de tout inconvénient ou restriction et un système pratique grevé de vices et embarrassé d'entraves.

En dehors des mérites du système tel qu'organisé et appliqué, nous devons rechercher ses répercussions sur le grand public.

Bref, il fallait donc considérer:

- (1) Un système idéal d'opérations à terme et ses conséquences.
- (2) L'importance des répercussions des défauts de sa constitution (1).
- (3) Le système tel qu'il fonctionne, avec les défauts qui l'accompagnent et qui tiennent aux habitudes de ceux qui l'appliquent.

(c) *Prix que touche le producteur.*

En étudiant le prix que touche le cultivateur, nous devons scruter deux conceptions différentes:

- (1) La simple opération que constitue la vente de son grain.
- (2) Le profit net du cultivateur, compte tenu de ses propres opérations à terme non nécessitées par ses propres ventes de grain, mais par son désir de profiter de l'occasion de spéculer qu'offrent les opérations à terme sur le blé. Par exemple, les avantages que trouve le cultivateur dans le système d'opérations à terme qui réagissent sur son propre grain peuvent être complètement annulés par les tentations qui se présentent à lui de spéculer et par la diminution possible de son bénéfice du fait de ces opérations; ou, réciproquement, tous les désavantages que subit le cultivateur dans la vente au comptant de son blé peuvent être compensés par les profits réalisés dans les opérations à terme.

(d) *Situations anormales.*

Nous avons eu à considérer la question entière dans son application aux périodes normales et anormales respectivement. Il est évident qu'un système qui peut fonctionner de façon satisfaisante et sans heurts pendant une période où la situation économique mondiale est relativement stable, peut ne pas résister à un cyclone économique ou à une crise commerciale universelle caractérisée par l'effondrement général des prix. Le fond entier des témoignages a été très gravement atteint par les récents événements

exceptionnels, ou par la dépression de 1930-1931. C'est avec beaucoup de peine que nous avons pu l'adapter aux faits qui ne s'appliquent qu'aux perspectives et aux conceptions des années normales, et aux passages où se reflètent la déception, les transgressions des justes limites, les répercussions des événements mondiaux récents et sans précédents.

Somme toute, nous avons considéré que nous devons situer la question dans un cadre juste et normal et ne pas tenir nécessairement pour défectueux un système que les faits démontrent être bien adapté à son objet général mais qu'on peut accuser de s'être effondré sous une pression spéciale.

(2) MÉTHODE D'INVESTIGATION

Les champs d'investigation, de différente valeur scientifique ou décisive qui nous étaient ouverts, peuvent se définir ainsi qu'il suit:

(a) Constater objectivement la situation avant et après l'introduction d'un système d'opérations à terme du double point de vue du niveau et de la fluctuation des prix et, à moins d'une cause logique du contraire et de l'absence de tout nouveau facteur, d'attribuer une quelconque entre les deux périodes au système des opérations à terme.

(b) Considérer l'état des affaires existantes non à deux époques différentes au même endroit, mais à deux endroits en même temps, l'un ayant un système d'opérations à terme et l'autre n'en ayant pas, et reporter la différence entre elles à ce facteur.

(c) Une troisième épreuve objective semblait être l'examen du degré de relativité et de prévalence des fluctuations du prix d'autres produits primaires sur lesquels les opérations à terme sont impossibles.

(d) Une quatrième approche consistait à étudier à fond les fluctuations d'un prix particulier, à des moments déterminés, sous le régime actuel des opérations à terme, et à en déterminer l'effet et la cause. Par exemple, si nous observons les fluctuations particulières des cours à un moment donné et constatons qu'elles résultent surtout d'une activité particulière ou d'un genre de spéculation uniquement possible par un système d'opération à terme, on peut concevoir qu'on en tirera une indication concluante de la répercussion de ces opérations sur le cours.

Nous pouvons grouper ces quatre méthodes en Approche Statistique.

(e) La cinquième méthode est la méthode déductive d'analyse économique tirée des premiers principes et basée sur l'ensemble de la théorie économique. Cette méthode d'analyse doit subir deux épreuves ou essais: s'harmoniser à l'ensemble de la théorie économique et s'y adapter sans heurt, et suivre les procédés d'analyse dont la valeur pratique a été démontrée ailleurs.

(f) La sixième méthode consiste à décrire, étudier et analyser de près le mécanisme des opérations à terme, à substituer imaginativement ce qui peut être nécessaire sous des régimes alternatifs ou en l'absence d'un régime quelconque. On y arrive par un examen approfondi et la critique du système que nous ont exposé les témoins et par l'épreuve chaque fois renouvelée de celui que l'on aurait dû adopter si le système actuel n'existait pas.

(g) La septième méthode consisterait à obtenir une unité générale d'impressions individuelles—une sorte d'induction psychologique—particu-

lièrement des témoins insuffisamment développés ou formés au métier ou d'esprit assez clair pour exprimer leurs sentiments en termes exacts basés sur des raisons précises. Cette méthode s'appuie sur le principe connu que là où on ne peut confirmer les impressions et les doutes par la preuve, il ne s'ensuit pas qu'ils soient sans valeur. Le fait qu'une impression psychologique est moins sujette à erreur parce qu'elle est commune à un grand nombre de gens, ne saurait être déterminé que par la nature de la cause. Mais un résumé des impressions ou des vues sincères d'hommes peu habitués aux définitions de la preuve scientifique ou juridique aboutit aussi à résumer ou unifier leurs impressions sur ce que l'on pourrait faire au moyen d'autres systèmes et de quelle façon ils estiment qu'ils en bénéficieraient. De plus, aucun système visant les actions humaines ne peut être considéré du point de vue purement mécanique; il peut jouer bien ou mal selon la psychologie dans laquelle il joue.

(h) Enfin on peut recourir à un examen systématique des prétendues insuffisances, transgressions des justes limites et abus du système actuel d'opérations à terme afin de déterminer dans quelle mesure l'élimination de ces défauts par des moyens administratifs ou autres laisserait les principes purs et abstraits jouer sans résultats désavantageux. En d'autres termes, si le système actuel est préjudiciable au producteur, est-il susceptible d'amélioration de telle sorte que son influence heureuse prédomine?

IIÈME PARTIE

ANALYSES STATISTIQUE ET ÉCONOMIQUE

(1) La méthode statistique

Comme peut s'y attendre quiconque est au courant de l'histoire du sujet, la preuve, d'une valeur scientifique quelconque, résultant des méthodes d'investigations énumérées, aux paragraphes (a), (b) et (c), est insuffisante.

Quant à Winnipeg, bien que son système d'opérations à terme y ait été inauguré en 1914, une considérable partie du grain canadien faisait antérieurement l'objet d'opérations en contre-partie (*hedging*) sur la place de Chicago. Il n'y a pas de date à partir de laquelle on puisse dire que le système d'opérations à terme de Winnipeg y ait été le seul. L'importance des opérations et plusieurs modifications des facteurs mondiaux interviennent dans la comparaison. Ils en obscurcissent les termes à ce point qu'on ne peut conclure qu'une différence quelconque entre les deux périodes soit attribuable au système.

Cette méthode de "Avant et après" n'est pas plus facilement applicable à d'autres places que celle de Winnipeg. La preuve au sujet de Berlin, de 1890 à 1900, est plutôt douteuse.

Le professeur Boyle, un de nos témoins, auteur de nombreux ouvrages de valeur scientifique sur le sujet, a cité quelques chiffres de Perlman (*Die Bewegung de Weigerpreise und Ursachen*) sur ces années troublées dont il est parlé plus au long dans la quatrième partie; or il appert de cette citation que la période décennale de 1899 à 1909 a un coefficient de variation beaucoup plus élevé que la période décennale de 1889 à 1899 soumise à la même mesure.

Nous ne pouvons, par l'étude de l'histoire des opérations à terme en Bourse de Chicago, tirer une conclusion quelconque en ce sens. Le professeur Boyle nous a bien déclaré avoir discerné que depuis l'introduction des opérations à terme, les fluctuations ont beaucoup diminué.

"Si", déclare le Dr Boyle, "on compare la fluctuation des prix, sous le régime des opérations à terme, à celle de l'époque qui en a précédé l'établissement, on constate une différence considérable. Des fluctuations de dix cents par boisseau en un jour sont à peu près aussi fréquentes maintenant que des fluctuations de cinquante cents par boisseau et par jour alors. Cette stabilité plus grande du prix tient en partie aux communications et aux transports plus faciles; mais elle découle aussi des opérations à terme. Sur ce point, presque tous les économistes du marché sont unanimes."

Le Dr Boyle nous a, depuis, soumis certaines des preuves générales sur lesquelles il s'appuie, en particulier son opuscule paru en 1922 et intitulé "Les prix du blé sur la place de Chicago pendant quatre-vingt-un ans;

fluctuations quotidiennes, mensuelles, annuelles et leurs causes". Cet ouvrage fut écrit, selon le préambule du premier chapitre "pour déterminer la répercussion possible des opérations à terme sur les prix". Plus loin, on lit:

"Fluctuations du prix.—La répercussion générale de l'opération à terme sur les fluctuations du prix est d'"appliquer les freins". Au lieu de s'effondrer, il s'affaisse, il tombe peu à peu. Ou, au contraire, la hausse se produit graduellement et non pas d'un seul coup. En somme, l'oscillation des cours—l'écart entre les cours de hausse et de baisse, est réduit. La fluctuation quotidienne, hebdomadaire, mensuelle et annuelle est plus étroite qu'elle ne le serait sans opérations à terme. (Une étude approfondie des graphiques indiquera clairement la véracité de ce rapport).

"La vente à découvert détermine-t-elle la baisse?"—Certains croient que la vente à terme d'une grosse quantité de blé par le spéculateur (i.e. engagement de livraison de blé qu'il n'a pas) a pour effet d'en avilir le prix. La vente à découvert, comme on l'appelle, est faite par le spéculateur qui croit que les prix sont trop élevés et sont prêts à tomber. Le vendeur à découvert, pour réaliser un bénéfice quelconque d'une oscillation des cours, doit, naturellement, racheter son engagement à un prix inférieur. C'est-à-dire qu'il devient acheteur de la quantité dont il a été vendeur. Il s'ensuit qu'en définitive son opération n'a pas pour résultat d'avilir les cours sur la place. Il faut des causes plus sérieuses que la "vente à découvert" pour produire une baisse assez sensible pendant quelque temps.

Les diagrammes préparés par le Dr Boyle révèlent clairement que pendant la période 1871-1913 (ou 1921) les cours du blé sur la place de Chicago furent plus stables (c'est-à-dire que leurs fluctuations furent plus faibles) que pendant la période 1841-1870". Pour éviter la période de la guerre et aussi faire son graphique sur une période absolument "antérieure aux opérations à terme", il a pris la période 1841-1860. La période plus récente de quarante-trois ans révèle des variations moyennes d'à peu près la moitié de celles de la période antérieure. "Cette preuve établit que les opérations à terme atténuent la fluctuation des cours—"appliquent les freins" sur les avances et les reculs brusques des cours". La méthode consiste à faire chaque mois le relevé des cours moyens de toute la période et de calculer l'écart total qui s'établit, disons, à 17 cents, contre 9 cents pour la dernière période. Cet écart est simplement la fluctuation du cours extrême de hausse au cours extrême de baisse, mais cela diminue peut-être la différence puisque le prix moyen absolu diffère considérablement. En remaniant ses chiffres, nous calculons que le coefficient de variation de la période antérieure est de 5.5 p. 100 pour la moyenne mensuelle antérieure et de 2 p. 100 pour la dernière. En se reportant aux diagrammes et en prenant la seconde moitié de la deuxième période, il est probable que l'écart serait même plus grand, car les graphiques des fluctuations quotidiennes accusent une courbe plus faible pendant les années de la période de quarante-trois ans.

Nous avons entendu les déclarations d'ordre général de deux hommes possédant une expérience de la place de Winnipeg remontant à plusieurs

années antérieures à 1904 et s'étendant à plusieurs années après. Ils nous ont fait connaître leurs impressions générales. L'un d'eux a déclaré qu'après la création du marché à terme, le cultivateur obtint un prix nettement plus élevé parce que l'acheteur exigeait auparavant un profit de 10 à 15 cents par boisseau, ce qui ne constitua jamais un "profit exorbitant", alors que par la suite l'acheteur ne compta plus faire un profit supérieur à un cent et demi. L'autre témoin, "vieux de la vieille" admit ce qui précède et déclara de façon catégorique que les opérations en contre-partie eurent pour résultat de procurer aux cultivateurs un prix plus élevé.

La deuxième méthode théorique consiste à comparer les faits d'une place sur laquelle on ne pratique pas les opérations à termes, à ceux d'une place sur laquelle on les pratique, pourrait être étudiée plus à fond que nous n'avons pu le faire. Cette méthode comporte une étude des faits sur place et plusieurs autres facteurs interviendraient dans la sincère et la juste comparaison. Des déclarations d'ordre très général ont été formulées sur ce point, au sujet de l'Australie, mais nous n'avons pu en étudier le fond. Vu le grand nombre de faits susceptibles de créer une différence, nous doutons que cette méthode ait par elle-même une valeur scientifique quelconque.

Nous n'avons pas suivi la troisième méthode qui consiste à examiner de près la fluctuation du prix des produits assimilables au blé, sur lesquels il n'y a pas d'opérations à termes. Une fois encore, cette méthode comporterait une étude technique très minutieuse de chaque cas, avant qu'une différence quelconque d'amplitude de fluctuations ou ce que nous pourrions appeler le coefficient de variations se révèle comme la conséquence de ce cas particulier.

Un témoin déclare que le marché à terme assure une manipulation du blé meilleure marché que tout autre produit agricole et notamment le foin sur lequel le courtage est beaucoup plus élevé:

"Quiconque fait passer le foin du producteur au consommateur, spéculé beaucoup et court de gros risques car il ne peut se protéger par des opérations en contre-partie. Pour cette raison, les fluctuations du prix de ce produit sont grandes et souvent, en quelques jours, varie-t-il de 25 à 50 p. 100 (19e rapport annuel du président de l'Association nationale du foin préparé à Kansas-City en 1912). De la preuve, il ressort que les frais de transport du foin, compte tenu de son prix, restreignent les opérations et en rendent la statistique impossible.

Nous avons recueilli des témoignages à Chicago sur les opérations à terme sur le saindoux, mais là encore les données se prêtaient difficilement à l'étude statistique.

Nous avons eu l'occasion, au cours de contre-interrogatoires, d'utiliser de temps à autre la quatrième méthode, bien que notre attention ait été fréquemment attirée par des témoins sur des fluctuations particulières à certains moments, sous réserve d'affirmations plus ou moins convaincantes que ces fluctuations devaient provenir d'un système d'opérations à terme ou des prétendus excès qui en découlent. Réciproquement, notre attention a été appelée sur l'absence relative de fluctuations dans des circonstances où la variation de l'offre et de la demande aurait pu faire prévoir des changements importants.

Certaines de ces fluctuations se sont produites pendant des périodes de tension mondiale excessive et d'effondrement général des cours dont celui du blé n'était qu'un symptôme. Ainsi des cas particuliers de changements "injustes" des cours qui alimentaient la suspicion contre les opérations à terme se révélèrent-ils, à l'examen, dus à des conditions résultant de la guerre, alors que la Bourse était sur le point de fermer ou venait de rouvrir, ou encore à l'effondrement soudain des cours mondiaux de 1920-1921 ou de 1929-1930.

Il nous a paru impossible de n'attribuer le changement qu'aux seules opérations à terme, mais quel que soit l'avantage attribuable à cette méthode d'examen *ad hoc* de fluctuations particulières, nous l'avons utilisée sciemment ou instinctivement pour arriver à nos conclusions, comme il est dit ci-après.

(2) LE POINT DE VUE DE L'ÉCONOMIE

L'ensemble de la doctrine économique admise sur cette question est remarquablement complexe et uniforme. Il nous a été exposé dans ses grandes lignes avec précision et jugement par M. A. B. Clark, professeur d'économie politique à l'Université du Manitoba. Cet homme est dans la tradition directe des économistes classiques, par sa première formation, qu'il a reçue sous Shield Nicholson, d'Édimbourg; et alors, bien que théoricien, il a en raison de son long séjour à Winnipeg, des facilités particulières d'étudier ce problème dans son cadre économique. Nous invoquerons ici son opinion et celle d'autres économistes dans l'exposé de nos propres conclusions, pour faire ressortir les liens de la plus grande importance qui se rattachent à l'objet particulier de notre mission.

(a) Définitions.

La définition économique des opérations à terme et des opérations en contre-partie, donnée au cours des interrogatoires, se résume à ce qui suit:

"Opérer à terme constitue une spéculation au sens économique propre et veut dire conjecturer ce que sera le prix, à une date à venir, d'un produit dont le cours est susceptible de fluctuations, et d'agir d'après cette prévision. Or, le marché spéculatif des denrées dont le contrat à terme est la caractéristique, est un développement moderne de l'exploitation des causes qui ont substitué au marché local, aux conditions d'offre et de demande connues, le marché mondial, avec ses conditions sans cesse changeantes, et ses risques, conséquence de la fluctuation des cours.

"C'est la nécessité de se charger de cet élément de risque qui a fait, de la mise sur le marché des produits tels que le coton et le grain, un commerce absolument différent de leur production. Par un procédé de division du travail, il a donné naissance à une nouvelle classe industrielle, les spéculateurs, ou spécialistes en risques, qui est maintenant constituée sur les marchés de denrées. Elle crée un marché continu, pour l'achat et la vente instantanés. Elle répond aux besoins du producteur et du consommateur, du cultivateur, de la compagnie d'élevateur, du négociant ou du meunier, qui peuvent vouloir passer à d'autres par des "opérations en contre-partie", les risques de perte pouvant résulter de fluctuations du cours du produit sur lequel ils opèrent."

Dans les conditions modernes, les fluctuations doivent toujours exister. Mais elles sont plus accusées lorsque le produit est, comme à présent, soumis aux facteurs imprévus qui en régissent l'offre et la demande, et aussi aux grandes et inévitables causes des changements du niveau général des cours sur les marchés du monde à base d'étalon-or.

"L'opération en contre-partie dite *hedging* permet au propriétaire de blé de se garantir du risque de perte que comporte une vente ou un achat, en le contrebalançant par une opération équivalente à terme."

(b) *Spécialisation.*

Le professeur Marshall a aussi insisté sur l'importance de ce système, en ce qu'il permet au cultivateur, au meunier, à l'expéditeur, etc., de porter toute son attention sur ses propres affaires. Au lieu de centaines d'amateurs tracassés s'efforçant aux prévisions, chacun comme d'une chose fortuite dans son commerce, le "calcul des prévisions" est assimilé à une spécialité et laissé à des experts qui le font dans l'intérêt commun, avec l'émulation que le bénéfice ou la perte sera proportionnel à son exactitude. Le professeur Marshall décrit le "calcul des prévisions" comme une spécialité (*Industry and Trade*, page 252).

Le mécanisme des opérations à terme, utilisables pour la contre-partie, permet de passer presque en entier les risques des cours à une classe spéciale, qui se paye par des bénéfices spéculatifs de ce service économique.

(c) *Capital suffisant aux risques.*

Certains économistes signalent le danger auquel des personnes ne disposant que d'un petit capital s'exposent en assumant les risques et exposent aussi le marché en raison de l'influence qu'elles exercent sur la stabilité des cours. Le professeur Pigou insiste sur l'importance, pour la stabilité des affaires, des règlements à courte échéance pour les opérateurs à faibles disponibilités assumant trop de risques (*Industrial Fluctuations*, p. 81).

(d) *Le marché continu et la spéculation.*

La plupart des économistes font ressortir l'importance d'un "marché continu", et ceci implique en soi des opérations à terme. On a témoigné de façon caractéristique devant nous à cet effet: "Le service économique de la classe qui assume le risque—le maintien d'un marché continu pour la contre-partie,—n'est possible que par les opérations à terme. Le marché à terme considéré en général, mais à tort, comme marché de simple spéculation, offre en réalité dans la contre-partie un moyen efficace et très connu d'éviter la spéculation. La pratique de la contre-partie s'est tellement généralisée que la compagnie d'élevateur, le négociant en grain ou le meunier qui ne se garantit pas autant que possible du risque d'une fluctuation contraire du cours par une opération en contre-partie, est tenu avec raison pour extraordinairement insouciant. "Pour paradoxal que cela paraisse, c'est précisément celui qui évite le marché spéculatif qui est le plus grand spéculateur de tous." (H. C. Emery, *Economic Journal*, 1899).

Le professeur Seligman fait allusion au "paradoxe de la contre-partie". Le professeur Marshall enseigne que pour que les opérations à terme soient

utiles, des marchés larges sont nécessaires (*Industry and Trade*). Presque tous les économistes reconnaissent que le marché constant que créent les opérations à terme comporte la spéculation par des spécialistes qui n'achètent pas du grain ou n'en vendent pas eux-mêmes, ni ne lui font subir une autre manipulation quelconque.

Mais le marché à terme ne consiste pas que de contre-partistes qui opèrent juste assez pour équilibrer leurs positions. De nombreuses opérations à terme n'ont pas pour objet la contre-partie, et la critique ordinaire de ces opérations-ci porte pourtant sur ces opérations-là. La spéculation, au sens strict, est chose courante sur le marché à terme. En d'autres termes, les spéculateurs "vendent à découvert" ou "achètent à la hausse" dans l'espoir simplement de tirer profit des fluctuations des cours qu'ils prévoient, et non pas parce qu'ils transportent réellement du grain ou offrent à ceux qui en transportent le moyen de se garantir de la fluctuation des cours. "Nombre de gens reconnaissent l'utilité économique de la contre-partie et cependant réclament que le gouvernement intervienne et interdise tout à fait, ou pénalise par un impôt cette *simple spéculation*".

Mais les économistes admettent qu'un marché à terme actif exclusivement spéculatif est indispensable au succès de la contre-partie. "On ne saurait entraver l'une sans nuire à l'autre."

Ce n'est pas en ne concevant que des opérations en contre-partie et en ne prenant que des moyens d'y pourvoir, que l'on peut assurer un bon marché pour la contre-partie. Dans toute opération à terme, il est possible que les deux parties au contrat opèrent en contre-partie ou spéculent dans le sens strict, ou que l'une opère en contre-partie et l'autre spéculé. "Or, même s'il était possible de déterminer dans chaque cas le mobile de l'opérateur—tâche sûrement très difficile et manifestement impossible lorsqu'il s'agit d'ordres lancés de marchés extérieurs—même si l'on pouvait déterminer ce mobile et interdire ou pénaliser la spéculation pure, nous aurions simplement restreint le marché à tel point, en en chassant les spécialistes du risque, que l'opération heureuse en contre-partie deviendrait chose difficile et très rare. Songeons à l'embarras des entreposeurs obligés de rechercher des acheteurs de leurs énormes ventes en contre-partie après la moisson. En d'autres saisons, les acheteurs en contre-partie pourraient être en majorité et se trouver dans le même embarras."

Le spéculateur joue un rôle économique reconnu. Il fait face à de telles situations et rend l'offre égale à la demande. Le marché constant, qui permet au cultivateur, au réel négociant en grain, à l'entreposeur, au meunier, de se débarrasser du risque résultant des fluctuations des cours, est l'œuvre du spéculateur, en sorte qu'"interdire ou pénaliser la spéculation à terme sur le grain équivaldrait à détruire ou affaiblir le marché constant des opérations en contre-partie."

(e) *Le spéculateur et le producteur.*

L'économiste ne s'intéresse guère à la vieille ou familière distinction entre le travail "productif" et "improductif", au sens moral imparfait qu'on y attache. Attendu qu'il se spécialise dans l'étude du risque et que son revenu est proportionnel à sa justesse de jugement, le spéculateur, autant

que le cultivateur, est un "producteur", du point de vue moral et économique. Un produit n'acquiert pas une valeur économique simplement parce que quelqu'un lui a fait subir une somme de travail manuel. Avant qu'il ait une "valeur", il doit être transporté là où il est demandé au moment même où il est demandé. Et plus il est près du lieu où il est demandé, (Transport et Distribution) et du moment où il est demandé (Financement du transport et de l'entreposage; assurance contre le risque qui permet l'entreposage et le transport) plus grande est la "valeur" créée. Quiconque participe à ce procédé, même s'il reste assis au bureau et ne voit jamais le produit, est un créateur de valeur. Il ne s'enrichit pas au détriment des autres producteurs si la rémunération de ses services n'excède pas la *plus value* qu'il a créée. Un témoin dépeint le spéculateur comme remplissant des fonctions peu convenables, comme un "proscrit de la société", mais lui, qui est souvent confondu avec le joueur et qui est tenu pour tel par les critiques du marché à terme, souvent, est un homme de grande valeur professionnelle.

"Spéculer c'est tenter de profiter de son habileté à prévoir les prix. Celui qui achète en prévision de la hausse, comme celui qui vend en prévision de la baisse, estime en réalité sa prévision plus juste que celle de l'autre partie au contrat." Il prend ce risque comme un négociant en court d'autres, lorsqu'il stocke des marchandises que la clientèle peut ne plus vouloir acheter ou vouloir acheter ailleurs, ou encore celui de fabriquer des articles que d'autres peuvent fabriquer et vendre meilleur marché. Dans le cours des affaires, on prend toutes sortes de risques autres que celui de la spéculation du prix. Le spéculateur n'y va pas en aveugle, "car les risques de la spéculation existent déjà et quelqu'un doit les prendre", et il apprend à toiser aussi exactement que possible ce qu'on ne peut encore mesurer exactement au toucher. Le spéculateur qui achète du blé dans l'espoir raisonné de le revendre à bénéfice assume volontairement le risque déjà existant d'un mouvement adverse du cours, et ce qu'un spéculateur gagne, un autre le perd ou le manque. "Mais le gain de l'un ne cause pas la perte de l'autre. A la vérité, la réussite du premier tend à atténuer la perte du second, car, plus exactement le spéculateur prévoit l'orientation du marché, plus son opération tendra à atténuer la fluctuation des cours." Acheter sur un marché en baisse c'est dans une certaine mesure diminuer la perte du vendeur, et vendre libéralement sur un marché en hausse, c'est atténuer la hausse à l'avantage de l'acheteur.

Le spéculateur expert et bien renseigné remplit une fonction utile à la collectivité, dont le principe économique est tout à fait légitime. Il ajoute à l'utilité économique du produit sur lequel il opère. Par un examen judicieux de la situation s'étant formé une opinion raisonnée sur l'orientation probable du prix de la denrée, il achète ou vend selon qu'il prévoit la hausse ou la baisse. Prenons le cas du "haussier" ou spéculateur à la hausse. Achetant lorsque la denrée est abondante et bon marché (lorsqu'elle a une faible marge d'utilité), il la garde pour la vendre lorsqu'elle est rare et chère (lorsqu'elle a une forte marge d'utilité). Récapitulons: il ajoute à

la denrée une plus grande *utilité de temps*. En achetant sur un marché pour revendre sur un autre, il ajoute à la denrée une *utilité d'endroit*.

(f) *Stabilité du cours.*

Les économistes enseignent de certitude que cette spéculation a pour fonction principale de stabiliser les cours, résultat auquel ils attachent plus d'importance qu'à l'abaissement réel du prix moyen. Le professeur Marshall, se reportant à l'accusation que les spéculateurs maintiennent en baisse le cours du blé après la moisson, alors que les cultivateurs ont des versements à effectuer, et le font monter par la suite, a cité en l'approuvant la conclusion de la *Commission industrielle* (rapport VI, page 223) à la suite d'une enquête approfondie: "Les cours pratiqués à l'époque où les producteurs écoulent le gros de leur récolte sont plus élevés, comparativement au reste de l'année, qu'ils ne l'étaient avant la spéculation moderne. Les associations agricoles se plaignent que la spéculation par opérations à terme avilit les cours, tandis que les meuniers se plaignent du contraire." Il observe que la statistique n'est pas concluante, mais croit que la spéculation diminue l'amplitude des fluctuations.

Le professeur Seligman dit que la spéculation tend à rendre l'offre égale à la demande et qu'en reportant au présent l'influence de l'avenir, elle intensifie les facteurs normaux du marché et réduit au minimum la fluctuation des cours. C'est pourquoi la spéculation exerce une influence directe sur les cours (*Economic Principles*).

Un témoin a exposé cette opinion économique: "Non seulement la spéculation assure un marché continu, mais elle stabilise les cours, au lieu d'en aggraver les fluctuations, comme on le suppose généralement. Elle contribue à une répartition plus uniforme de l'offre au cours de l'année, elle atténue la baisse à un moment et la hausse à un autre. La vente à terme, au lieu d'avilir les prix de la moisson, tend en réalité à répartir l'offre sur une plus longue période et, partant, à enrayer le formidable avilissement du cours qui se produirait inévitablement à l'automne."

Les fluctuations que les économistes visent dans ces analyses ne sont pas les tendances des cours que subissent pendant des décades les produits, car ils n'insinuent pas que le système les prévient ou les modifie. Il ne s'agit pas non plus des faibles *oscillations* au jour le jour ou d'une heure à l'autre que subissent les cours des valeurs sur un marché vigoureux et vif—mais celles d'un mois et d'une année à l'autre.

Le professeur Boyle a cité le fait que dans un procès en Cour Suprême des Etats-Unis, en 1922, vingt-deux économistes ont donné leur opinion par écrit et onze autres ont exprimé comme un enseignement la leur, que les opérations à terme, à de peu fréquentes et peu importantes exceptions près, tendent nettement à la stabilisation. Parmi les autorités citées se trouvaient des professeurs d'économie politique aux principales universités américaines et cinq professeurs à l'étranger. Le Dr Boyle estimait que les économistes se rangeraient, dans la proportion de cent contre un, à l'avis que les opérations à terme stabilisent les cours.

La relation des prix au comptant et à terme démontre bien la thèse de la stabilisation. Il semble, et on dit souvent, que les cours au comptant

suivent les cours à terme. C'est pourquoi les cultivateurs croient qu'ils sont, à leur désavantage, à la merci des spéculateurs. Il existe toujours une relation très étroite entre les deux cours, comme on peut s'en rendre compte par le prix que l'entrepouseur accorde au cultivateur. Ce prix est dans une large mesure fonction du cours auquel il sait pouvoir vendre à terme son grain. Mais le cours à terme n'est pas la cause de la fluctuation du cours du comptant mais plutôt le signe avant-coureur de cette fluctuation qui en atténue l'importance.

Le rapport du reliquat de la vieille récolte à la récolte attendue est un important facteur du rapport du cours du comptant au cours du terme, c'est-à-dire, de la différence supérieure ou inférieure au coût d'entrepouseur pendant l'intervalle. Par exemple, si le vieux blé est rare et qu'une bonne récolte est attendue, il se peut que le cours du comptant soit un moment supérieur à celui du terme. "Mais, à l'approche de la moisson, le bas cours du blé à terme si il est en abondance fera baisser par répercussion le cours du blé au comptant, ce qui stimulera l'achat du blé à terme et en diminuera la surabondance et, partant, atténuera la baisse du cours après la moisson."

De même, la perspective d'une mauvaise récolte pendant l'été pousse les spéculateurs à acheter surtout à terme, et par le jeu de la concurrence fera monter le cours du terme. Les chances de bénéfice sont plus grandes en achetant et en détenant du blé au comptant dont le cours s'élèvera. La hausse ralentira légèrement la consommation et atténuera la hausse du cours après la moisson. Donc, la spéculation "arrondit les angles aigus des fluctuations ou en atténue la courbe". Mais on ne peut dire que le cours du terme *se règle* sur celui du comptant, ou le cours du comptant sur celui du terme, car ils réagissent en définitive l'un sur l'autre, et le cours est déterminé à la fois par les conditions de l'offre et de la demande du blé existant et à venir. Cette double solution de l'équation économique et du rapport d'une équation à l'autre constitue la tâche du vrai spéculateur. S'il l'exécute bien, il remplit une véritable fonction économique dont il est rémunéré par le bénéfice qu'il doit à sa prévision intelligente.

De nombreuses opérations sur le blé s'effectuent souvent avant qu'il soit livré. "Plus le marché est actif, plus il tend à stabiliser les cours, car, plus les offres et les demandes sont nombreuses, plus vive est la concurrence et plus le cours se rapproche du rapport de la demande à l'offre."

(g) *Répercussion sur le prix moyen.*

De nombreux économistes s'efforcent à démontrer cependant que les opérations à terme non seulement atténuent l'amplitude des fluctuations (et de façon moins certaine, en ralentissant la fréquence), mais relèvent les prix moyens que touche le cultivateur. "Abolissez le marché à terme et l'entrepouseur compensera son risque par un prix inférieur au cultivateur", est une expression courante.

Le prix au dernier consommateur ne subissant aucune modification, d'où provient donc l'économie réalisée sur le prix de revient qui permet à l'acheteur de compter à la culture un prix plus rémunérateur? Elle peut provenir des trois moyens suivants ou de l'un d'eux:

Premièrement, on doit laisser aux spécialistes les risques de la spéculation; ils sont en mesure de s'en charger à moins de frais que de nombreux spéculateurs occasionnels. Quiconque s'engage à assumer un risque pendant un certain temps exigera une rémunération d'autant plus importante que son risque menace de se réaliser. Plus il répartit ses risques et plus son jugement et sa connaissance grandissent par la spécialisation, moins il risque de subir une perte, en sorte que l'expert opérant en grand assumera une série de risques pour une rémunération totale moindre que n'exigeraient un ensemble de petits spéculateurs n'assumant qu'un risque chacun.

Deuxièmement, c'est le crédit des banques qui permet dans une large mesure les différentes opérations auxquelles donne lieu l'achat du grain, depuis le cultivateur jusqu'à l'importateur ou le meunier, et le grain échoit en dernière analyse à la banque en nantissement de son prêt. Celle-ci peut le vendre à tout moment à condition qu'il existe un marché constant, ce que seul le marché de spéculation peut assurer. S'il n'existait pas de marché à terme, la concurrence entre acheteurs de grain serait très restreinte, car seules les quelques grandes maisons disposant de capitaux considérables et d'un grand crédit pourraient s'y livrer. "Ainsi, non seulement le marché à terme allège le cultivateur du risque de la fluctuation du prix, mais il permet à la concurrence de se faire plus large et plus vive entre les acheteurs de son grain, ce qui lui assure un prix plus rémunérateur."

Troisièmement, étant donné que parmi les offres de prise de risque émanant de l'ensemble des spéculateurs, il s'en trouve qui proviennent de ceux qui assument des risques mathématiques, mais aussi de ceux qui en assument de non mathématiques, le supplément d'offres de prise de risque a tendance à se faire, sinon au-dessous du prix net, du moins au-dessous du coût plus la rémunération normale de la fonction. Chaque fois que l'élément hasard intervient, les particularités de la vraie loterie s'observent à un degré plus ou moins grand. Une loterie peut fort bien réussir à vendre tous ses billets lorsque la valeur totale des lots est très inférieure à la valeur des billets, chacun des souscripteurs ayant une préférence ou une fantaisie non mathématique pour sa bonne fortune. Lorsque le jugement intervient dans son opération, le spéculateur a souvent dans sa perspicacité une confiance injustifiée et table plus sur le succès que sur l'échec.

Voici ce que dit le professeur Clark: "Il convient d'observer ici que les bénéfices de la spéculation, sur le marché des blés comme ailleurs, sont, l'un portant l'autre, beaucoup moins élevés qu'on se l'imagine d'ordinaire." Adam Smith parle de l'"opinion exagérée que la plupart des hommes se forment de leurs propres talents" et de "leur folle confiance en leur bonne étoile", et ces faiblesses humaines font en général beaucoup exagérer les chances de gain dans les entreprises aléatoires. "Aussi, le peu qui réussissent restent debout et sont en évidence, mais le grand nombre de ceux qui échouent disparaissent et sont vite oubliés. Les pertes de ceux qui échouent contribuent à la fortune de ceux qui réussissent."

(h) *Joueurs.*

Cette dernière considération nous ramène à la question des fluctuations ou, devrions-nous dire plutôt, à celle des "oscillations". L'élément du jeu, en permettant d'assumer des risques à moins que le coût, agit sur le cours en relevant le prix payé au cultivateur, et il peut ainsi neutraliser tout à fait ou en partie son effet provocateur sur les oscillations et leurs conséquences pernicieuses. L'économiste déclare que la spéculation n'est pas, comme on l'a dit souvent, une forme du jeu, mais que le jeu est une forme de la spéculation, celle dans laquelle les risques sur quoi on spéculé sont fictifs. Son utilité économique est nulle. Le joueur crée un risque inutile et ne spéculé pas uniquement sur les risques qui existent déjà, et ne les calcule pas délibérément et par longue expérience. Il n'a pas l'habileté de l'expert pour prévoir l'orientation probable du cours, mais il procède en aveugle, il risque son argent sur le principe du coup de dé. "Marchant avec la foule, il contribue à précipiter plutôt qu'à atténuer la fluctuation du cours. Son gain, s'il en fait un, est la perte incompensée d'un autre, et l'opération du jeu est la cause de cette perte. Presque toujours, le joueur est un "haussier" spéculant à la hausse et il se constitue presque invariablement acheteur sur un marché en hausse, précipitant de la sorte le mouvement. Si c'est un "baissier", il vend ordinairement sur un marché en baisse, aggravant ainsi la baisse. Il rend donc un *mauvais service* social, il est en réalité un parasite de la société qui veut recueillir là où il n'a pas semé. En contre-interrogatoire, on a comparé le joueur au "pauvre papillon qui ne put s'éloigner du feu et se brûla les ailes." On a dit qu'il jette du discrédit sur le service économique tout entier et qu'il n'est pas bien accueilli en Bourse. Quiconque par légèreté dépasse la capacité d'absorption du marché fait mauvais emploi du capital et du travail. Il en abaisse le prix au détriment des fabricants judicieux.

Les économistes admettent que la mentalité "de hausse" d'un groupe de joueurs d'occasion favorise l'existence d'une classe de gens qui s'enrichissent à leurs dépens, les pousse par des "tuyaux" et des suggestions et en déclenchant des mouvements de cours. L'existence d'une telle classe à son tour, augmente le nombre des joueurs. Mais ils ne conviennent pas que la spéculation *sérieuse* d'experts influe de façon sensible sur les grandes fluctuations principales. Les témoignages nous ont appris ceci: "Supposer que le cours s'élève ou s'abaisse selon que le gros spéculateur achète ou vend équivaut à mettre la charrue devant les bœufs; on serait plus près de la vérité si l'on disait que, règle générale, le gros spéculateur est un "haussier" parce qu'il prévoit la hausse, et un "baissier" parce qu'il entrevoit la baisse. Ainsi, il anticipe simplement et échelonne un mouvement sur une plus longue période atténuant de ce fait son intensité."

On prétend que les opérations à terme par contre-partie avilissent le cours après la moisson, mais on oublie que les spéculateurs heureux encaissent un très petit bénéfice sur chaque opération, et que pour l'encaisser le *vendeur à terme* doit *acheter*. Ainsi, une très faible baisse transforme le "baissier" en haussier. Le professeur Clark a dit: "On n'est guère fondé à parler, comme on le fait, des spéculateurs qui achètent et vendent, au

détriment du producteur. Chaque vente implique un achat et les affaires se traitent pour la majeure partie entre eux. Sur un marché comme celui de Chicago, il est facile de montrer du doigt un groupe de baissiers qui sont "à découvert" de plusieurs millions de boisseaux, mais il ne faut pas perdre de vue qu'il existe d'autres groupes qui sont à la hausse."

Les économistes semblent d'avis que les manipulations du marché par les "haussiers" ou les "baissiers" sont possibles momentanément, sur une très faible échelle, quoiqu'elles soient beaucoup moins fréquentes sur le marché des grains qu'autrefois, et que ces manœuvres n'aient qu'une faible répercussion sur la fluctuation générale des cours. "Elles sont semblables à des rides sur l'eau." La preuve statistique, en tant qu'elle vaut, confirme cette thèse. Les règlements de la Bourse sont faits pour décourager toute manipulation. Les auteurs en sont punis chaque fois qu'ils sont pris, car le joueur trouble et complique la tâche du spéculateur qui doit non seulement ne rien ignorer de l'offre et de la demande de blé, mais prévoir au surplus la façon d'agir du joueur. Il faut, de surcroît, qu'il lise la pensée des autres, élément encore plus impondérable.

Une grande stabilité du cours et une moindre amplitude de ses fluctuations sont à l'avantage du producteur, même si le prix moyen à long terme n'en subit aucunement les effets. Si le prix moyen de dix ans ressort à un dollar, avec un écart de \$1.50 à 50 cents, et qu'un système d'assurance comme celui de la contre-partie ramène alors la fluctuation entre \$1.30 et 70 cents, l'effet stabilisateur sur les bénéficiaires est encore plus sensible. Supposons que le coût du boisseau s'établisse aux environs de 80 cents. Nous avons dans le premier cas un bénéfice net de 20 cents sur la moyenne décennale, l'écart allant de 70 cents net dans une année à moins 30 cents net dans une autre. La fluctuation se trouve alors ramenée à 50 cents net et moins 10 cents net. Par application du principe économique de l'"utilité décroissante" et de la "satisfaction de couverture", la satisfaction d'ensemble est plus grande par une différence très importante lorsque les fluctuations sont moins sensibles.

Aucune analyse économique ne déterminera l'influence respective sur le cours de la spéculation et du jeu, si elle ne distingue entre :

- (a) les *tendances* à long terme du cours mondial de la denrée;
- (b) les *fluctuations* périodiques d'une campagne à l'autre et d'un mois à l'autre de la campagne;
- (c) les *oscillations* rapides qui se produisent d'heure en heure ou de jour en jour autour de la courbe générale de fluctuation.

Cette distinction, ainsi que l'effet des variations sensibles et incontrôlables de créer des mouvements irréguliers à côté de mouvements plus uniformes ou progressifs, importe à la solution du problème que présente le caractère contradictoire d'un grand nombre des faits allégués et des opinions sérieuses émises par des témoins compétents.

(i) *Effet de l'élasticité de la demande.*

Les économistes n'ont pas en général examiné à fond, à notre connaissance, certains points particuliers de caractère économique que notre enquête a fait ressortir et qui ne se rattachent par aucun côté à l'enseigne-

ment universellement admis en matière de contre-partie ou de spéculation. L'un d'eux a trait à l'incidence ou palier d'un différentiel introduit dans l'enchaînement des frais et des services économiques, quelque part entre le producteur et le consommateur. La thèse que le producteur aura à supporter ce différentiel, soit sous forme d'un surcroît d'avantage, soit, s'il s'agit d'un supplément de frais, sous celle d'un désavantage plus marqué, tient d'une part à la fixité du prix définitif—c'est-à-dire, à l'élasticité de la demande¹ sur les débouchés de consommation. Déterminer ce facteur est un problème très complexe. Des témoignages antérieurs ont démontré qu'autour d'un prix moyen stabilisé, la demande augmenterait à proportion de la baisse du prix, ou à peu près. Ce sont Warren et Pearson (*Interrelationship of Supply and Price*, 1927) qui ont trouvé cette "unité d'élasticité" sur le plan suivant: "lorsque la récolte mondiale était de 10 p. 100 inférieure à la normale, les prix de gros du grain s'établissaient à 9 p. 100 au-dessus de la normale à Berlin, à 11 p. 100 à Liverpool, à 14 p. 100 à Kansas-City, et à 16 p. 100 à Minneapolis. Lorsque la récolte mondiale était de 10 p. 100 supérieure à la normale, les prix s'établissaient respectivement à 7, 9, 11 et 13 p. 100 au-dessous de la normale. Quant à l'effet de l'offre sur la valeur d'ensemble de la récolte, le total normal de 100 à Liverpool correspondait à un total de 100 également pour une récolte de 10 p. 100 inférieure comme supérieure à la normale. Berlin oscillait entre 98 et 102. Il y a lieu de croire que ceci exagère fortement la présente élasticité et qu'une baisse de 10 p. 100 du prix serait loin de correspondre à une augmentation de 10 p. 100 de la quantité consommée. Ce résultat peut tenir à la quantité achetée, et l'augmentation des stocks reportés est un facteur qui masque le résultat de la consommation véritable.

L'empressement à reporter tient à l'existence des opérations à terme, de sorte que l'élasticité elle-même serait toute autre sans les opérations à terme. Deuxièmement, il est probable que l'élasticité est beaucoup plus grande sur une forte que sur une faible différence de prix, car le bon marché stimule l'emploi du grain comme fourrage, et la cherté active sensiblement la vente des bons succédanés. Troisièmement, il est improbable que l'élasticité soit la même des deux côtés de la normale.

(j) *Incidence d'un prix de revient différentiel.*

La question est d'importance lorsque nous examinons la possibilité de passer une dépense au consommateur. Une dépense *relativement* faible, comme l'amortissement de l'assurance par les opérations à terme dans le monde entier, peut fort bien être ajoutée au prix du consommateur sans que la demande diminue beaucoup. Mais la situation est toute autre si l'on supprime en partie les opérations à terme, comme, par exemple, lorsqu'il s'agit d'une offre aussi importante que celle du Canada. Car il n'est guère possible de faire monter le cours mondial lorsque l'offre dont il s'agit ne forme qu'une fraction de l'offre totale. Dans ces conditions, un très

¹ Si la demande se contracte à peu près dans la même proportion que le prix s'élève, ou *vice versa*, l'élasticité n'est ni grande ni faible. Si de faibles modifications du prix provoquent des différences sensibles de la quantité demandée, la demande est élastique. Si de grandes modifications du prix se traduisent par de faibles différences de la quantité prise, la demande est inélastique.

faible écart dans les relations d'équilibre des stocks pourrait provoquer un renchérissement très minime du prix de consommation, et la plus forte partie du prix de revient différentiel retomberait sur le producteur de la région en cause. Réciproquement, dans le cas d'un avantage afférent à une région, si l'offre de celle-ci ne forme qu'une faible partie de l'offre totale, le cours mondial peut s'abaisser dans une faible mesure et la demande s'accroître dans une proportion équivalente, mais le cas ne différera pas sensiblement de celui d'un prix fixe. Ceci laissera l'avantage d'un marché limité reposer non sur le consommateur, mais sur l'un quelconque des producteurs. Le jeu de la concurrence le ramènera plus vraisemblablement au stade initial, c'est-à-dire, au producteur même. En d'autres termes, en supposant que le Canada abandonne la pratique des marchés à terme et qu'il en coûte plus pour assumer des risques, le supplément de frais, au lieu de pouvoir être ajouté au prix de consommation, retomberait sûrement sur le producteur, qui toucherait de son produit un prix moindre. Ceci ralentirait les travaux de certains agriculteurs et diminuerait l'offre canadienne en tant que proportion de l'offre mondiale.

Toutefois, si, raisonnant en sens inverse du prix de consommation, nous arrivons à la conclusion que le différentiel tendra à reposer sur le producteur, nous devons tenir compte de l'effet que peut avoir sur l'élasticité de son offre une modification du prix consenti à celui-ci. Si l'agriculteur est découragé, la culture, ainsi que l'offre, diminuera. Les témoignages indiquent que les terres en culture, ainsi que leur rendement augmenteront plus sous l'influence d'une hausse qu'elles ne diminueront sous l'influence d'une baisse. Donc, l'introduction du différentiel, qui abaisse le prix de la culture, vu l'élasticité différente du côté de la diminution, obligerait l'agriculteur à se contenter pendant plusieurs années d'une vie plus modeste. Au surplus, bien des agriculteurs sont des défricheurs sans autre capital que celui qu'ils ont mis en terre. Ils ne possèdent aucune faculté de substitution, nulle souplesse, et les circonstances peuvent les obliger à subir pendant longtemps un *modus vivendi* inférieur sans que cela réagisse de quelque façon sur l'offre. On a calculé que la réaction de l'offre actuelle ne dépasse pas 10 p. 100 de l'offre potentielle. Peut-être n'avons-nous pas besoin d'examiner l'hypothèse d'une suppression mondiale des marchés à terme, de parcourir les étapes intermédiaires et de nous prononcer sur l'élasticité relative de la demande du point de vue de la consommation mondiale, et de l'élasticité de l'offre du point de vue de la production mondiale. Cette question soulève des points de détail qui entraînent aussi l'application de la loi du rendement décroissant dans l'agriculture.

(k) *Rémunération de la spéculation.*

Dans une autre partie du rapport, nous extrayons du témoignage d'un agent de change que les spéculateurs pour la plupart engagent plus d'argent sur les grains qu'ils n'en retirent. Ce témoin assimile l'argent en circulation à un fonds d'assurance pivotant pour couvrir des risques réels—un spéculateur ayant aujourd'hui une part plus importante des fonds que son voisin, et ainsi de suite. Un passage que nous extrayons de l'un des docu-

ments versés au dossier en expose les lignes principales ("Features of the Open Grain Market", "Grain Trade News" 1921, par W. Sanford Evans).

"Il n'y a aucune contribution directe, au fonds spéculatif, par le producteur ou le consommateur. La contre-partie a cet effet que le commerçant verse à ce fonds, si le cours monte, les profits qu'il aurait réalisés s'il n'avait pas opéré, et qu'il en retire au contraire, si le cours baisse, la somme qu'il aurait perdue. Pour le commerçant, le fonds de spéculation est assurance et, pour les autres, c'est un fonds qui circule parmi les spéculateurs, qui passe de l'un à l'autre, ceux-ci payant courtage à chaque opération. Si le fonds n'appartenait qu'à un seul individu, il ne permettrait jamais qu'il soit employé comme il l'est sur le marché à terme. C'est une partie excitante pour le spéculateur, qui exige une étude suivie des phases de la production, de la consommation et de la finance; mais elle ne diffère guère du jeu de hasard, car l'argent change simplement de main."

Il semble que la rémunération économique de la spéculation occupe un rang plutôt unique. D'ordinaire la rémunération d'un service est prélevé sur le volume de la production courante, c'est la rémunération de l'agent pour sa part de production ou pour la protection qu'il lui accorde. Toutefois, dans ce cas, une forte portion du capital existant sans être détournée de son emploi objectif, est soumise à des risques virtuels et, dans une grande mesure, les profits et pertes de la spéculation s'arbitrent par l'échange de pièces justificatives de propriété de ce fonds accumulé. Des hommes deviennent plus riches ou plus pauvres en capitaux, et c'est sur cette base ou cette entente qu'est fournie une grande partie de l'assurance par contre-partie. Cependant comme ces hommes vivent des résultats de leurs opérations et les consomment, le fonds doit être prélevé, soit sur la consommation courante soit sur le remploi de ce que les autres spéculateurs qui l'ont maintenant perdu, ont antérieurement prélevé sur leurs bénéfices et porté au capital. Il y a toutefois compensation à ceci, et dans la mesure où les spéculateurs heureux qui tirent des rémunérations des revenus des autres—lesquels auraient été dépensés comme revenu—les convertissent en capital par l'épargne, au lieu de les dépenser.

Dans la majorité des industries, la consommation courante tire de la grande production sa rémunération. Mais cette pratique a probablement des limites plus étroites dans les opérations à terme que dans les autres, bien qu'il soit impossible d'en concevoir la mesure. Quant au courtage ou recettes des agents de change, il n'y a pas de doute que cette incidence suit presque toujours le cours ordinaire, et qu'elle provient de la valeur additionnelle que constitue l'augmentation d'utilité du produit lorsqu'il est offert à l'endroit où il est le plus demandé. Dans le cas toutefois du courtage sur un marché exceptionnellement spéculatif, lequel n'a aucun rapport fonctionnel avec le volume de blé produit, il s'ajoute probablement au coût du capital, comme un timbre d'impôt sur l'échange des obligations ou le courtage en Bourse, et n'a qu'une répercussion lointaine sur le prix du produit, par le coût total du capital engagé dans une industrie.

III^e PARTIE

SOMMAIRE DES DÉPOSITIONS

(1) ORGANISATION DU SYSTÈME DES OPÉRATIONS À TERME—BOURSE AUX GRAINS DE WINNIPEG

Il ne s'agissait pas de faire un exposé détaillé du sujet. On le trouvera ailleurs. Nous n'avons eu qu'à présenter les faits qu'on nous a soumis dans les dépositions comme relevant particulièrement de notre enquête.

(a) *Ce qu'est la Bourse.*

La Bourse aux grains de Winnipeg est une association libre, non constituée en société. D'après sa constitution, elle vise l'objet suivant:

Article 2:

(a) Compiler, amasser et publier des statistiques, obtenir et distribuer de l'information sur le commerce du grain, des denrées et des vivres, et encourager l'établissement et le maintien de l'uniformité du commerce, des usages et des règlements parmi ceux qui sont engagés dans cedit commerce, établir des principes de commerce justes et équitables et, d'une façon générale, procurer à ses membres les avantages d'une coopération légitime à l'avancement de leur commerce et de leurs entreprises.

(b) Organiser, établir et maintenir une association, non pas dans un but de lucre, mais bien pour favoriser, à l'avantage général du Canada, des objets et des mesures de progrès pour le commerce et l'industrie touchant les transactions du grain; acquérir, louer, ou fournir et diriger un endroit et un local convenables à une Bourse aux grains et aux denrées, ainsi que les bureaux à Winnipeg, et encourager la centralisation du commerce du grain, des denrées et des vivres à Winnipeg, au Manitoba; faciliter l'achat et la vente des produits dudit commerce; inspirer confiance et stabilité dans les méthodes, les entreprises et l'intégrité de ses membres; rendre plus facile l'expédition prompte et économique des affaires; éviter les contestations et les malentendus, les régler à l'amiable entre personnes engagées dans cedit commerce ou les soumettre à l'arbitrage, tel que prévu plus loin. Pour y arriver, ladite association est autorisée, par vote de ses membres, à passer tous statuts, règles et règlements propres et utiles à sa gouverne et à l'administration de ses affaires en général (pourvu toutefois que ces ordonnances n'aillent pas à l'encontre de la loi), ainsi qu'à modifier et à révoquer ces statuts, règles et règlements.

Il conviendrait de se bien rendre compte, afin d'éviter toute erreur, que la Bourse n'achète ni ne vend elle-même de grain, mais qu'elle se borne à enregistrer les opérations et à mettre à la portée du public les cours auxquels elles ont été conclues. Jamais la Bourse ne remplit de fonction commerciale, et ne distribue de dividendes. Le fait que la salle des dépê-

ches et les bureaux d'un grand nombre d'importantes firmes de grain et de négociants en grain sont dans le même immeuble, appelé Immeuble de la Bourse aux grains (Grain Exchange Building) donne probablement corps à cette erreur et fait naître l'opinion générale qu'il existe un organisme central de tous les capitalistes du grain, qui règle l'attitude et dirige les opérations des propriétaires d'éleveurs, des meuniers, des commissionnaires et des agents de change. Chaque branche peut avoir sa propre association, comme et dans la même mesure que les autres commerçants ont la leur propre, par exemple l'Association des marchands détaillants, l'association des assureurs contre le feu, et le reste. De même, les membres de la Bourse aux grains ont fondé l'Association des expéditeurs par les Lacs, simplement pour faciliter le passage du grain par les têtes des lignes. De même encore, les propriétaires d'éleveurs régionaux ont constitué l'association dite des Commerçants de grain du Nord-Ouest.

(b) *Membres.*

Le Conseil, par un vote des trois-quarts au moins de ses membres peut admettre tout homme majeur à l'Association. Le règlement exige du postulant une demande par écrit sur formule prescrite, ainsi que son acceptation des dispositions des statuts, règles et règlements de l'association et de leurs modifications, et des us et coutumes de la Bourse. Ce postulant doit encore produire un certificat intact de membre, et non déchu, dûment transféré ou verser \$50,000, prix du siège. Le cours de ces sièges varie, et le dernier, mentionné dans les dépositions, a été vendu \$12,000. Mais il n'y a jamais eu de vente au prix voisin de \$50,000, mentionné précédemment. Ainsi, l'effet pratique d'exiger un montant si supérieur à la valeur maxima du marché est de limiter les membres au nombre actuel.

Actuellement, la Bourse se compose surtout de particuliers et de firmes de Winnipeg et d'ailleurs au Canada, engagés dans la manutention et le commerce du grain. Elle compte aussi des firmes en vue du commerce du grain sur des places importantes, comme Minnéapolis, Chicago, Kansas-City, Duluth, New-York, Philadelphie, San-Francisco, Portland, Liverpool, Londres, Paris et Tokio. Elle a 463 membres, et bien que plusieurs d'entre eux s'occupent de plus d'une partie du commerce du grain, on peut les classer ainsi:

Gérants d'éleveurs	110
Commissionnaires au comptant	13
Meuniers et malteurs	18
Courtiers au comptant	23
Courtiers à terme	79
Firmes de courtage	61
Exportateurs et expéditeurs	108
Agents d'assurance et de navire	13
Chemins de fer	2
Banquiers	5
Fonctionnaires	4
Inactifs	27

Les dépositions relatives aux changements qui se produisent parmi les membres de la Bourse révèlent que récemment plusieurs membres américains y ont été admis. On s'est demandé si ces messieurs ne ralliaient pas la Bourse de Winnipeg pour y transférer leurs opérations spéculatives des marchés américains—sur lesquels le gouvernement des Etats-Unis a entravé leurs opérations par l'application de la Loi des opérations à terme sur le grain—sur le marché de Winnipeg, où les opérations restent à l'abri de l'ingérence de l'Etat. On ne nous a toutefois donné aucune preuve à l'appui de cette supposition. Certains avaient déjà fait des opérations à la Bourse de Winnipeg, et leur qualité de membre leur donnait droit au courtage de faveur sur leurs opérations. L'idée qu'ils auraient cherché à se soustraire à des règlements vient du fait que sur la liste il y avait le nom d'un spéculateur bien connu. Il ressort de nos conversations à Chicago avec cette personne qu'elle n'a eu, pour entrer à la Bourse aux grains de Winnipeg, d'autre motif que de profiter du courtage en question.

(c) *Contrôle.*

La Bourse est administrée par un Conseil composé d'un président, de deux vice-présidents et de douze membres de la Bourse, élus par ses membres en assemblée générale annuelle. Il y a aussi plusieurs comités qui, pour faciliter l'administration, exercent les divers pouvoirs que leur a délégués le Conseil, mais il n'est pas utile d'en donner le détail. Le Conseil commande aux membres de la Bourse et peut, sur preuve de toute violation du règlement de l'association ou de procédés repréhensibles dans des opérations, censurer, mettre à l'amende ou expulser le délinquant.

(d) *Fonctions de la Chambre de compensation.*

Les membres opérant sur le marché à terme ont aussi leur organisation particulière, qui s'appelle la *Winnipeg Grain and Produce Exchange Clearing Association* (communément appelée Chambre de compensation), afin de faire la compensation des contrats à terme.

La Chambre de compensation a pour principale fonction de faire la compensation des opérations à terme. Elle exécute sur le grain à terme les mêmes opérations que la Chambre de compensation des banques exécute pour ses membres. Dans ce dernier cas, les compensations impliquent la propriété de l'argent, dont la valeur est fixée et le solde payable chaque jour à chacune des banques qui en sont membres. Dans le premier cas, le fonctionnement de la Chambre de compensation est compliqué par le fait que les compensations impliquent le transfert du certificat de propriété de grain à terme, de qualité déterminée mais d'une valeur oscillante. Dès l'acceptation par la Chambre de compensation des opérations à terme sur le grain, l'identité du premier acheteur ou du premier vendeur disparaît, et à partir de ce moment l'Association de compensation fait fonction d'acheteur pour le vendeur, et de vendeur pour l'acheteur, en tant qu'il s'agit de ses membres. Chaque membre règle ses opérations de la journée par un seul chèque basé sur le cours de fermeture du marché du jour, soit

à l'ordre de l'Association de compensation, ou par un chèque de l'Association de compensation elle-même à l'ordre du membre, conformément à la situation nette sur le marché et au cours de fermeture.

On peut en résumer les avantages ainsi qu'il suit:

- (a) Elle facilite l'expédition de l'énorme volume d'affaires de la Bourse aux grains.
- (b) Elle exempte aux membres de déposer chez l'un et l'autre des provisions suivant les méthodes pratiquées auparavant.
- (c) Elle garantit l'exécution de tous les contrats.

L'Association garantit l'exécution de toutes les opérations acceptées par elle, et à l'échéance il y a livraison effective, en bonne forme, du grain nécessaire à l'exécution de tous les contrats. Ainsi le commerce de grains de Winnipeg est assuré, par l'Association de compensation, de:

- (1) la surveillance rigoureuse des membres de l'Association.
- (2) une méthode efficace, économique et sûre de faire quotidiennement la compensation de toutes les opérations à terme.
- (3) la garantie d'une garde sûre et d'une livraison convenable du grain de toutes les opérations à terme.

(e) *Opérations à cheval et à faible marge de profit.*

Les opérations à cheval correspondent, sur le marché des grains et des denrées, à l'arbitrage sur ceux des valeurs. Quand un marché cesse d'être sur un pied d'égalité avec un autre, les spéculateurs vendent là où le cours leur paraît trop haut, et achètent là où le cours leur semble trop bas, avec cette perspective que le rétablissement du cours à la normale se traduira par un bénéfice. Ces opérations tendent à maintenir les cours à un même niveau sur des places très éloignées, et s'ajoutent aux opérations des contreparties pour maintenir un niveau mondial des cours. Un témoin a déclaré qu'au moment de sa déposition une maison de Chicago avisait ses clients d'acheter à Liverpool et de vendre en contre-partie à Winnipeg. Elle estimait que Liverpool cotait trop bas et Winnipeg, trop haut. On fait des opérations à cheval sur les différents mois de livraison sur une même place. Les spéculateurs acceptent des contrats à terme, parce qu'ils croient qu'avant l'échéance la valeur du grain aura augmenté, ou parce qu'ils pensent pouvoir, à un moment quelconque avant l'échéance, liquider à bénéfices leurs contrats. D'autres s'engagent à effectuer leurs livraisons tel mois prochain parce qu'ils croient qu'entretemps ils pourront acheter du grain à un prix inférieur, ou qu'ils pourront transférer leurs contrats à bénéfice. En outre, les propriétaires d'élévateurs, qui ont du grain à eux dans leurs propres élévateurs, utilisent cette méthode de s'assurer de leurs frais d'entreposage, d'un mois de livraison à un autre.

L'opération à faible marge de profit consiste à réaliser un profit de un huitième ou un seizième, sur les oscillations qui se produisent à la minute, au cours d'une séance de la Bourse. Cet opérateur (l'accompagnateur) ne reporte pas d'opération au lendemain. Son commerce se compose d'opérations qui constituent un très gros volume d'affaires. Des témoins ont essayé de démontrer que les opérations à cheval et à faible marge de

profit ont largement contribué à rendre le marché plus mobile, de sorte que ceux qui avaient besoin de recourir à la contre-partie pouvaient le faire plus commodément.

On a prétendu que les spécialistes des opérations à cheval et à petit profit pourraient être les accepteurs directs des offres et des demandes de contre-partie, et, par conséquent, en être les intéressés directs.

(f) *Le marché des privilèges.*

La Bourse ne reconnaissait pas autrefois ces privilèges qu'on appelle communément "option de vente" et "option d'achat". Les agents de change les achetaient ou les vendaient avant, pendant ou après les séances, mais la Bourse n'acceptait aucune responsabilité pour leur exécution. Toutefois, la Bourse a récemment organisé un marché régulier pour l'achat et la vente des options. Ces opérations ne s'effectuent que pendant la demi-heure qui suit la clôture de la séance régulière, et il est formellement interdit aux agents de change d'en négocier avant ou après. Le mot "privilège" décrit bien ces opérations. Ce ne sont que des options par lesquelles l'acheteur du privilège a le droit d'exercer une option de vendre ou d'acheter une quantité donnée de grain à terme à un prix fixé. L'option coûte un dollar par mille boisseaux. Celle-ci est normalement valable pour la séance du lendemain. Supposons que la clôture des options de mai se soit effectuée à 61 cents et qu'un agent de change ait acheté des options qu'il a payée 63 cents. Cet agent de change a l'option de prendre livraison du blé à 63 cents, ce qui le garantit de la perte. Supposons, par ailleurs, que le cours n'ait pas atteint le prix d'option de 63 cents, et qu'elle soit maintenue, comme on dit. Elle s'éteindra avec le temps et le vendeur de l'option aura comme profit la prime, soit un dollar par mille boisseaux.

La raison d'être des privilèges est de jouer le rôle d'une sorte d'assurance contre les fluctuations du marché du jour au lendemain, de faire le pont et d'atténuer les écarts de l'un à l'autre. D'après un témoin, les options n'ont pas d'influence durable sur les cours. Toutefois les objections à ce système ont paru surgir de deux sources. Les adversaires des opérations à terme s'opposaient encore plus aux privilèges qu'aux opérations à terme, comme particulièrement nuisible au marché. D'autre part, on s'est aussi opposé à ce système parce que, plus encore que les opérations à terme, les options entravent les fluctuations et que, suivant la remarque d'un spéculateur, "il est des gens qui aiment un marché agité".

Il est intéressant de noter que si ces objections étaient d'égale force, elles se détruiraient l'une l'autre.

(g) *Les derniers cours au comptant.*

Les dépositions nous ont indiqué que la relation entre les prix à terme et au comptant est étroite. Les opérations au comptant côtoient constamment les opérations à terme, et la base sur laquelle les opérations au comptant se font est généralement l'écart admis au-dessus ou au-dessous des cours à terme au moment de la liquidation de l'opération. A la fermeture de la Bourse, les cours du comptant sont relevés puis affichés, et sont officiellement publiés comme cours de fermeture.

Quant à la méthode d'enregistrement des cours de fermeture du jour, nous avons entendu la déposition du président du Comité des cours de fermeture au comptant. Le Comité a le devoir d'enregistrer ces cours de fermeture de toutes les qualités de grains. D'après sa déposition, le cours ainsi enregistré est le prix le plus élevé de vente ou celui de l'offre la plus haute des vingt dernières minutes à peu près de la séance. S'il n'y a pas eu de vente réelle, l'offre la plus élevée est obtenue de courtiers au comptant, qui sont en relation avec les expéditeurs, les meuniers et les capitalistes des têtes de lignes. Ces offres ont pour base les cours de fermeture du blé à terme de l'option voisine, et ne sauraient être inférieurs au prix de cette option par un écart plus considérable que les frais d'entrepôt et de manutention jusqu'à la date de livraison. Les dépositions indiquent qu'il arrive souvent que des offres concurrentes créent des primes en plus de cette déduction pour frais d'entreposage et de manutention. Les témoins ont dit que le président a deux adjoints pour enregistrer ces cours de fermeture; que quand il s'agit de qualités de grain autres que celles qui font l'objet de contrats, il arrive souvent qu'aucune vente ne s'effectue de la journée ou durant les vingt minutes précédant la fermeture de la séance, et qu'alors on enregistre au tableau des cours officiels de fermeture la plus haute enchère obtenue. On a fait observer que les agents de change qui font ces offres peuvent être contraints à prendre livraison, si du grain était offert. L'Association des négociants en grains du Nord-Ouest prend les cours de fermeture au comptant comme base des cours irradiés chaque jour de toutes les filiales du commerce, à la campagne, et ces prix sont ceux que les acheteurs des élévateurs régionaux paient aux producteurs le lendemain ou jusqu'à la prochaine radiodiffusion, qui peut avoir lieu le lendemain matin. Les dépositions ont révélé que le comité ne se réunissait que rarement, comme comité, et que la façon dont le président du comité obtenait ses offres n'était pas très définie ou officielle et qu'elle prêtait à des abus.

2. OPÉRATIONS DES DIVERSES BRANCHES DE L'INDUSTRIE DU GRAIN ATTEINTES PAR LE SYSTÈME D'OPÉRATIONS À TERME

(a) *Les exploitants d'élévateurs régionaux.*

La Commission a entendu les représentants de six des plus importants exploitants d'élévateurs régionaux de l'Ouest canadien. Ils ont révélé que ces élévateurs recouraient toujours à la contre-partie pour les achats de grain aux cultivateurs.

Deux raisons principales expliquent cette contre-partie:

- (1) Se garantir des risques de fluctuation des cours.
- (2) Faciliter le financement de leurs opérations. Il est question de cette deuxième raison plus bas, à la partie (d).

Les exploitants d'élévateurs ont nié tout désir de spéculation; seuls les profits de l'emmagasiner et de la manutention du grain les intéressent. Ils ont déclaré qu'ils pratiquent invariablement la contre-partie, et la méthode, dans chaque cas, a paru la même. Comme ils font chaque jour

rapport de leurs achats, la firme vend alors, à terme en contre-partie, la quantité de grain achetée. Quelquefois, ces ventes à terme s'effectuent le même jour; d'autres fois, le lendemain. Il peut arriver, en temps anormal ou aux périodes où le cours du grain oscille lourdement, que la contre-partie se fasse pendant la journée, avant l'arrivée des rapports des achats. Règle générale, on a recours le plus tôt possible, à la contre-partie pour contre-balancer les achats. Quelques témoins ont soutenu que ce procédé est automatique.

Le plus grand nombre de ces contre-parties, de 90 à 95 p. 100, sont "rachetées" ou liquidées par un achat équivalent. Ainsi, si les firmes achètent ferme, elles vendent à terme; et quand elles vendent ferme, elles achètent à terme. Ce n'est que rarement que la livraison s'effectue.

C'est apparemment la coutume des éleveurs régionaux de pratiquer la contre-partie sur différents termes, ceux d'octobre, de novembre, de décembre, de mai et de juillet, à de rares exceptions près, à Winnipeg. Comme le cours de Winnipeg est basé sur celui de Fort-William, la vente doit porter sur du grain emmagasiné à cet endroit. Conséquemment, le mois d'achat à terme est, aux yeux du spéculateur, celui qui lui semble cadrer avec ses opérations. Souvent il est nécessaire d'"aiguiller" les contre-parties, c'est-à-dire de les reporter d'un terme sur un autre, en rachetant la contre-partie d'un mois et revendant celle d'un autre. Ceci peut résulter du fait que le grain est gardé plus ou moins longtemps qu'on ne croyait tout d'abord, ou encore du fait qu'on doit profiter des différences temporaires des prix d'un mois à un autre, pour se refaire des frais de garde du grain dans les éleveurs.

Des dépositions, il semble qu'il y ait deux exceptions à ce procédé automatique de contre-partie. (1) Les firmes ont de temps à autre la tentation de garder le grain pour spéculer ou, suivant une expression employée, "la machine automatique commence à penser par elle-même". (2) Rarement, a-t-on cru qu'il y avait moins de risques à jeter du grain de qualité inférieure sur le marché qu'à le soumettre à la contre-partie.

Il n'y a pas d'erreur sur l'importance qu'attachent à l'opération à terme et à la contre-partie les agents des éleveurs régionaux. Sur ce point leurs dépositions ont été unanimes. Voici, par exemple, la déclaration d'un témoin sur la récolte de 1929. Au cours de cette année-là, sa compagnie a acheté du blé à tous les cours du marché, de \$1.70 en baissant. Elle en a vendu une partie à \$1.10 et même plus bas. Toutefois, sa pratique constante de la contre-partie l'a garantie de toute perte durant ces baisses parce que le marché à terme avait assumé ses risques. On a soutenu que grâce à ce report de risques le producteur avait eu, lui aussi, ses avantages. En diminuant le risque des propriétaires des éleveurs régionaux, la contre-partie lui a permis de travailler à plus faible marge ce qui, d'autre part, lui a permis d'accorder au cultivateur un prix plus élevé de son grain.

Le Dr Boyle a donné un exemple clair à l'appui de cet avancé: "En 1917 et 1918, dit-il, je faisais pour le gouvernement des Etats-Unis une étude du commerce du grain. Au cours de cette investigation, je décou-

vrils que dans nos Etats du Nord les gérants des élévateurs régionaux étaient financés par les commissionnaires du marché des têtes-de-lignes, et que ces commissionnaires exigeaient du gérant des élévateurs régionaux la pratique de la contre-partie. Dans les Etats du Centre, comme le Kansas et l'Iowa, je constatai que les élévateurs régionaux étaient largement financés sur place et qu'on n'exigeait pas d'eux qu'ils fissent la contre-partie et, de fait, plusieurs n'en faisaient pas. Je constatai que dans ces Etats du Centre les élévateurs régionaux, parce qu'ils ne faisaient pas de contre-partie, subissaient des pertes plus considérables ou réalisaient des bénéfices plus importants et qu'ils faisaient aussi des affaires sur une plus grande marge, c'est-à-dire qu'ils donnaient moins aux cultivateurs."

Mais il ne s'agit que d'un cas, et il se pourrait bien qu'il y en ait d'autres de la même sorte dont les conclusions soient précisément contraires.

(b) *Meunier.*

Nous avons entendu sur ce sujet le président de la *Canadian National Millers' Association*, et en avons discuté aussi avec des meuniers marquants des Etats-Unis, dont l'un a des moulins au Canada, à Saskatoon et à Peterborough. Tous ont affirmé que les meuniers doivent garantir par la contre-partie leurs achats de grain. On signala que les meuniers canadiens de l'Est des Grands lacs doivent s'approvisionner par le transport le moins cher. A l'automne, ils importent donc aux ports de la baie Georgienne des quantités considérables. De fait, plusieurs s'en procurent suffisamment pour attendre l'ouverture de la navigation. Ces achats s'effectuent sans ventes à terme de farine, mais en prévision et dans l'espérance de telles ventes. Les meuniers ne sauraient, sur des quantités aussi fortes, assumer le risque d'une baisse et ils se garantissent par la contre-partie. Les commandes de farine sont très irrégulières et spasmodiques, mais à mesure que les ventes s'effectuent, les contre-parties disparaissent. Un témoin a souligné les avantages de la contre-partie pour une minoterie produisant des marchandises empaquetées. Il a signalé qu'on ne peut modifier promptement le prix des marchandises empaquetées mais que la contre-partie permet d'aviser des mois à l'avance l'acheteur du prix de détail du produit. Ces minoteries ont pu ainsi par des achats à terme établir le prix de leurs produits empaquetés. Donc, se libérant de toute autre considération, les meuniers en stockant ont deux avantages: se rendre aux exigences du transport et, satisfaire à celles du "coût d'exploitation" des fabricants.

(c) *L'exportateur.*

Il y a relation certaine entre la contre-partie et l'exportation. Quand l'exportateur a stocké assez de grain, il doit s'assurer du transport sur les Grands lacs et l'océan. Il garantit son grain par la contre-partie jusqu'à l'instant où il peut vendre comptant le blé qu'il a expédié. Il peut utiliser la contre-partie autrement. Il peut, le soir, offrir par câblogramme à son agent d'outre-mer une quantité de grain. Si on lui signifie l'acceptation de son offre, il achète assez de grain à terme pour compenser sa vente, à moins qu'il ne l'ait prévue la veille en achetant à terme. L'exportateur se garantit ainsi du grain qu'il a même pu vendre avant de l'avoir reçu.

Tous les exportateurs entendus ont appuyé sur l'importance des opérations à terme, qui leur permettent d'éliminer les risques et de traiter des affaires plus importantes. Ils ont, en vérité, affirmé que leur abolition leur serait désastreuse. Voici, sur ce point, la déclaration du chef de l'une des firmes d'exportation les plus importantes :

“Du point de vue d'un exportateur ayant parfois des millions de boisseaux de grain vendus à l'étranger, j'affirme que nous n'oserions jamais les vendre avec un profit d'une fraction de cent, pour le livrer quelquefois des mois plus tard, s'il n'y avait aucun rouage nous donnant l'assurance absolue de livraison du grain que nous avons acheté. Nous ne pourrions nous engager à livrer du grain en Europe dans quelques mois, à petit profit sur chaque boisseau, s'il y avait possibilité d'une hausse considérable et d'un refus possible des vendeurs de nous le livrer. Le mécanisme de notre marché à terme nous garantit de cette éventualité.”

(d) *Le banquier.*

Il ressort des témoignages qu'il y a relation certaine entre la contre-partie et le financement de la récolte. Tous les témoins qui ont abordé ce sujet ont convenu que l'un des principaux avantages de la contre-partie est d'offrir une base au crédit bancaire. Sans cette base, on éprouverait beaucoup de difficulté à financer la vente du grain. Les exploitants d'éleveurs régionaux ont déclaré, qu'ils avaient recours à la contre-partie surtout parce que les banques qui financent leurs opérations leur consentent des avances de 85 à 90 p. 100 sur le blé garanti par la contre-partie, alors qu'il est fort peu probable qu'elles leur prêteraient plus que 60 p. 100 sur le blé non garanti, et même ce taux dépendrait du niveau des cours et de l'importance des engagements. En d'autres termes, le procédé de la contre-partie permet à la firme qui exploite un éleveur régional d'obtenir de fortes avances, et il en résulte qu'une compagnie peut traiter un volume considérable d'affaires avec un capital relativement modique. Sans la contre-partie, il faudrait une très forte mise de fonds et les petites firmes ne pourraient guère survivre. Quelques très puissantes firmes feraient seules le commerce du grain et l'effet heureux de la concurrence serait atténué.

Les deux directeurs de banque entendus ont confirmé ces dires. Ils ont affirmé que leurs institutions avaient l'habitude d'exiger que leurs clients vendant aux éleveurs de tête-de-ligne garantissent leur grain par la contre-partie. Dans ces cas, elles ne demandaient qu'une marge de 10 à 15 p. 100. Elles n'ont pas demandé au syndicat du blé de recourir à la contre-partie pendant la saison dernière parce qu'elles estimaient que le cours initial de 60 cents que le syndicat avait fixé quand le blé cotait \$1, était prudent.

Cependant, il ne s'ensuit pas qu'advenant l'abolition des opérations à terme et l'impossibilité de faire de la contre-partie, les banques ne pourraient plus financer la vente du grain. Cela signifie simplement que le risque des prêts étant beaucoup plus grand, la garantie devrait être plus élevée et la marge plus forte. Les banquiers ont convenu qu'un individu solvable pourrait emprunter quand même jusqu'à concurrence de 50 ou 60 p. 100. Mais, pour cela, “il n'offrirait en nantissement que son blé et ses propres yeux bleus” pour répéter le langage pittoresque dont on s'est servi.

Il s'ensuit que l'abolition des opérations à terme nuirait beaucoup au financement de la vente du grain et diminuerait sensiblement les avances que les banques consentent aux négociants. Cela ferait passer le commerce à quelques gros négociants et diminuerait la concurrence.

(e) *Le cultivateur.*

Les témoins ont été presque unanimes à déclarer qu'un grand nombre de cultivateurs doivent vendre leur blé aux premiers jours de l'automne pour faire face à des échéances. D'autres vendent leur blé parce qu'ils estiment que le conserver c'est spéculer à la hausse, ou encore parce qu'ils croient que le prix de début est le plus avantageux. Les estimations individuelles de la quantité moyenne de blé détenue par le cultivateur furent très différentes, mais on a versé au dossier un état basé sur les rapports de vingt compagnies d'élevateurs. Cet état fait voir les achats et les récépissés mensuels des années agricoles de 1929-30 (voir Appendice IX (a).) Nous citons les chiffres suivants tirés de cet état:

	<i>Pourcent de livraisons de grain acheté par les compagnies</i>
Fin août..	45.85
“ septembre..	59.00
“ novembre..	75.78
“ avril..	80.94

On notera que vers la fin de novembre plus des trois-quarts du blé que les cultivateurs avaient livré aux compagnies avaient été vendus et se trouvaient en possession des commerçants. Un témoin a déclaré qu'environ 45 p. 100 des cultivateurs gardent leur grain aussi longtemps que possible, mais que la plupart sont forcés de le vendre. “Le cultivateur moyen ne peut garder son grain parce qu'il n'a pas d'argent.” Quand on a signalé, au cours des témoignages les cas de cultivateurs qui gardaient leur grain au delà des mois d'automne, on a expliqué qu'ils disposaient des capitaux nécessaires.

On a exprimé l'opinion que même si le cultivateur avait les moyens de vendre son grain à ce qui paraissait la meilleure époque, il obtiendrait le meilleur prix, si sa récolte était hâtive, en la vendant immédiatement. Cependant, dans les cas où les travaux de battage sont tardifs, on a constaté une inclination générale à garder le grain, si possible, parce qu'on croyait qu'on en obtiendrait un prix plus avantageux. Un cultivateur a déclaré qu'il vendait la moitié de sa récolte à l'automne et le reste au printemps pour en établir un prix moyen.

L'existence d'une tendance générale chez les cultivateurs à garder davantage leur récolte pour la vendre plus tard ou bien à l'écouler plus rapidement semble dépendre de certains facteurs opposés. On a signalé que le perfectionnement du moissonnage mécanique—camions-tracteurs et combinés—et la nécessité où se trouve le cultivateur de vendre sa récolte le plus tôt possible impliquent que la plus grande partie de la récolte pas-

serait de bonne heure aux commerçants. Par ailleurs, le gérant d'une compagnie d'élevateur a exprimé l'opinion que les cultivateurs ont actuellement tendance à garder plus de grain qu'autrefois. Son opinion reposait sur le fait que les cultivateurs ont plus d'argent et sont mieux renseignés sur les marchés à terme.

Quelques cultivateurs ont dit qu'ils avaient l'habitude de vendre leur propre blé et d'en acheter à terme. Ils s'exemptaient de cette manière les frais d'entreposage et pouvaient revendre le blé acheté à terme quand ils en croyaient le prix avantageux. Un cultivateur, qui suivait cette méthode, a dit qu'il avait l'impression d'étudier le marché de plus près que la majorité, des cultivateurs.

Il semblait exister une opinion très répandue que, lors de l'effondrement des cours, des spéculateurs avaient perdu de grosses sommes dans la spéculation pure et simple en achetant et en gardant du blé dans l'attente d'une hausse. Le vice-président des Cultivateurs-Unis de l'Alberta a signalé, d'une façon très frappante, aux audiences de Calgary cet aspect de la question: "Le prix du blé, a-t-il dit, "particulièrement lorsque la récolte s'annonce bien, est ce qui préoccupe le plus des milliers et des milliers de nos gens. Conséquemment, il n'y a pas lieu de s'étonner que l'idée de faire de l'argent à la Bourse des grains les intrigue. Tenant compte des luttes qu'ils ont à soutenir d'une année à l'autre contre les insectes destructeurs, la sécheresse, la grêle, la gelée et parfois trop de pluie et de la neige, plusieurs cultivateurs ont fini par considérer la culture du blé comme un jeu de hasard. Quand ils voient des individus réaliser des profits et même s'enrichir à spéculer sur le blé, plusieurs se laissent entraîner et ne cherchent plus à distinguer entre ce qu'ils estiment deux genres de jeu."

On a soumis des estimations impressionnantes des pertes que les gens de l'Alberta et de la Saskatchewan ont subies en spéculant sur le blé à terme durant les douze mois antérieurs à juin 1930, mais nous n'avons pu nous convaincre qu'elles reposaient sur des données autorisées.

Un autre témoin a soutenu que le nombre de cultivateurs de l'Ouest qui spéculent sur le grain à terme est de beaucoup inférieur à celui qu'on suppose généralement. Un relevé des registres de sa compagnie indique que moins de 1 p. 100 des cultivateurs qui vendent leur grain à l'un de ses trois cents trente éleveurs emploient leur argent à spéculer à terme. Son témoignage ne contredit pas les estimations des pertes subies par des cultivateurs qui ont spéculé, mais si on concilie les affirmations sur ce sujet, la conclusion s'impose que ces cultivateurs ont subi des pertes assez lourdes. Selon un témoin, "le cultivateur est presque toujours un haussier", et il s'ensuit que la baisse lui a sans doute porté un rude coup.

(f) *Le syndicat.*

Le président de l'Agence centrale de vente du syndicat a dit que le syndicat n'avait pas eu recours à la contre-partie telle qu'on l'entend couramment, mais qu'il avait acquis à certains moments de grosses quantités de grain à terme en compensation de ventes au comptant. Il a ajouté que le syndicat, selon la pratique du commerce, ne liquidait pas toujours immé-

diatement ces contre-parties. Il en résultait que le syndicat ayant vendu une certaine quantité de grain au comptant, s'engageait à accepter livraison d'une quantité équivalente à terme. Il a déclaré que le syndicat avait acheté de grosses quantités de blé à terme afin de stabiliser le marché.

(3) CERTAINS ASPECTS DU FONCTIONNEMENT DU SYSTÈME

(a) *Contre-partie et assurance.*

Tout le monde a convenu que la contre-partie par opérations à terme est une forme d'assurance. Le régime est sans doute peu coûteux et efficace même si la protection qu'il procure n'est pas toujours absolue.

On peut diviser l'assurance ou l'acceptation du risque en trois catégories:

- (1) Quand il existe comme dans l'assurance-vie, un dédommagement mathématique comportant un calcul du pourcent indispensable à faire face à un risque donné.
- (2) Le genre loterie où il n'existe pas de rapport mathématique de la perte totale ou du gain total à la prime totale payée.
- (3) Un autre genre qu'on peut appeler à mi-route entre les deux catégories susmentionnées où les récompenses sont imputables en partie aux calculs et en partie à la chance, où seul l'homme qui fait un mauvais calcul paie une prime en définitive.

On peut ranger l'assurance par contre-partie dans la troisième catégorie bien que certains témoins aient préféré la classer parmi les loteries. C'est pourquoi ils ne l'ont pas approuvée. Ils ont admis qu'elle pourrait être efficace, mais ont soutenu que ce n'est pas une assurance sûre ou satisfaisante parce qu'elle est à base de spéculation, et de jeu.

On a plus d'une fois suggéré à des témoins que l'on pourrait introduire un élément de certitude dans l'assurance contre la fluctuation des cours en basant le risque sur des probabilités mathématiques plutôt que sur des manœuvres spéculatives. On a demandé si l'établissement d'une grande compagnie d'assurance internationale ne garantirait pas de tous les risques moyennant le versement d'une petite prime individuelle. Un tel projet lancé au bon moment, c'est-à-dire, à une période où les prix sont comparativement stables, ne pourrait-il pas atteindre une situation solide grâce à une accumulation suffisante de primes? Ce régime serait-il plus impraticable que l'assurance contre les explosions où les risques doivent également être répartis sur une longue période?

Nous avons constaté que l'accueil fait à un tel projet était peu encourageant. Il n'a guère suscité d'intérêt. On a rapporté deux cas où il fut quelque peu étudié, et on s'y est opposé parce qu'il n'était pas praticable et qu'il nécessiterait une prime trop élevée. Ainsi, aux Etats-Unis, à l'heure actuelle, le taux imposé simplement pour assurer le blé contre l'honnêteté d'un commerçant régional s'établit à 5 p. 100. A quel chiffre faudrait-il fixer le taux pour assurer le blé contre la fluctuation des cours? Un témoin a déclaré le projet utopique.

Les adversaires de l'assurance par contre-partie préfèrent s'appuyer sur un système où le producteur assume son risque, lui-même ou collectivement. Ce dernier mode est préféré. Le Dr Alonzo Taylor, directeur de l'Institut des recherches sur les produits alimentaires de l'Université Leland, de Stanford, Californie, a déclaré que sur la côte du Pacifique, où l'on fait très peu la contre-partie, les meuniers, les exportateurs et les détenteurs de blé assument eux-mêmes leurs risques. Il en résulte une grande incertitude. Les profits et les pertes sont également élevés. Sans l'assurance de la contre-partie ils doivent disposer d'un capital considérable et s'adresser à un banquier clairvoyant. Naturellement, ils auraient pu mettre leurs risques en commun pendant un certain nombre d'années, toucher une prime les bonnes années et compenser les pertes des mauvaises. En effet, le Dr Taylor a affirmé qu'ils avaient étudié un tel projet et l'avaient trouvé mathématiquement praticable, mais l'avaient repoussé parce qu'il fausserait la concurrence.

On ne peut déterminer comment un tel système se comparerait au système du coût indirect ou direct par lequel on fait passer le risque par la contre-partie à un groupe de spéculateurs, mais on sait que dans un tel cas les adversaires du système assument entre eux tous les risques et leur prime nette n'est payée par aucun spéculateur malheureux.

(b) L'écart des cours.—Prix à terme de Winnipeg comparés aux prix du comptant et aux prix mondiaux.

Bien que l'on puisse acheter du grain au comptant en divers endroits, l'expression "prix au comptant" a ordinairement un sens restrictif et signifie le prix du grain emmagasiné dans un élévateur de tête-de-ligne à Fort-William ou à Port-Arthur. Ce prix s'écarte du prix à terme à différentes époques de l'année selon l'influence qu'exercent divers facteurs. Par exemple, après la clôture de la navigation des Grands lacs, un acheteur de blé entreposé à Fort-William devra ordinairement le garder à cet endroit jusqu'à l'ouverture de la navigation. Cette opération entraîne des frais d'entreposage et d'assurance. Le tarif de ces frais s'établit à un trentième de cent par jour. Il faut aussi compter l'intérêt du capital engagé dans l'opération. Dans ces conditions, l'écart entre le prix au comptant du blé entreposé à Fort-William et le prix à terme du blé de mai est normalement assez grand pour compenser les frais d'entreposage jusqu'au jour où l'on pourra l'expédier. Cependant, si les frais d'entreposage entrent en compte, le cours au comptant ne peut guère tomber de plus d'un huitième de cent au-dessous du cours à terme.

A d'autres époques durant la saison des expéditions maritimes, le blé emmagasiné à la tête des Lacs peut commander une prime sur le prix courant ou le prix à court terme. Cette prime peut résulter de l'encombrement dans l'est, dans les ports maritimes, ou encore dans les ports de la baie Georgienne. A d'autres moments, une prime peut résulter du manque d'une quantité quelconque pour combler le vide réservé à cet envoi, à Port-Arthur ou à Fort-William. Lorsque l'une quelconque de ces situa-

tions se produit, on peut payer une prime de trois ou quatre cents le boisseau sur le prix à terme. On a même versé des primes beaucoup plus fortes dans des circonstances exceptionnelles.

Tous les témoins qui ont abordé la question ont déclaré que les principaux marchés de grain sont solidaires. Des tendances se manifestent sur une place donnée, mais par le transfert des opérations sur le marché le plus favorable, c'est-à-dire par l'arbitrage, les autres places réagissent sur celle-ci dans le sens de la stabilisation et ramènent les cours à la normale. Quant à la place de Winnipeg, on a déclaré que des causes particulières ou l'opinion particulière pourraient y faire la hausse à l'occasion sur les cours mondiaux, mais que ces cours ne pourraient fléchir et qu'on n'a pas constaté qu'ils aient jamais fléchi de plus d'une fraction au-dessous de la parité de Liverpool. On a cité comme exemple frappant de la hausse de Winnipeg au-dessus des cours pratiqués à Liverpool les conditions qui ont existé durant l'été et l'automne de 1929. Les graphiques soumis (voir Appendice III) qui indiquent séparément les cours de Liverpool et ceux de Winnipeg comparativement à ceux des récoltes mondiales, indiquent qu'un rapport général étroit existe entre ces marchés. Un autre graphique des cours quotidiens d'août, septembre, octobre et novembre 1928, alors que le volume de blé livrable au Canada a dépassé le chiffre de toute autre période correspondante, indique un rapport très étroit entre ces deux marchés durant cette période. Cette liaison est conforme aux opinions exprimées. (Voir Appendice IV.)

Ce rapport entre les principaux marchés de grain dont les témoignages établissent l'existence, et que les facilités de négoce et les différentes opérations spéculatives et de contre-partie contribuent à maintenir, est un facteur de première importance du problème de la vente du grain. Il est la résultante des conditions mondiales de l'offre et de l'opinion mondiale des valeurs qui tendent à établir un niveau uniforme des cours sur tous les marchés. Une surabondance sur un marché tend à se répartir sur les autres et un manque sur un marché tend à être compensé par les autres.

Ce qui attire naturellement l'attention des producteurs de la région atteinte, et la chose peut paraître arbitraire et prêter à soupçon, ce sont les circonstances dans lesquelles la hausse des cours sur une place, résultant de facteurs particuliers, est enrayée ou encore est suivie d'une baisse imputable à des facteurs d'autres marchés. Par contre, lorsque des facteurs d'autres marchés interviennent pour maintenir les prix ou les relever, ils restent ignorés. Ces répercussions doivent se produire dans un système de marchés solidaires et il importe de s'en rendre compte.

(c) *Nature et effet de la spéculation accrue sur un marché à la hausse.*

On a pressé des témoins de questions sur ce qui arrive quand un grand nombre de nouveaux venus débutent sur un marché décidément orienté vers la hausse. On leur a demandé aussi quels étaient les baissiers qui pouvaient équilibrer des cours si rapidement et quelquefois si obstinément en hausse. Pour commencer, il était manifeste que des témoins engagés à fond dans ce commerce éprouvaient quelque difficulté à expliquer la

considérable augmentation de la vente. On a admis qu'un nombreux public se lançait sur le marché et qu'il se composait invariablement et presque entièrement de haussiers. Les agents de change de la place semblent avoir en ces circonstances une majorité de clients à la hausse, et à première vue, il semble que les haussiers soient actifs seulement sur la place tandis que les baissiers sont disséminés dans le monde entier. Cependant, nous avons fini par constater que les principales méthodes suivies dans la liquidation des affaires des clients étaient les suivantes :

Une forte quantité du grain qui se trouve effectivement dans les élévateurs à une époque quelconque (*voir* le paragraphe 2 (e) susmentionné) appartient au cultivateur et y est gardé pour lui sans garantie de contre-partie. Ce grain s'écoule rapidement lorsque le marché est à la hausse. L'individu qui l'achète effectue en même temps une vente à terme. Conséquemment, quand le marché était à la hausse, la quantité de grain garanti par contre-partie augmentait beaucoup. Quant aux opérations financières, le mouvement a pour résultat d'augmenter les disponibilités en banque des cultivateurs et de diminuer celles des compagnies d'élevateurs. Mais, les banques sont en mesure de prêter de plus fortes sommes aux exploitants d'élevateurs à même les nouveaux dépôts des cultivateurs. Il ressort de certains témoignages que si le cultivateur spéculait rarement à la baisse, il apprend l'avantage de vendre son grain rapidement. Conséquemment, le débouché ouvert à son grain sur le marché de la contre-partie pour contrebalancer l'activité des haussiers se rétrécit. La deuxième source d'activité est que plusieurs qui ont acheté à des cours inférieurs encaissent leurs profits. Naturellement, ceci n'augmente pas le volume total de la contre-partie, mais elle permet de faire face à la demande publique toute nouvelle de l'extérieur si les contre-partistes se retirent du marché.

En troisième lieu, les arbitragistes professionnels profitent immédiatement des écarts déterminés par la hausse sur le marché local, et l'appétit des haussiers à un endroit est silencieusement satisfait, grâce à l'arbitrage des autres marchés sur lesquels, par hypothèse, les cours sont plus bas. Il est évident qu'une très forte demande peut se produire sur une place sans qu'un changement très perceptible se produise sur d'autres. Puis, des stocks invendus de blé argentin ou australien, ou des stocks sur mer qui n'avaient pas été jusqu'ici garantis par la contre-partie, peuvent être vendus à cours de hausse, et il se peut que les contre-parties qui en résultent envahissent le marché de Winnipeg. Il se produit naturellement des transferts de contre-partie d'autres marchés de contre-partie sur celui-ci.

Enfin, le spéculateur professionnel qui ne craint pas de prendre position à la baisse quand les haussiers se composent d'un groupe de petits spéculateurs, pourra combler l'écart. Comme le dit l'un des témoins, les marchés de blé mondiaux sont tellement solidaires que nulle spéculation remarquable sur le blé à terme ne peut se produire sur un marché donné sans avoir des réactions rapides sur le blé au comptant et non garanti par la contre-partie sur tous les marchés, car le marché à terme reflète mieux les conditions mondiales que toute autre.

L'un des commissionnaires en grain qui était aussi un arbitragiste et un spéculateur croyait que le gros des baissiers se composait des spéculateurs, de nouveaux contre-partistes, des vendeurs à terme, des cultivateurs qui vendent aux éleveurs régionaux, des cultivateurs qui vendent leur grain immobilisé à Fort-William, des marchands de Liverpool qui croient que le blé canadien est trop cher, et des importateurs d'outre-mer.

Le gérant de la Chambre de compensation a déclaré qu'une infinité de personnes étaient prêtes à vendre du blé. "Je conçois parfaitement qu'un homme établi à Liverpool disposant de cent mille boisseaux de blé acheté pour le moulin et qui ne peut vendre la farine à un prix équivalent à celui du blé, se retourne et vende son blé. On me dit que cela est arrivé souvent."

Nous nous sommes efforcés de nous assurer, autant que possible, si des mouvements de hausse caractérisés étaient déclenchés et poussés par des spéculateurs, pour y attirer des petits spéculateurs d'occasion et si le grand public s'y engouffrait et si les instigateurs de ces mouvements, après les avoir déclenchés, en prenaient avantage en retournant leurs positions. Le Dr Duvel qui a traité du marché à terme de Chicago du mois de mai 1926, a publié l'ouvrage le plus précis sur cette question. Il est utile de donner ses conclusions parce qu'en séparant les spéculateurs selon l'importance de leurs opérations et en constituant un groupe de huit gros spéculateurs et un deuxième de plus petits, il en est venu à la conclusion que le groupe des spéculateurs importants dirigeait le marché.

"En opposant la courbe," a dit le Dr Duvel, "des huit gros spéculateurs à celle des quinze firmes de compensation, on se rendra compte que la position en Bourse des petits spéculateurs évolue en général en sens inverse de celle des gros spéculateurs. Il est évident que quelqu'un doit acheter les jours où les gros commerçants vendent, et attendu que les contre-partistes ne changent de position que graduellement, que les accompagnateurs 'équilibrent' à la fin de la séance, et que les arbitragistes ne s'intéressent qu'aux changements relatifs des prix, il s'ensuit que le groupe qui doit acheter se compose des plus petits spéculateurs. L'observation significative à faire sur le diagramme 9 est le rapport opposé qui existe entre les deux courbes de la position nette et la courbe des prix. La courbe de la position nette des huit négociants change presque toujours en rapport direct avec les changements de cours; celle des quinze firmes change en rapport inverse avec les changements de prix. On a déjà examiné le rapport direct entre le prix et la position nette des huit plus gros négociants. En comparant la statistique relative à ces positions, on a constaté qu'elles correspondaient directement* jusqu'à concurrence de $+0.69$, avec une erreur probable de $+0.03$. Quand on fait correspondre les quinze firmes représentant les petits spéculateurs aux prix, on constate qu'elles correspondent inversement jusqu'à concurrence de -0.74 , avec une erreur probable de $+0.02$.

* $+1.0$ indique la corrélation directe parfaite, et -1.0 la corrélation indirecte, 0 l'absence de tout rapport. Toute fraction excédant .5 prend de l'importance.

On a établi ces deux corrélations pour la période du 22 octobre 1925 au 26 avril inclusivement. C'est la période où le total des ventes de blé livrable en mai a dépassé celui des ventes de tout autre terme."

"Plus le volume des opérations nettes des spéculateurs particuliers est gros, plus elles agiront sur les cours. Par contraste, les cours du terme suivent en général une direction opposée aux opérations du petit et du moyen spéculateur, du 'public'."

"Les renseignements communiqués indiquent que la manière d'opérer plutôt que la quantité agit de façon décisive sur les cours. Le diagramme 2 révèle la grande différence entre vendre 5,000,000 de boisseaux de blé à terme en un jour et la même opération répartie sur plusieurs. Le diagramme 8 révèle la différence essentielle entre l'achat ou la vente de 5,000,000 de boisseaux faite par plusieurs centaines de petits spéculateurs qui donnent par intermittence des ordres à exécuter 'au cours' et l'achat ou la vente d'une quantité égale par un ou deux individus qui dirigent de près l'exécution de leurs ordres et en notent l'effet sur le prix."

En cherchant à établir si ces résultats sont typiques, nous n'avons rien trouvé qui révèle qu'ils se soient reproduits par la suite, ou si des conditions analogues existent à Winnipeg. Il appert de la preuve (1) et (2) des graphiques du Dr Duvel que les spéculateurs exercent une influence puissante sur ces résultats et que la corrélation serait bien moins frappante si on les éliminait des calculs. Il n'existe pas de preuve que des spéculateurs tels que (1) et (2) de Chicago existent à Winnipeg. Toutefois, ces résultats ont subi une certaine critique d'ordre technique tendant à indiquer que l'on ne devrait pas leur donner trop d'importance. Le Dr Alonzo Taylor a signalé que le gros public envahit tellement le marché qu'il enlève tout contrôle aux soi-disant gros spéculateurs et que leur petit groupe ne contrôle ni manipule plus la cote. "D'une analyse particulière des deux rapports les plus récents, il ressort que les gros spéculateurs opèrent presque autant en hausse qu'en baisse, de sorte qu'une opération contrebalance l'autre. Le gros spéculateur dérange mais ne régit pas les prix du marché." A son avis, le résultat des études du Dr Duvel indique que l'influence qu'ils exercent sur les cours est faible et très transitoire. Leur influence étant contraire aux facteurs mondiaux du marché serait rapidement annihilée par eux. S'il en était autrement, les cinq spéculateurs pourraient accaparer tout l'argent de l'univers s'ils ne se trompaient jamais. Cependant, ces gros spéculateurs n'accumulent pas de si grandes fortunes. Il arrive à l'occasion que l'un d'eux perd tout et cesse ses opérations."

Certains doutent que des observations basées simplement sur des positions de clôture, même notées chaque jour, reflètent réellement la situation. "Parce qu'un spéculateur était en bonne posture en fin de séance, il ne s'ensuit pas qu'il ait été heureux toute la journée."

Somme toute, l'impression que nous a laissé l'ouvrage du Dr Duvel tend à confirmer l'opinion générale que le spéculateur avisé ayant de fortes disponibilités et en mesure d'agir vite peut pendant une courte période avoir l'avantage sur les petits spéculateurs qui se basent sur des

'tuyaux', une poussée générale, et qui ne changent pas et ne peuvent changer rapidement leurs positions. Le fait que plusieurs donnent leurs ordres à leurs agents de change, avec instruction de les exécuter à un cours donné ou plus élevé, signifie que leurs ordres sont presque toujours automatiquement exécutés au cours spécifié, tandis qu'un individu dirigeant ses propres opérations peut tirer profit d'un écart léger.

(d) *La vente à découvert provoque-t-elle la baisse?*

Les représentants du commerce du grain ont répondu à cette question que la vente à découvert ne produit pas artificiellement la baisse. Permettre les achats spéculatifs et défendre ou restreindre du même coup les ventes spéculatives renverserait indûment l'équilibre du marché et le détruirait entièrement à la longue. "La vente à découvert ne peut assurer un approvisionnement fictif de grain. Si elle a pour effet immédiat la dépression des cours, son effet ultime doit être contraire, car le vendeur à découvert devient automatiquement et obligatoirement un acheteur." Aucun témoin spécialisé dans le commerce de grain n'a pu se rappeler une circonstance où l'on ait tenté de déprécier les cours indûment à Winnipeg. De la statistique générale dont la Commission a pris connaissance, il semble que durant les dix ans qui ont précédé la guerre et les dix ans qui ont suivi l'ouverture du marché à terme après la guerre, le prix moyen chaque année a monté ou baissé en général selon l'augmentation ou la diminution relative de l'approvisionnement mondial en blé et les fluctuations de la valeur de l'argent. Nul déséquilibre remarquable du niveau des cours pendant ces années, soit à la hausse, soit à la baisse, n'a été révélé. Pour l'oscillation des cours, la Commission n'a examiné que les études du Dr Duvel sur l'administration des marchés du grain à terme aux Etats-Unis.

(e) *La vente des boisseaux "fictifs". Spéculation et contre-partie.*

Les négociants de grain entendus ont affirmé qu'il fallait susciter beaucoup d'intérêt à la spéculation pour créer un marché suffisant et immédiat pour la contre-partie, particulièrement lorsque ses ventes sont supérieures à ses achats. Personne n'a sérieusement mis en doute ces affirmations. Il n'existe pas d'opinions définies sur l'importance minima d'intérêt spéculatif indispensable à la création de ce marché. On s'est accordé à dire qu'il fallait que les "opérations spéculatives d'achat et de vente fussent très nombreuses" pour créer toutes les facilités indispensables aux opérations de contre-partie. Plusieurs témoins ont exprimé l'opinion que plus les opérations étaient nombreuses, et, par conséquent, plus l'importance totale des opérations était grande, plus le marché devenait stable et utile.

Le total des opérations à terme sur le grain comparé au volume réel de grain, prête souvent à la critique. Aussi, importe-t-il que nous établissons jusqu'à quel point les deux sont liés et que nous tirions la situation statistique au clair pour obtenir la véritable portée des chiffres.

Le contrat "à terme" ou "à forfait" stipule que la livraison du grain devra s'effectuer au cours de certains mois désignés à l'avance, et il se distingue en cela du contrat "au comptant" par lequel on vend ou on achète une

quantité donnée de grain de qualité spécifiée livrable et payable immédiatement, à moins qu'il n'en ait été autrement convenu. Bien que l'on dise que l'on achète et que l'on vende du grain à terme, il est bon de rappeler ici pour la claire compréhension de ce problème, que les opérations ne portent que sur la passation et le transfert des contrats.

Le rapport final de ces contrats au disponible de grain, lorsque survient le mois où la livraison doit s'effectuer, est le point important, plutôt que le nombre de contrats passés ou transférés survenus dans l'intervalle.

Peuvent vendre sur le marché à terme ceux qui possèdent une quantité réelle de grain et qui se proposent de le garder jusqu'au mois fixé pour la livraison, et alors de le livrer conformément à leur contrat, ou encore ceux qui, possédant une quantité réelle de grain, désirent se garantir temporairement sur le marché à terme jusqu'à ce qu'ils trouvent un acheteur de leur grain au comptant. D'un autre côté, peuvent acheter sur le marché à terme les négociants et meuniers qui désirent prendre livraison de grain le mois spécifié au contrat, et les individus qui veulent se garantir jusqu'à ce qu'ils aient pu s'assurer du grain de la qualité désirée et à l'endroit qu'ils désirent. Ce sont les opérations des catégories citées ci-dessus, faites d'abord pour atténuer le risque d'une fluctuation des cours, qui sont appelées des "opérations en contre-partie". Toutes les autres catégories de contrats à terme peuvent être groupées sous le terme générique de spéculations, en tant qu'elles impliquent l'acceptation d'un risque.

Sur des places comme Chicago et Winnipeg, le nombre des opérations à terme d'un jour est élevé. Le volume total des affaires d'une journée, d'un mois ou d'une année, est ordinairement comparé à la quantité réelle de grain qui peut faire l'objet d'opérations en contre-partie, et le nombre de fois que le premier contient ainsi ce dernier est un coefficient indiquant le nombre de fois que la quantité réelle de grain a été vendue ou achetée. L'abus apparent de ces opérations, ou, comme plusieurs témoins les ont décrites, la vente de ces boisseaux "fictifs", exerce, ainsi que le supposent certains, une pression de baisse sur les cours. Il existe dans le public une grande erreur, d'abord sur le nombre d'opérations nécessaires pour faire parvenir au consommateur une quantité de grain objet d'opérations en contre-partie, et sur ce qui constitue la nature et les effets des différentes formes d'opérations spéculatives.

La plus simple de toutes les opérations en contre-partie, celle par laquelle le grain passe directement du premier acheteur au dernier, comprend deux opérations à terme complètes. Une opération aussi simple est rare. Le grain change ordinairement plusieurs fois de mains avant de parvenir au consommateur, et comme chaque changement est accompagné d'un transfert des contrats en contre-partie qui apparaissent en définitive comme un achat et une vente à terme, le volume des affaires se trouve ainsi augmenté. On peut aussi reporter d'un mois sur l'autre l'échéance d'un contrat à terme, selon la durée pendant laquelle on garde le grain avant de le livrer à la consommation, et chacun de ces transferts ou reports apparaît comme un nouvel achat et une nouvelle vente. Il faut également tenir compte, dans l'augmentation du volume des affaires, de

l'arbitrage d'un mois sur un autre, ou d'un marché sur un autre, lorsque les acheteurs ou vendeurs veulent tirer avantage des différences momentanées des cours pour se refaire des frais d'entrepôt du grain qui doit être gardé pendant une longue période. Enfin, même lorsque le contrepartiste est membre de la Bourse, il peut donner à un agent de change l'ordre d'acheter ou de vendre. Et le transfert de ce contrat à son client, porté au registre de la Chambre de compensation, doublera le nombre des opérations.

La Commission a voulu connaître l'opinion de témoins d'expérience sur le nombre normal d'opérations à terme que comporte la compensation du risque par la contre-partie sur une quantité donnée de grain, ou ce que l'on pourrait appeler le multiple normal du grain que donnerait le chiffre du volume des opérations à terme, sans qu'intervienne une spéculation excessive. Selon l'estimé convenable le plus bas, le blé garanti par opérations en contre-partie peut l'être par quatre ou cinq opérations en moyenne et même davantage, et peut faire l'objet de huit opérations sans qu'il y ait eu spéculation. Dans la salle de cours de l'université du Minnesota, on nous a informés qu'on acceptait un multiple de douze à quinze fois "la quantité de blé". D'autres témoins pouvaient compter de seize à vingt opérations en contre-partie sur un lot de blé. Personne cependant n'était en mesure de dire de combien plus élevé devait être ce multiple pour admettre que la spéculation était excessive sur le marché.

Les commandes affluant tous les jours sur le marché et venant de ceux qui veulent effectuer des achats et des ventes en contre-partie, peuvent ne pas synchroniser exactement ou ne pas porter sur des sommes égales. Cette particularité s'applique à toutes les catégories d'ordres et aux ordres en général. Mais les accompagnateurs sont prêts à relier ces intervalles et accepter ces quantités inégales en achetant ou en vendant lorsque les cours ont tendance à accuser la moindre différence. Ces opérations à petit bénéfice constituent une proportion importante du volume des opérations de chaque jour, et elles contribuent à maintenir la disponibilité du marché, tout en atténuant les oscillations.

Il y a enfin les arbitragistes dont nous avons déjà mentionné les opérations.

L'ensemble des opérations de tous ces agents constituent le volume des opérations à terme. Il est évident que l'activité produite par la passation et le transfert de tous ces contrats dans ces conditions nous éloigne de l'offre et de la demande directes, sur le marché des ventes au comptant, d'égales quantités de grain disponible. Cette proposition semble vraie quand on considère le volume des affaires d'un seul jour, et elle devient encore plus évidente quand on additionne les chiffres de chaque jour pour former un total mensuel ou annuel. En définitive, les contrats nets échus peuvent fort bien, après une journée d'activité intense où le volume des affaires a été considérable, ne pas être changés, ou tout au moins n'avoir augmenté ou diminué que très peu. Le volume quotidien des affaires est attribuable autant aux opérations en contre-partie ou aux

retraits de contrats qu'à la passation de nouveaux. Les totaux mensuels ou annuels, bien qu'ils soient intéressants du point de vue statistique, ne peuvent plus avoir la portée qu'on leur prête.

La *Winnipeg Clearing Association* nous a communiqué des chiffres, indiquant jour par jour, du 1er mai 1929 au 31 mars 1931;

- (1) Le volume à la fin de la journée des opérations à terme sur le blé;
- (2) Le volume des opérations de chaque jour;
- (3) Le cours du blé à terme en fermeture;
- (4) Et la quantité de blé disponible dans les élévateurs régionaux, en transit à l'ouest de Fort-William et dans les élévateurs de tête-de-ligne canadiens, à la fin de chaque semaine de cette période.

Le volume moyen des opérations quotidiennes, au cours de cette période de 581 jours, a été de 23,488,464 boisseaux. Malgré cette activité, les changements apportés à la colonne des ventes au jour le jour étaient généralement de peu d'importance. Ce fut le 28 octobre 1929 qu'eut lieu le plus grand écart dans cette colonne, lorsque le total des ventes à terme était diminué de 4,283,000 boisseaux, le volume quotidien des affaires étant de 38,743,000 boisseaux. Dans la plupart des cas, la différence des contrats à terme n'était que de quelques milliers à quelques centaines de milliers de boisseaux.

Les contrats à terme pendant cette période ont été en moyenne de 53,360,914 boisseaux, et les opérations moyennes de chaque jour ont donc représenté 44.01 p. 100 du total des contrats à terme. Si l'on compare le total des ventes à terme à la quantité de grain au Canada disponible pour la contre-partie, ce qui ne comprend pas le blé sur les fermes, on constate que jamais les ventes à termes n'ont représenté un total égal à la quantité disponible de blé. Le jour de chaque semaine où les rapports sont établis, le blé à terme ressortait, en moyenne, à 34.09 p. 100 du disponible offert. Le pourcent le plus élevé a été de 75.8 p. 100, le 23 août 1929, lorsque les stocks de grain au Canada étaient relativement peu considérables.

Il convient d'être prudent dans les conclusions à tirer de ce rapport entre les ventes à terme et le disponible de grain. Apparemment, il semble qu'en moyenne pas plus d'un tiers du blé canadien disponible n'a été l'objet d'opérations en contre-partie, et que ces opérations forment le total des ventes à terme. Dans les registres de la Chambre de compensation, l'état détaillé des comptes ouverts représente les positions nettes des différents membres, mais les maisons de commission, dans leurs propres livres, peuvent fort bien avoir des comptes à la hausse pour quelques clients et des comptes à la baisse pour d'autres, tandis que la seule balance apparaît dans les rapports de la Chambre de compensation. Le grain dans les élévateurs régionaux et de tête-de-ligne dont les cultivateurs sont encore propriétaires n'est pas, pour la plus grande partie, garanti par la contre-partie, de même qu'une importante partie du grain dont le Syndicat est propriétaire ne l'est pas non plus. On a admis, au cours des dépositions, que ce Syndicat ne recourt pas, en général, à la contre-partie sur le blé qu'on lui livre, mais on a également admis qu'il y recourt lorsqu'il vend du blé

au comptant, en sorte qu'il a tout de même du blé à terme attribuable à la contre-partie. Tout en admettant que ces chiffres peuvent être de beaucoup modifiés, si l'on prend tous ces facteurs en considération, il est remarquable de constater un aussi important volume de grain disponible en regard de celui des ventes à terme.

Nous ne pouvons entreprendre une étude détaillée des rapports possibles entre les ventes à terme, le volume quotidien des opérations et les fluctuations des cours, mais le mois de juillet 1929 fut celui où le volume quotidien des opérations fut le plus élevé et où les cours furent le plus élevés, bien que le sommet des ventes à terme n'ait été atteint qu'au mois d'octobre suivant. Lorsque les cours étaient le plus bas, l'activité était moindre et les ventes à terme inférieures à la moyenne. Si l'on jette un coup d'œil sur les rapports de l'Administration du grain à terme des Etats-Unis, on constate une semblable coïncidence de grande activité correspondant à une période de cours élevés, et de moindre activité de dépressions des cours. Il y aurait peut-être moyen de déterminer les causes et les effets de ces rapports apparents, mais seulement après une étude approfondie, qui nécessiterait une plus grande connaissance des faits.

(f) *La spéculation et son effet chez les producteurs.*

Plusieurs agriculteurs nous ont signalé le fait, et nous croyons devoir en faire ici une mention spéciale, que le marché à terme accroît le goût de la spéculation, et qu'ainsi plusieurs agriculteurs, comme le public en général, spéculent et subissent des pertes démoralisatrices.

Les témoignages révèlent que plusieurs cultivateurs et beaucoup d'autres dans tout l'Ouest spéculent parfois sur le blé à terme. Ils débutent invariablement comme haussiers, sur un courant de hausse et en sortent toujours comme perdants. Le cultivateur spéculé, parce que son occupation journalière est liée à la production et à la vente du blé, et il est possible que son instinct resterait en sommeil et qu'il n'essuierait pas de revers s'il n'existait pas d'opérations à terme. Un témoin nous l'a déclaré—"Le cultivateur n'est pas aussi enclin à spéculer sur le pétrole que sur le blé. Il croit, à raison ou à tort, connaître mieux le blé." Un autre a dit à la Commission qu'il considérait le négociant en grains et le cultivateur comme les deux pires spéculateurs. Il a fait observer que les travaux auxquels ils se livrent tous deux dans la manipulation du grain sont de nature à les rendre trop impressionnables par les événements qui surviennent dans leur milieu, et qu'ils n'ont plus ainsi les notions ni la perspective nécessaires à mener leurs spéculations à bonne fin. Nous pouvons conclure de l'ensemble des témoignages que l'agriculteur moyen n'est pas suffisamment doué pour les spéculations de Bourse.

L'agriculteur, comme les autres spéculateurs, ne semble rien apprendre de l'expérience. Il désire gagner facilement de l'argent, et trop souvent il prolonge son essai et constate qu'en définitive il est toujours battu à ce jeu. Il n'est pas un véritable spéculateur, parce qu'il débute sans connaissances suffisantes des facteurs mondiaux des cours. C'est un joueur.

Les relevés communiqués par les témoins ne révèlent pas les pertes subies par les agriculteurs, comparées à celles subies par le public en général. Nous exagérerions beaucoup à prétendre, qu'en temps normal les agriculteurs qui spéculent sur le grain à terme sont presque aussi nombreux qu'en 1929, ou qu'ils subissent des pertes se rapprochant de celles qu'ils ont alors subies.

S'il est vrai que le marché à terme fonctionne dans l'intérêt des producteurs en général, en ce qu'il contribue à fixer un prix plus élevé du blé, nous pouvons difficilement le condamner parce que certains d'entre eux commettent l'imprudence d'y spéculer au lieu de se borner à la culture du grain, domaine plus solide et qui leur est plus familier. A la lumière de la preuve, nous pouvons aviser sans hésitation les cultivateurs et le grand public, et même avec insistance, que la spéculation sur le grain à terme est pour eux une opération dangereuse et démoralisante. Si, cependant, ils veulent entrer dans ce domaine et en assumer les risques, il ne nous paraît pas possible de les en empêcher, sans supprimer les opérations à terme, et détruire leur utilité à écouler le grain du producteur et à lui assurer un prix qu'il ne recevrait probablement pas, s'il en était autrement.

(4) PRÉCIS DES TÉMOIGNAGES SUR L'OBJET DE L'INFORMATION

Les témoins nous ont présenté l'ensemble du problème chacun sous un aspect particulier, car, ils se plaçaient chacun de son point de vue personnel pour décrire la façon dont ils utilisent le système d'opérations à terme. Aussi avons-nous éprouvé quelque difficulté, soit au début de leurs dépositions, ou à la fin, à leur poser la question principale: Quel est, selon vous, la répercussion du système des opérations à terme sur le prix versé au producteur? Assez souvent il était nécessaire de poser la question sous la forme négative: Qu'advierait-il s'il n'existait pas de marché à terme? Quelquefois il fallait établir la distinction entre les cours moyens et l'oscillation des cours. Il est intéressant de résumer brièvement les réponses des personnes ayant des intérêts aussi divers.

(a) *Le point de vue du cultivateur.*

Plus d'une vingtaine de cultivateurs ou d'individus au fait de l'agriculture ont témoigné pour eux-mêmes ou pour d'autres. Ils étaient à peu près en nombre égal pour et contre le système actuel. Quelques-uns tenaient que le principe des opérations à terme est économiquement faux, d'autres que son application est défectueuse; tandis que de nombreux témoins enfin étaient opposés au système des opérations à terme parce qu'ils songeaient à quelque autre méthode qui leur donnerait de meilleurs résultats. Un témoin très typique nous a expliqué que tout ce système a déterminé une fausse psychologie chez les cultivateurs, et qu'en tendant à augmenter la production, il amplifiait l'oscillation des cours; c'est pourquoi les cultivateurs ne peuvent plus obtenir leur "propre prix". Un autre éluda la question principale et aborda directement celle de la démoralisation causée par le jeu, son influence sur le public et sur les cultivateurs. Il exposa qu'il devrait exister quelque autre système qui, tout en permettant à l'agriculteur de

conserver son blé, ne comporterait pas ces désavantages moraux. Selon lui, un système opposé de réglementation donnerait les meilleurs résultats, un marché non réglementé viendrait en deuxième lieu, et, enfin, le système des opérations à terme était le pire de tous. On s'est aussi opposé au fait qu'un groupe organisé pouvait à son gré "orienter les cours sur la hausse ou la baisse", mais ce témoin a hésité à accepter la conséquence logique de sa théorie et à reconnaître qu'un marché non réglementé ou libre serait sujet à des oscillations plus fortes et que les recettes seraient moindres.

Un vieux cultivateur d'une grande expérience de la vie publique s'est exprimé ainsi:

Q. "Des individus, membres de la Bourse des grains, peuvent-ils déterminer un fléchissement ou une hausse des cours au détriment du producteur. Est-ce là votre prétention?"—R. "Oui, au détriment du producteur".

Q. "Comment y réussissent-ils? Comment provoquent-ils la hausse ou la baisse?"—R. "En se concertant pour acheter ou vendre au même moment de grandes quantités de grain".

Q. "Est-ce qu'ils se concertent et opèrent ainsi?"—R. "Je le crois. J'en conclus qu'ils peuvent orienter les cours sur la hausse ou la baisse".

Un autre d'une grande expérience de la culture et de la vie publique nous a dit: "Je ne considère pas les méthodes actuelles comme idéales pour écouler nos produits, et pour cette raison: la vente dans ces conditions est une opération spéculative, et là où la spéculation existe, sur un marché où il y a de gros spéculateurs, ces derniers manipuleront votre marché à certains moments. Je n'entretiens aucun doute à ce sujet-là, et quand le marché est ainsi dégonflé ou manipulé par de gros spéculateurs, les cours fléchissent. Je crois qu'elle (la Bourse des grains) devrait être constituée en corps public incorporé et assujettie à l'autorité publique. On ne devrait pas seulement l'observer de loin, mais la surveiller continuellement. Je ne demande pas une imbécile immixtion dans les affaires, ce serait une calamité. Je ne crois pas qu'il faille établir des règlements. Se savoir surveillée de près serait pour elle la meilleure sauvegarde."

Parfois un témoin agriculteur attaquait le système actuel du point de vue de l'économie pure:

"Je prétends de plus, a dit l'un d'eux, que le système permettant la spéculation est économiquement mauvais. Dans la mesure où la récolte de blé du Canada est garantie par les opérations en contre-partie, vendue à terme aux meuniers et aux spéculateurs, les capitaux du pays sont immobilisés sous forme de marges, et comme nous dépendons du public pour nous procurer des fonds et trouver des acheteurs sur le marché à terme, ces derniers sont incapables de le faire. Dans cette mesure le marché à terme ne peut plus fonctionner, ce qui se répercute d'ailleurs immédiatement sur le prix que l'agriculteur reçoit pour son grain."

Un autre témoin envisage ce problème du point de vue contribution à la production, et se demande: "Est-ce que la Bourse des grains produit quelque richesse?" Selon lui tout l'argent versé à cette institution doit provenir effectivement des revenus réels des "producteurs" au sens juste du

mot. Pour le bénéfice de l'agriculteur un témoin recommande d'abord un système alternatif quelconque, puis celui du marché à terme, et le dernier—et le pire—un système non réglementé ni réglé. Plusieurs ont exprimé l'opinion que le marché à terme influe beaucoup sur les fluctuations des cours "en les haussant plus haut et les faisant descendre plus bas". Leur thèse tend à conclure que la Bourse existe et travaille à son avantage depuis assez longtemps, et il ne s'ensuit pas que l'agriculteur doive nécessairement en souffrir. Un ou deux ont signalé comme principales raisons de "l'injustice des prix" le fait que "la récolte ne devrait pas être ainsi vendue deux ou trois fois... que seuls les propriétaires de blé devraient vendre du blé et qu'aucune somme ne devrait être versée sur des marchandises non vendues".

On a souvent commenté l'abus par les spéculateurs de ce système, pourtant utile, et on a formulé le désir de voir limiter les opérations à terme aux seuls producteurs de blé et d'améliorer le système par des moyens de contrôle. On a peu cherché à préciser les cas où une plus-value des cours n'aurait pas profité aux producteurs, et quand la chose s'est produite, elle paraît être survenue à un moment exceptionnel et peut s'expliquer.

En effet, si l'on fait exception des exposés purement théoriques communiqués, les agriculteurs ne nous ont signalé que deux ou trois circonstances particulières où on aurait abusé des cours du marché à terme. Un cultivateur à Calgary a cité le fait suivant comme un exemple d'abus: "Au cours de l'hiver 1925, je transportais du blé à l'élevateur par traîneaux à quatre chevaux. J'avais ainsi transporté un chargement de 160 boisseaux, si j'ai bon souvenir. La radio n'était pas alors répandue. La charge de la matinée fut livrée au prix du jour précédent. Je revins immédiatement après le déjeuner—environ deux heures plus tard—apportant un nombre égal de boisseaux de blé, de même qualité, et provenant du même grenier, mais ma charge valait \$22 de moins que celle de la matinée. Je ne pus comprendre un tel changement, sinon qu'il s'était produit quelque événement indépendant du producteur."

En cette occurrence, la diminution représentait une baisse d'environ 13 cents par boisseau. Il semble que le prix s'établissait alors à \$2.00 le boisseau et qu'il tomba graduellement à \$1.40 et \$1.35 après cette baisse. D'autres témoins ont aussi signalé ce changement des cours moyens comme une conséquence des opérations à terme.

Deux producteurs, l'un de Calgary l'autre de Régina, ont signalé à la Commission un cas typique de ce qui peut être considéré comme un abus. A un certain moment, des circulaires contenant des opinions sur le marché avaient conseillé aux cultivateurs d'accepter des acomptes sur leurs envois et de garder leur grain en prévision d'une hausse, les avertissant que le blé se vendrait \$2.25 le boisseau, l'orge, \$1.25, et l'avoine 95 cents. De telles opinions, a dit l'un des témoins, "ne sont pas des incitations directes, mais par déduction, elles contribuent à nous mettre sous l'impression que les cours vont monter".

En général, les agriculteurs qui attaquaient le système des marchés à terme préféraient dans leurs témoignages discourir sur une théorie générale d'injustices plutôt que sur des cas d'espèces où ils auraient pu démontrer qu'un individu avait subi une perte.

En répondant à la principale question, certains ont défendu le présent système. Un agriculteur n'osa pas dire que les fluctuations étaient trop ou pas assez prononcées, mais il avoua que le marché à terme "ne lui avait jamais causé de tort". Un autre cultivateur, doublé d'un spéculateur, dans un document très élaboré et très au point qui dénotait une grande connaissance de l'économie politique, à partir de Gregory King en remontant, défendit le marché à terme parce qu'il tend à niveler les cours, et déclara qu'il spéculait lui-même régulièrement sur le grain à terme. Il classe systématiquement ainsi qu'il suit les avantages du système; (1) il établit un marché toujours présent en tous endroits; (2) c'est un marché pouvant absorber de grandes quantités de grain; (3) un marché représentatif; (4) rapide; (5) régulier; (6) il rend possible la réduction au minimum des frais de manutention; (7) il rend l'industrie accessible aux petits capitalistes. et (8) il offre les moyens économiques de disposer des produits.

Un autre a déclaré que le marché lui avait été profitable, bien que sujet à des manipulations occasionnelles incitant le cultivateur à y jeter les sommes touchées lors de la vente de son blé: "Je n'y vois pas d'objection, et je ne connais pas d'autre système que je puisse lui préférer".

Un autre, un peu plus positif, "croit que c'est une excellente chose et qu'il serait peiné de la voir disparaître, bien qu'elle comporte des inconvénients". Il a rencontré nombre de gens qui y ont éprouvé des pertes: "Les gens s'y engagent, dit-il, y font des opérations ridicules, et veulent ensuite s'en dégager. J'aimerais pouvoir enrayer cela, mais ce système profite à ceux qui spéculent à bon escient". Se plaçant du même point de vue, un autre cultivateur a déclaré que le goût du jeu est inhérent à la nature humaine et que "si vous le faites disparaître ici, il reparaitra ailleurs. Nous ne pourrions d'ailleurs pas briser ce goût du jeu, et de plus nous perdriions en vain tous les avantages de ce système". Un autre prétendit que le système actuel constituait un élément de sûreté pour le cultivateur, car les acheteurs "pourraient facilement avilir les prix". Un dernier, enfin, assurait que le marché à terme lui avait été très profitable, et que l'agriculteur en profitait également pour obtenir un meilleur prix.

Les opinions exprimées furent accablantes pour les opérations à terme quand nous en fûmes à écouter ceux qui parlèrent au nom des cultivateurs en général,—tels les présidents des associations agricoles. Un de ces porte-paroles disait représenter au moins 50,000 associés, et un autre prétendait qu'une grande majorité des 84,000 membres de son association était prête à supporter ses allégations. Nous avons entendu quatre de ces interprètes, et il nous a paru difficile de déterminer exactement jusqu'à quel point leurs adhérents abondaient individuellement dans les opinions exprimées, combien ancrées pouvaient être ces convictions, ou encore combien de ces formules avaient été proposées par les chefs pour être ensuite acceptées passivement par la majorité. Il était évident cependant que les vues exprimées

au nom des cultivateurs étaient de beaucoup plus positives et catégoriques que celles des cultivateurs qui parlaient pour eux-mêmes. A la fin de notre enquête, nous étions cependant disposés à accepter leurs déclarations et à les considérer comme une tentative sincère d'exprimer les opinions de la majorité de leurs adhérents.

Un témoin, autrefois membre du Conseil d'agriculture et officier des *United Grain Growers*, a soutenu, au sujet de cette preuve collective, que les opinions formulées par les représentants des cultivateurs ne paraissaient pas tout à fait justifiées, et que ces témoins ne pouvaient exprimer, comme on s'efforçait de le faire croire, les opinions particulières avérées d'un aussi grand nombre de cultivateurs: la grande majorité des cultivateurs, ajoutait-il, n'était pas solidement convaincue des idées exprimées en leur nom. Nous pourrions ajouter ici que sa propre expérience comme cultivateur et officier d'une compagnie de grain de cultivateurs lui avait appris que le marché à terme fonctionnait au bénéfice des agriculteurs en général.

La principale objection posée par les représentants des organisations de cultivateurs contre le marché à terme consistait d'abord dans le fait que les cultivateurs étaient incités à spéculer et à perdre leur argent, et qu'en second lieu, il était au détriment des cultivateurs que le blé fût ainsi vendu plusieurs fois de plus qu'il n'était nécessaire.

Le vice-président des Cultivateurs-Unis de l'Alberta témoigna de la manière suivante: "Si la collectivité des agriculteurs canadiens de l'Ouest, qui dépend dans une si large mesure de la prospérité des producteurs de grain, doit être mise en état d'exporter intelligemment et avec succès, il est de toute nécessité que la Bourse des grains, avec tous les rouages des marchés à terme qu'elle met en mouvement, démontre son droit d'agir comme l'agent de vente du blé canadien. Ses opérations doivent être mises à jour, et il faudra ensuite prendre les dispositions que l'on jugera nécessaires. Nous ne pouvons pas actuellement savoir ce qui s'y passe... Les Cultivateurs-Unis de l'Alberta ont réclamé avec insistance depuis plusieurs années, à leurs congrès régionaux et provinciaux annuels, une enquête sur la Bourse des grains et la spéculation à terme sur le blé. Les opérations de vente du blé ont été entourées d'un mystère que des milliers de cultivateurs intelligents ont chercher en vain à percer pour savoir ce qui se passait... Les cultivateurs en ont conclu que l'intérêt fébrile des spéculateurs aux opérations à terme explique en grande partie l'anxiété avec laquelle on lit et compile les relevés des récoltes; ils ont souvent, pendant de nombreuses années, vu de bonnes récoltes mûrir dans les champs et lu les informations de presse sur les récoltes phénoménales, et pendant ce temps les cours fléchissaient toujours. Ils en ont déduit, à raison ou à tort, que le fléchissement des cours, qui les a frustrés de profits basés sur les cours antérieurs, a été déterminé non pas tant par une diminution de la demande venant d'acheteurs qui prévoyaient un surplus mondial avec prix bas correspondants que par les manœuvres des spéculateurs sur le marché à terme. Nous ne prétendons pas répondre à la question posée devant la Commission. Nous croyons désavantageux l'effet des opérations à terme sur le prix versé au producteur. Mais nous n'avons aucune preuve concluante, et nous

n'en aurons pas tant que les opérations de la Bourse des grains resteront enveloppées de mystère". Et il se résume ainsi qu'il suit: "Nous ignorons tout, nous ne pouvons rien savoir, et nous voudrions qu'on inaugurât un système qui pût nous donner des garanties".

La Commission croit que l'opinion énoncée ci-dessus peut représenter les vues d'un bon nombre de cultivateurs des provinces de l'Ouest.

Ce dernier témoin a fait grand état de la démoralisation causée par le jeu chez les cultivateurs. Il ne s'est pas occupé de rechercher si les meuniers pouvaient se passer du système actuel; d'où l'industrie tirerait ses capitaux; de la continuation de l'alimentation des marchés, ni de la protection contre le fléchissement des cours. Ce ne sont là pour lui que des "problèmes académiques". La principale chose pour lui, c'est que le blé, la base de production dans la vie d'un demi-million de cultivateurs de l'Ouest canadien, est devenu un facteur d'un problème complexe, dont le jeu est un élément si important que les producteurs, considérés individuellement ou en puissants groupes organisés, ne peuvent plus intelligemment remplir leur fonction. Ses mandants croient que les opérations à terme réagissent sur les cours au détriment des producteurs, mais ils ne peuvent répondre à la question posée devant la Commission car ils n'ont aucune preuve positive à présenter par suite (1) du mystère et (2) du jeu; ils ne peuvent non plus nous démontrer que les produits non garantis par la contre-partie ont des fluctuations plus étroites.

Dans l'esprit de nombreux cultivateurs, une des objections les plus fortes qu'on puisse apporter contre la Bourse des grains consiste dans le fait qu'elle fonctionne dans le secret et le mystère. Ils ont assisté à des fluctuations souvent très prononcées des cours, survenant le même jour et fréquemment à cette période de l'automne lorsqu'ils doivent vendre leur grain. Ils croient que d'une façon ou d'une autre ces fluctuations ne peuvent toujours s'expliquer par le jeu de l'offre et de la demande, et soupçonnent qu'elles soient amenées par les manœuvres des spéculateurs.

Plusieurs cultivateurs ont exprimé leurs vues personnelles sur ce point, et en d'autres circonstances les chefs de grandes sociétés agricoles ont exposé ce qu'ils considéraient être les opinions des adhérents de ces associations. Un agriculteur, qui se trouve en même temps un des principaux citoyens de sa localité, a donné le témoignage suivant:

Q. "Quel secret peut-il exister autour d'elle (la Bourse des grains)"?—

R. "Les opérations qui s'y font sont publiques, en ce qui concerne du moins le mouvement matériel du grain, mais en autant que je puis le savoir, il est tout à fait impossible de trouver en ce pays un dossier complet des opérations sur le grain. De l'autre côté de la frontière, la chose est possible... J'aimerais connaître les chiffres exacts de tout ce qui se passe à la Bourse des grains pour les comparer aux quantités disponibles de grain... Je saurais alors si les abus que l'on signale existent".

Q. "Est-ce qu'on a parlé d'abus"?—R. "Oui. On a dit que le marché pouvait être manœuvré. Je n'en ai aucune preuve, mais c'est là une déclaration générale, une impression populaire..."

Q. "Et c'est une opinion très répandue chez les cultivateurs"?—R. "Tout à fait".

Le président de l'agence centrale de vente du Syndicat a déclaré que dans le syndicat de la Saskatchewan, dont il est aussi le président, et qui groupe quelque 84,000 cultivateurs, la grande majorité croit comme lui que: "Depuis plusieurs années, et autant aujourd'hui qu'à n'importe quelle époque, les cultivateurs organisés croient que le système d'opérations à terme ne fonctionne pas pour leur plus grand avantage. Le prix qu'ils reçoivent d'un jour à l'autre est, à leur avis, fortement influencé par le public spéculateur ignorant, et cette manière de déterminer ou d'influencer le cours est une base trop incertaine et instable sur laquelle édifier une industrie. Ils croient que la spéculation sans contrôle augmente la fluctuation des cours. Un marché beaucoup plus ferme qu'actuellement serait d'une valeur inestimable pour le producteur. La plupart des cultivateurs de l'Ouest sont d'avis que les opérations à terme ont un très mauvais effet sur les prix. Ils n'en ont pas de preuves précises, car ils ne sont pas en possession des faits qui leur permettraient d'étudier toute la question."

Son témoignage a été plutôt négatif sur la question de savoir s'il serait avantageux d'avoir un système parfait qui ne donnerait pas prise à ces diverses allégations. "Les dossiers sont insuffisants." Il a admis toutefois que les avantages obtenus dans les autres opérations de la mise sur le marché du grain pourraient profiter au cultivateur indirectement. Mais, à son avis, le cultivateur n'obtient pas la même part de protection que les autres. Il a également concédé que tout ce que faisait le syndicat sur le grain à terme pour les cultivateurs pris collectivement, le cultivateur pouvait le faire lui-même en étant bien conseillé et intelligent. Tout ce qu'avait fait son organisme était dans l'intérêt des cultivateurs, de sorte que lorsqu'il avait pratiqué des opérations à terme il l'avait fait dans leur intérêt. Tout en étant en faveur d'un système de vente différent, il a admis que sous le régime actuel le marché à terme, même tel qu'il est, peut servir et sert les intérêts du cultivateur, sans compter les avantages que celui-ci retire de toutes les opérations faites par les autres.

Le chef des Cultivateurs-Unis de la Saskatchewan a déclaré: "A mon avis les opérations à terme, dans le commerce du blé, nuisent aux plus grands intérêts du cultivateur producteur du grain. Je suis convaincu que les fluctuations du prix du blé causées par ces opérations ne s'expliquent pas seulement par le jeu de l'offre et de la demande. Les prix changent très rapidement d'un jour à l'autre et nous savons que l'offre n'a pas changé."

Dans une autre association de cultivateurs, on a parlé des opérations à terme à un certain nombre de réunions et on les a discutées à fond. On était convaincu "que ces opérations n'étaient ni à l'avantage du producteur ni du consommateur." On déclara verser une rémunération pour des services rendus au commerce du grain qui n'ajoutaient pas à la valeur du produit.

Au cours des témoignages, personne n'a prétendu que les petites fluctuations ne profitaient pas au cultivateur et personne ne s'est montré indifférent aux fluctuations. Un témoin a signalé un rapport où nous lisons: "C'est un fait parfaitement reconnu que les fluctuations de prix nuisent soit au producteur, soit au consommateur." (Rapport au gouvernement de la Saskatchewan, par James Stewart et F. W. Riddell, 1921.)

Dans la meilleure partie du plaidoyer des cultivateurs, on signale (a) l'effet démoralisateur de la spéculation avec l'argent que celui qui s'y livre n'a pas le moyen de perdre ni les autres non plus; et (b) la suspicion qui s'attache inévitablement à un organisme qui se nomme et se juge lui-même, dont les opérations s'entourent de mystère, qui est susceptible de commettre des abus et de manœuvrer les cours.. Parfois, lorsque les pertes sont fortes, ces soupçons grandissent, bien que les preuves tangibles n'augmentent pas.

B.—LE POINT DE VUE DU COMMERCE

Les banquiers ont rendu témoignage comme représentants de tous ceux qui sont engagés dans le financement du commerce des céréales. Ils ont prétendu que l'abolition des opérations à terme nuirait beaucoup au financement du commerce et que, par conséquent, les négociants en grain se protégeraient en diminuant le prix payé aux cultivateurs, puisque le grain serait expédié avec une rapidité excessive aux marchés. Leur témoignage était une affirmation non équivoque que le régime actuel des opérations à terme est avantageux pour les cultivateurs.

Les représentants des diverses compagnies et associations possédant des élévateurs ont exprimé clairement l'avis que la suppression des risques par les opérations en contre-partie leur permettait de payer un meilleur prix aux cultivateurs. Un témoin a prétendu qu'autrement chacun des vendeurs de la série voudrait toucher une plus forte rémunération et que la question de l'effet de ce procédé était une question de pure théorie, et que la contre-partie n'influait pas sur le prix qui s'établit par le jeu de l'offre et de la demande, et il ne voyait pas comment cela faisait baisser les prix. En général, ces intéressés, ainsi que les commissionnaires et les exportateurs, ont affirmé qu'il serait impossible de faire ce commerce à l'une quelconque de ses phases, sans contre-partie. "Un exportateur n'oserait pas entreprendre de vendre du grain à livrer à quelques mois en ne réalisant qu'un cent de bénéfice, s'il était possible que le grain augmente de prix et que les gens dont il aurait acheté, refusent de faire la livraison pour une raison quelconque. Il ne pourrait pas payer un prix aussi élevé comparé au prix mondial. Il faut plus d'écart entre l'exportateur canadien et l'importateur européen... L'exploitant d'élévateur et l'expéditeur ne peuvent pas travailler pour un bénéfice moindre que celui qu'ils reçoivent actuellement... Ils ne peuvent obtenir un meilleur prix du consommateur." Le résultat net, c'est que le producteur doit bénéficier du système.

Un courtier a déclaré que les spéculateurs mettent plus d'argent dans le marché des grains qu'ils n'en retirent et qu'ainsi ils permettent au producteur d'obtenir un meilleur prix de son grain. Comme nous l'avons mentionné, il a assimilé l'argent en circulation à un fonds d'assurance cir-

culant pour couvrir les risques. Un spéculateur aura la plus grosse part un jour et le lendemain ce sera un autre. Il a dit que la spéculation devrait être encouragée de toute manière dans l'intérêt du producteur.

Un témoin, qui cultive des grains de semence, fait des recherches instructives et vulgarise les renseignements scientifiques utiles à l'agriculture, a tiré plusieurs conclusions intéressantes sur un point particulier. Il a déclaré que le système réduisait les petites oscillations dans les grandes fluctuations de prix et que les gens oubliaient la situation monétaire. Un commissionnaire en céréales, tout en affirmant que le cultivateur obtenait un meilleur prix et que les fluctuations à longue portée se trouvaient réduites, concéda que probablement les petites oscillations étaient augmentées.

Les meuniers ont déclaré qu'il faudrait trouver quelque autre mode d'assurance et qu'il en coûterait davantage, sans quoi le producteur devrait assumer lui-même ses risques d'assurance. Dans les deux cas "la protection fournie au producteur de blé sur le marché à terme lui coûterait davantage." Ils ont dit que si d'autres régions de blé avaient l'avantage, ce serait sérieux, mais ils n'ont pas beaucoup insisté sur la différence de fluctuations.

Le gérant de la Chambre de compensation, un ancien cultivateur, se rappelle comment le producteur obtint de meilleurs prix lorsqu'il commença à faire de la contre-partie à Chicago. "Le marché libre est le seul moyen de manipuler le grain économiquement et efficacement, c'est celui qui donne les meilleurs résultats au producteur." Il a affirmé catégoriquement que lorsqu'on a inauguré un marché complet et systématique pour les opérations en contre-partie, le commerce et les cultivateurs en ont manifestement bénéficié, mais il ne put pas dire si cette hausse des prix avait provoqué un accroissement de la production.

Les deux témoins qui avaient acquis une grande expérience de la vente du blé tant avant qu'après l'établissement du marché à terme à Winnipeg, ont déclaré clairement qu'après l'établissement du marché à terme, les prix payés aux cultivateurs s'étaient améliorés. "Nous recevions nos frais, dit l'un d'eux, et une marge de dix cents par boisseau expédié du cultivateur à l'acheteur européen pour les blés des qualités régulières, et quinze cents pour les blés des autres catégories, et cela jusqu'à ce que le marché à terme s'ouvrit. Dès qu'il s'ouvrit, nous fûmes exclus du marché parce que les affaires se faisaient sur la base d'un ou deux cents ou moins de profit par boisseau et que, nous organisant en unités distinctes, nous cessâmes d'exporter. Ce qui précédemment coûtait dix cents n'en coûtait plus que deux ou trois... il est certain qu'après l'établissement du marché à terme, les cultivateurs obtinrent un meilleur prix." Lui non plus n'était pas catégorique sur les fluctuations.

L'autre témoin dit qu'autrefois il achetait des cultivateurs et vendait aux syndicats de Winnipeg et touchait deux cents sur les dix cents prévus pour la manutention dans les élévateurs ou sur les treize cents pour les hors catégories. Ensuite il travailla à plus petit bénéfice et le producteur obtint davantage. Un négociant en grains de l'Alberta exprima le désir que

s'étende le système de la contre-partie, vu qu'à Vancouver, il n'est pas très complet. D'après lui, si le cultivateur pouvait l'avoir il obtiendrait plus.

Il est naturel que les acheteurs de grain qui emploient ce système avec tant d'avantage comme méthode d'assurance soient enclins à le vanter et à lui attribuer beaucoup de mérites. Mais il ne s'ensuit pas nécessairement qu'ils se trompent parce qu'ils sont intéressés. Une bonne partie des témoignages se trouve influencée d'une manière subconsciente par la vieille rivalité qui existe entre les deux modes de vente. Inévitablement, elle subit aussi l'influence des incidents fâcheux qui ont amené récemment la baisse radicale des prix, incidents qui n'ont pourtant point de rapport avec les opérations à terme, ni même avec la culture, mais font partie des grandes tendances du marché mondial et résultent de l'influence de l'or et du crédit.

Il y a des objections qui sont parfaitement explicables si l'on concède que le régime actuel multiplie plus souvent qu'il n'est nécessaire les petites oscillations au jour le jour. Mais ces oscillations attirent l'attention, et ceux qui les voient ne sont pas toujours au courant de la grande influence régulatrice du système, laquelle évidemment, s'exerce dans le silence et ne peut se mesurer. Ces deux catégories de fluctuations—les fluctuations mondiales et les oscillations passagères et insignifiantes tendent à distraire l'attention des fluctuations moyennes et régulières dues aux récoltes et auxquelles les économistes et les observateurs consacrent le plus d'attention.

5. PROPOSITIONS DE CONTRÔLE

Bien des cultivateurs croient sans doute que quelqu'un fait de l'argent injustement à leurs dépens, grâce à certains renseignements, à des manipulations et à des manœuvres peu recommandables. Les témoignages n'ont donné aucun renseignement pratique et satisfaisant sur ce qui se pratique en Bourse, et comment on le pratique et, à cet égard, nous avons fait la même expérience que la Commission Turgeon.

Mais nous ne pouvons prétendre avoir pu nous convaincre que l'existence de ces procédés soit impossible. Pour prouver que la Bourse des grains peut abuser parfois de ses pouvoirs et de ses procédés, on allègue le fait qu'elle est autonome et ne subit aucun contrôle ou réglementation extérieure de ses opérations à terme et que, s'il y a des plaintes, la Bourse est le juge de sa propre cause. On voit cependant par ses règlements qu'elle se rend parfaitement compte de l'importance d'empêcher toute manœuvre peu recommandable, susceptible de nuire aux intérêts de ses membres et, par contre-coup, de ses clients. On nous donne à entendre, en effet, que sans ostentation ni publicité, elle maintient la moralité de son commerce et réprime toute manœuvre répréhensible. Mais comme tout cela se fait à huis clos, il semble que l'impression du public n'en soit aucunement améliorée.

Le sentiment dont nous avons parlé existe chez les cultivateurs depuis iongtemps et il a été passablement actif parfois, lorsqu'il y eut des réactions contre la spéculation et les hausses exagérées. Si ce sentiment a peu ou point de fondement, il semble pitoyable qu'on ne trouve pas moyen de le détruire. Nous ne prétendons pas que tous les cultivateurs soient fortement opposés au régime actuel; nous croyons que, comme de coutume,

l'élément mécontent est le plus conscient et le plus actif et qu'un grand nombre de cultivateurs n'ayant pas de sentiment bien prononcé sur la question ne sont pas très empressés d'exprimer leur modération. L'élément qui crée l'impression que le mécontentement est général représente les esprits actifs qui peuvent réellement croire avoir un grief, qui rédigent les résolutions, parlent aux assemblées et en général agissent comme représentants.

Les remèdes qu'on pourrait apporter à la situation ne satisferont pas peut-être tous les groupes, mais ils influenceront sur l'esprit d'un grand nombre et réduiront l'étendue du sentiment inflammable. Il est essentiel, en cherchant à résoudre cette difficulté, de ne pas encourager une vaine curiosité de la part des individus, ni les préoccupations de publicité individuelle qui nuiraient injustement plus à cette entreprise qu'à d'autres. Il est également important que la conduite au jour le jour des affaires ne souffre pas de règlements bureaucratiques et de restrictions inquisitoriales. Il pourrait être bon d'adopter de ces mesures lorsque la chose sera nécessaire, mais il est inopportun d'y avoir recours rien que pour établir une garantie contre de simples soupçons.

Nous avons examiné du point de vue général la question de nommer, à titre d'inspecteur, un homme indépendant de jugement et de situation qui aurait à la Bourse des grains, à tout moment et partout un droit de regard.

Cet inspecteur pourrait remplir les trois fonctions suivantes:

(1) Tout cultivateur ou quiconque participe aux opérations à terme pourrait lui soumettre ses difficultés, ses plaintes ou ses soupçons, et l'inspecteur se trouverait ainsi engagé à faire enquête sur la question et sur les principes en jeu, et, sans communiquer de renseignements confidentiels à celui qui lui aurait posé la question, il pourrait être en mesure de lui donner une assurance suffisante qu'elle a été examinée d'une manière satisfaisante.

(2) Grâce à ses constatations personnelles et à l'inspection de ce qui se fait, il pourrait signaler au commerce de grain les améliorations possibles et les règlements qu'il pourrait se donner. Les dirigeants de la Bourse pourraient soit accepter ses suggestions, soit le convaincre de leur inutilité.

(3) Mais, dans le cas où l'inspecteur serait d'avis qu'il faut adopter un remède, et que le conseil de la Bourse des grains soutiendrait le contraire, l'inspecteur devrait être libre de faire rapport au gouvernement éventuellement, et celui-ci pourrait faire les enquêtes nécessaires pour établir des règlements, des restrictions ou d'autres mesures.

Bien que cela n'entre pas exactement dans le cadre de notre enquête, cette proposition n'en porte pas moins sur les opérations à terme et par elles sur le prix payé au producteur, car l'état d'esprit dans lequel tout le système fonctionne ne laisse pas d'influer sur le bon fonctionnement du marché.

Il s'agit d'un droit dans le genre du droit d'enquête du gouvernement sur toutes les banques du Dominion, droit qui permettrait au cultivateur de sentir qu'aucune pratique répréhensible ne peut durer en échappant à tout contrôle. Cet inspecteur, n'étant aucunement intéressé au commerce

des grains, mais l'ayant sous sa surveillance, ne nuirait pas au commerce et ne blesserait pas les sentiments de ceux qui le font. Cependant sa présence contribuerait beaucoup à détruire les soupçons chez les cultivateurs.

Il ne nous appartient pas de comparer la valeur de cette méthode de "réassurance" à un autre mode suggéré au cours des témoignages et qui consisterait à accorder aux diverses associations coopératives appartenant aux producteurs et qui sont membres de la Bourse une représentation suffisante dans le conseil de la Bourse et dans les divers comités auxquels le conseil délègue ses pouvoirs pour fins administratives.

IVÈME PARTIE

CONCLUSION

(1) EXPOSÉ HISTORIQUE DU PROBLÈME

En essayant de rassembler les diverses impressions recueillies au cours de cet examen rapide, concentré, du problème tel que nous le voyons au Canada en l'année 1931, nous croyons devoir envisager la question à la lumière d'une longue expérience. Si l'on examine l'histoire de la question, il est salutaire et peut-être un peu déconcertant de constater comment le problème tourne sur lui-même.

Il y a peu de nouveau dans l'histoire de l'opinion publique sur l'emploi pratique des opérations à terme. D'une lecture approfondie de la bibliographie des quarante dernières années, il ressort que les vieilles contestations et les vieilles répliques réapparaissent avec une constante régularité. L'histoire se répète ainsi que la géographie. Vingt-sept ans après l'organisation d'un marché à terme à Winnipeg, nous constatons qu'on n'invoque aucun argument qui n'ait été employé plusieurs années avant sa création, sauf ceux qui résultent de l'existence de nouveaux organismes comme le "*Farm Board*" et le Syndicat du blé, arguments où il entre des considérations politiques.

En 1893, après un examen sérieux des répercussions des opérations à terme pendant les vingt années précédentes aux Etats-Unis et au cours des cinq années précédentes à Liverpool, on déclara en Grande-Bretagne que les fermiers s'y opposaient tous et prétendaient que bien que tous les contrats comportaient une livraison, dans 95 p. 100 de ces opérations, elle n'était pas effectuée et que seule la différence de prix était payée ou s'accumulait jusqu'à la liquidation. Ces cultivateurs prétendaient que, neuf fois sur dix, les commerçants intéressés à la baisse étaient les plus nombreux. Comme preuve sans réplique ils affirmaient, que pendant les cinq ans antérieurs à 1888, on n'avait vendu directement que 9.8 p. 100 de la récolte, et comme le total des ventes à terme égalait neuf fois celle-ci, les ventes à terme représentaient quatre-vingt-dix fois la véritable quantité de grain. (Bear: *The Agricultural Problem, Economic Journal*, 1893). Les défenseurs du système prétendaient que comme il augmentait le nombre d'acheteurs de la récolte, il profitait au cultivateur. A cela on répondait que l'énorme quantité de grain fictif créait un faux encombrement qui en avilissait le prix. A ceux qui prétendaient que le système était nécessaire pour permettre de garder le blé jusqu'à la saison suivante, on ripostait qu'il ne s'en vendait réellement qu'une faible partie et que cependant le prix de toute la récolte se trouvait atteint. Mais le principal argument invoqué par l'autre partie était qu'il ne pouvait pas y avoir de différence à la longue si les dépressions

étaient contrebalancées par les hausses par suite de l'influence de deux groupes égaux. On répondait encore que cet argument était faux et que les nombres n'étaient pas égaux puisque les baissiers étaient constamment à l'œuvre et que les haussiers n'intervenaient qu'à l'occasion et que plusieurs d'entre eux devenaient des baissiers après avoir opéré en contre-partie. Les importateurs d'outre-mer qui achetaient beaucoup pour livrer à un prix fixé se garantissaient par la contre-partie du danger d'une grande baisse, mais comme étant de gros acheteurs ils n'étaient que de faibles vendeurs, ils aidaient à avilir les cours. Etant donné que tous les anciens acheteurs souhaitaient la hausse et tous les nouveaux désiraient la baisse, le système des options devait avilir les cours. On prétendit qu'il y avait des trucs, des faux rapports, de l'insécurité, et que des hommes hardis et peu fortunés luttaient contre d'autres qui avaient beaucoup à perdre. Ainsi le régime intensifiait la dépression.

Cette opinion typique, accompagnée de la demande d'une commission royale, s'exprima, on peut le remarquer, à la suite d'une longue baisse, pendant la crise industrielle du commencement de la décade de 1890.

Quelques années plus tard, lorsque la reprise générale des affaires étant en bonne voie, de nouveaux commentaires reflétèrent le changement général des cours. (H. C. Emery, *Opérations à terme à la Bourse des grains*, "Economic Journal", 1899 et aussi *Études de l'Université de Columbia*.) L'article en question faisait remarquer qu'on accusait encore les opérations à terme de produire des hausses et des baisses, d'augmenter les risques et de les diminuer et que la discussion sur ces points était acrimonieuse. Un groupe prétendait que la spéculation dirige les marchandises vers leurs usages les plus avantageux en fixant des prix comparables pour la livraison à deux époques différentes, mais on niait que ces prix fussent de vraies prévisions. On prétendit que l'offre et la demande étaient bien les facteurs dominants. Les fluctuations jouaient entre une offre spéculative et une demande spéculative; si la spéculation modifiait d'une manière permanente les conditions de la production et de la consommation, elle pouvait avoir une influence permanente sur les cours, mais pas autrement. On affirma que pendant un temps considérable, les prix pouvaient subir l'effet de conditions artificielles et de manipulations temporaires. Si les petites manipulations étaient fréquentes et souvent heureuses—leur portée et leur durée étaient courtes. A cette époque on faisait de l'agitation pour faire interdire tout contrat qui n'aboutissait pas à une livraison réelle, mais cette interdiction fut jugée impraticable car tous les contrats étant semblables personne ne pouvait savoir si l'un d'eux était spéculatif ou non. Dans tous les cas, les grosses livraisons ne diminuaient pas les mauvais effets. Les commentaires furent mordants à propos de la récente tentative faite en Allemagne de faire cesser la spéculation.

Le récit de cet épisode allemand vaut d'être lu. Il y a trente ans, dans un rapport préparé par le consul général de Sa Majesté à Berlin (*voir* C. D. 1756) se trouvait le passage suivant :

“La Loi de la Bourse du 22 juin 1896, interdisant la spéculation sur les options et les opérations à terme sur les produits agricoles en Allemagne, demeure en vigueur. Les opinions diffèrent beaucoup quant aux effets de l'interdiction. Les négociants en denrées, les Chambres de commerce et les autres organismes d'intérêts exclusivement ou principalement commerciaux dénoncent l'interdiction comme la cause directe de la sujétion plus étroite des marchés allemands de denrées à l'égard des bourses étrangères, surtout des Bourses américaines de denrées pour les prix, les importantes fluctuations des prix du maïs sur les marchés allemands, et des prix relativement bas des denrées allemandes. Ils prétendent que l'interdiction n'atteint pas exclusivement ni principalement le marchand de denrées mais qu'elle constitue un danger pour l'agriculture allemande. Ils cherchent à convaincre leurs adversaires ruraux que le rétablissement du commerce des options et des opérations à terme avantagerait le producteur tout autant que le commerçant. Les agrariens, d'autre part, nient que l'interdiction ait nui aux intérêts agricoles et se montrent satisfaits de la perte de commerce et d'influence infligée par l'interdiction aux Bourses de denrées allemandes surtout à la Bourse des denrées de Berlin qui, avant l'adoption de la Loi de Bourse, devait sa grande puissance à son énorme commerce d'options et d'opérations à terme. Les avocats des intérêts ruraux ont imaginé et adopté l'interdiction comme moyen de détruire la puissante influence que la Bourse des denrées pouvait exercer sur les prix des produits agricoles au détriment, soutiennent-ils, du producteur. Les membres agrariens de la diète impériale ont nié énergiquement à maintes reprises que l'interdiction ait été désavantageuse au producteur. Au contraire, ils se sont déclarés complètement satisfaits des résultats de l'interdiction. Ils soutiennent que depuis l'interdiction de la spéculation sur les options et les opérations à terme, les prix du blé en Allemagne ont été remarquablement exempts des fluctuations qui se produisent aux Bourses étrangères, que les prix du maïs allemand n'ont pas été inférieurs à ceux des autres pays, ou ceux des produits étrangers et que les producteurs n'ont pas eu de difficulté à disposer de leur maïs. De part et d'autre, on a recours aux statistiques pour appuyer des vues nettement divergentes et il serait difficile de dire où se trouve la vérité.”

Le rapport ajoutait qu'en l'absence d'une Bourse des denrées, les commerçants cherchaient à contrebalancer “l'effet nuisible de l'interdiction en remplaçant les options et les opérations à terme par un système de prix fixés sur la livraison.” On rédigea de nouveaux contrats de livraison où l'on évitait soigneusement tous les termes et toutes les conditions se rapportant aux institutions en rapport avec la Bourse et on se conformait aux règles du code commercial. Ces nouveaux contrats permettaient de se garantir dans une certaine mesure des pertes résultant des livraisons à terme, mais leur protection était moins grande que celle qu'on trouvait dans les opérations à terme. Les maisons de commission furent les plus atteintes par l'interdiction du commerce des options et des opérations à terme et par la suppression de la Bourse. La Bourse des grains de Berlin,

qui était très développée, avait des moyens considérables et occupait une place avantageuse sur le marché. Grâce à ses efforts, pour une bonne part, la Bourse des denrées de Berlin avait conquis une place de choix sur le marché mondial des denrées. L'état peu satisfaisant des affaires eut pour effet de faire abandonner le commerce à un bon nombre de firmes, et de réduire le chiffre d'affaires de toutes les autres. Dans leur rapport annuel pour l'année 1889, les "Anciens marchands de Berlin" déclarent que "les principales caractéristiques de l'année sont les grandes pertes subies par les commerçants surchargés de marchandises, les difficultés subies par les producteurs dans la vente de leur maïs et la dépression de l'industrie meunière." L'interdiction des options et des opérations à terme continuait à paralyser les affaires en rendant difficile et coûteuse l'assurance efficace contre les pertes, car il fallait avoir recours aux Bourses étrangères comme celles de New-York et de Chicago." (On ouvrit de nouveau peu après la Bourse des denrées et l'on permit le commerce des options.)

Pour revenir à une époque plus moderne, l'histoire de la controverse relative aux opérations à terme aux Etats-Unis est sans doute très intéressante. L'agitation qui s'y produisit avant 1922 chez les producteurs de grain à propos des opérations de la Bourse de Chicago aboutit à l'adoption de la loi de 1922. On ne saurait donner mieux la genèse de l'affaire qu'en citant l'article de la loi qui se lit ainsi :

Département de l'Agriculture des Etats-Unis. Circulaire diverse n° 10, 1923. Loi sur les opérations à terme sur le grain, 1922. Article 3

"Les opérations à terme sur le grain, communément effectuées aux Chambres de commerce et connues sous le nom d'opérations à terme, ont une répercussion d'intérêt public; elles se font en grand par le public en général et par les personnes qui font le métier d'acheter et de vendre le grain et ses produits dans le commerce entre Etats; les cours auxquels se font ces opérations sont généralement cotés et disséminés dans tout le territoire des Etats-Unis et à l'étranger et servent de base pour déterminer les prix à payer aux producteurs ou à demander aux consommateurs du grain, de ses produits ou de ses sous-produits, et pour faciliter le mouvement de cette marchandise dans le commerce entre Etats; ces transactions sont utilisées par les expéditeurs, les commerçants les meuniers et tous ceux qui s'occupent du grain, de ses produits ou de ses sous-produits dans le commerce entre Etats comme moyen de se garantir de la possibilité des pertes résultant des fluctuations des cours; les opérations et les prix du grain à ces chambres de commerce sont susceptibles de spéculation, de manipulation et de contrôle qui nuisent au producteur et au consommateur et aux personnes qui s'occupent du grain, de ses produits ou sous-produits dans le commerce entre Etats, et ces fluctuations de prix constituent un obstacle et un fardeau pour le commerce entre Etats du grain, de ses produits et de ses sous-produits et rendent nécessaire un règlement pour la protection dudit commerce et de l'intérêt public national qui s'y rattache."

Cette législation avait pour but d'assujétir les Bourses au contrôle et à l'inspection. Quelque temps après, la Chambre de commerce de Chicago, après consultation avec le département de l'agriculture, nommait un comité de régie commerciale chargé d'appliquer les règlements de la Bourse. Ce comité examine toute plainte portée par un membre quelconque ou par un particulier. Il en dispose, et il est censé noter et prévenir ou juger toute opération reprehensible des membres. Il ne nous appartient pas de dire jusqu'où les avantages résultant de l'application de la loi, encore à l'état d'expérience, se font sentir pour diminuer ou faire disparaître ce que l'on a cru être les inconvénients des opérations à terme, et il n'est pas établi non plus que cette expérience, qui peut avoir ici de la valeur, en ait une ailleurs.

Terminons cette revue universelle en nous reportant à la France.

Le "Syndicat général de la Bourse du commerce", de Paris, s'exprime ainsi qu'il suit sur la spéculation et les efforts tentés pour la restreindre:

"Il est reconnu que les opérations à terme peuvent être utiles aux commerçants en leur fournissant le moyen de se garantir des risques inhérents au produit saisonnier qui fait l'objet de leur commerce; mais on cherche à empêcher ceux qui peuvent assumer ces risques de jouer le rôle de contre-partistes. C'est là évidemment une grave erreur. Si le spéculateur n'intervient pas pour assumer le risque dont le commerçant veut se débarrasser, qui s'en chargera? Le producteur qui récolte en un mois ce qui sera consommé en douze désire obtenir la légitime rémunération de son travail; il ne veut pas subir pendant un an les fluctuations journalières auxquelles est soumis son produit. Il le vend à qui ne l'achète que parce qu'il sait pouvoir trouver à la Bourse des denrées un moyen de se garantir des risques par les opérations à terme qu'il peut traiter avec ceux qui consentent à les assumer.

Si l'on supprime une maille de la chaîne, rien n'en subsiste. Plus de spéculateurs, plus de Bourse pour les denrées, plus d'arbitrage entre les producteurs, plus de contre-partie pour les commerçants, et enfin plus de sauvegarde pour les consommateurs.

Le fonctionnement normal des Bourses des denrées est fonction du nombre des spéculateurs qui y opèrent. Il faut avoir le courage de voir et de dire les choses clairement. Qu'elle nous plaise ou non, la spéculation est un des facteurs régulateurs de l'offre et de la demande. La spéculation est donc nécessaire.

La spéculation est même indispensable à l'existence des Bourses des denrées. Ce sont les seuls endroits et les mieux appropriés aux arbitrages et aux opérations en contre-partie. Pour être efficaces, il faut que les affaires y soient traitées sans contrainte, de quelque source qu'elles viennent; que les règlements soient stables et constants; que le marché soit large en ce sens que les courtiers, les commerçants et les spéculateurs y soient assez nombreux pour brasser des affaires en grand; enfin que l'offre et la demande s'appliquent le plus largement."

(2) DIFFÉRENCES FONDAMENTALES DE NOTRE CONCLUSION

A notre avis, la différence entre ce qui se produit en temps normal et anormal est fondamentale. Un escalier qui relie un étage à un autre peut avoir un grand nombre de marches ou quelques-unes seulement; il peut être régulier ou inégal, en pente raide ou douce, mais il doit conduire d'un niveau à un autre. De même tout changement des prix cause des pertes ou des profits injustes à des groupes divers de la collectivité. On sait que les opérations à termes permettent à ceux qui prévoient les événements de faire des bénéfices, comme l'on sait que le peuple ne les voit que longtemps après qu'ils se sont produits.

Une deuxième différence d'importance primordiale est l'écart entre les fluctuations d'une année à l'autre ou d'un mois à l'autre qui se produisent inévitablement avec un produit comme le blé, même sur un marché régulier, et les oscillations au jour le jour. A notre sens, la répercussion des opérations à terme sur les fluctuations est en général favorable au producteur. Nous considérons les oscillations au jour le jour avec plutôt plus d'hésitation; elles sont essentielles et bienfaisantes jusqu'à un certain point; dans une certaine mesure ce sont des accessoires et des entraves. On trouve une différence analogue dans un rapport de la Commission de la Chambre de commerce fédérale des Etats-Unis, volume 7—pages 237 à 241, où il est question quelque peu des légères fluctuations extrêmement rapides. Il n'y a pas de doute qu'un marché actif est en raison directe du mouvement constant et rapide des prix, puisque les courtages qui en résultent constituent son intérêt et sa vie même, et cette activité peut tendre à multiplier le nombre des fluctuations qui n'ont aucune valeur économique et dont peuvent profiter quelques groupes aux dépens des autres. Mais la facilité avec laquelle ce marché s'équilibre dans le monde entier et assure une continuité complète de toutes les opérations y compris celles de contrepartie, est une particularité à ne pas modifier sans danger.

La troisième différence qui nous paraît importante dans la réponse à la principale question de notre enquête est celle que l'on doit faire entre les fluctuations d'ensemble du marché mondial et les fluctuations qui se produisent sur une seule place, car en abolissant ou en limitant les opérations à terme à une seule, on adopte une mesure d'exception qui peut donner des résultats fâcheux.

Tenant compte de ces différences, nous allons énoncer brièvement nos conclusions ainsi qu'il suit:

(3) PRÉCIS DES CONCLUSIONS

Répercussions des opérations à terme sur le prix que touche le producteur.

(a) *En temps normal*

(1) Répercussion nulle sur les tendances principales des cours durant une longue période, tendances qu'il faut constater en fonction du prix des autres denrées.

(2) La répercussion atténuée considérablement les fluctuations principales des cours d'une année à l'autre et d'un trimestre à l'autre, et, en assurant une plus grande stabilité relative, contribue à stabiliser la position du producteur.

(3) Le système, avec ses particularités de fonctionnement, surtout par les périodes de variations naturelles et inévitables des cours, augmente probablement l'amplitude des oscillations mineures rapides en marge des fluctuations plus stables décrites dans le paragraphe (2). Il est probable que pour atteindre cet effet décrit au paragraphe (2) il est économiquement essentiel d'avoir une augmentation journalière ou horaire de sensibilité ou d'oscillation jusqu'à un certain degré, mais l'amplitude de ces oscillations additionnelles, que l'on constate ordinairement dans les opérations à terme, est plus considérable qu'il n'est nécessaire.

(4) La disparition des particularités oscillatoires moins essentielles définies au paragraphe (3) est peut-être à désirer, mais les désavantages qu'elles comportent ne sont pas aussi importants dans leur portée et leur répercussion que les avantages mentionnés au paragraphe (2), et, par suite, il n'est pas à désirer du point de vue économique que l'on risque de priver le producteur des avantages mentionnés au paragraphe (2) en abolissant ou compromettant le système à cause de ses particularités moins avantageuses.

(5) L'augmentation des oscillations décrite au paragraphe (3) et résultant des opérations à terme, n'est pas désavantageuse au cultivateur. Car certaines de ces pertes sont subies par les spéculateurs de l'extérieur qui contribuent à relever le prix perçu par le producteur, tandis que, si le cultivateur lui-même subit des pertes, c'est qu'il sort de sa fonction. Pour les éviter, il n'a qu'à se garder du jeu et de la spéculation.

(6) Ce n'est que dans le domaine des oscillations anormales ou non essentielles que des essais de prévention par réglementation ou restriction, ou même par pression de l'opinion publique, peuvent jouer sans réactions économiques. En pratique, nous ne connaissons aucune manière de distinguer avec précision, au moyen d'une règle fixe ou d'un principe rigide, entre les oscillations essentielles et non-essentielles au point de vue économique et entre les oscillations utiles et inutiles. Dans tous les cas, le degré exact d'action nécessaire est spécial à chaque période en particulier et à ce titre se trouve hors de notre compétence.

(7) Le producteur constate en général plus facilement ces variations secondaires ou courtes que les autres mentionnées au paragraphe (2), et par suite, elles prennent dans l'esprit du public une importance exagérée. Elles font supposer l'existence possible d'abus ou de défauts plus grands qu'aucun de ces facteurs ne l'indique.

Il serait possible de modifier la persistance et le caractère de ce sentiment ou attitude psychologique envers le système par des mesures prises nettement dans ce but (vide pp. 60-62).

(8) A part les fluctuations, l'effet, moins certainement mais très probablement, de relever le prix moyen reçu à la longue par le producteur dans une mesure difficile à déterminer mais appréciable.

(9) Les conclusions précédentes se rapportent aux opérations à terme sur la place de Winnipeg en tant qu'elles se rattachent au système mondial. Si nous avons un système par lequel tout le blé non canadien serait mis sur le marché par opérations à terme alors que le blé canadien le serait dans des conditions où tous les risques des fluctuations seraient assumés par les diverses parties détenant le grain durant son trajet pour aller du producteur au consommateur, à notre avis, il en résulterait une différence au désavantage du blé canadien sur les marchés mondiaux, et ce désavantage retomberait en définitive sur le producteur qui recevrait un prix inférieur. Cette différence de prix, due à l'isolement du Canada dans un système couvrant le reste du monde, serait plus forte que la marge de profits laissés par le producteur au système mondial d'opérations à terme et mentionnés dans le paragraphe (8). De plus, ce prix inférieur serait aussi sujet à des fluctuations périodiques légèrement accentuées, bien que peut-être les oscillations journalières de courte durée seraient un peu moindres.

(b) *En temps anormal*

(*Par exemple, périodes d'inflation ou de déflation dues à des variations considérables des cours mondiaux.*)

(10) Aucun système d'opérations à terme ne saurait empêcher les cours du blé de s'établir au niveau des autres pendant toute période assez prolongée de variations considérables des cours mondiaux. S'il joue seul, le système des opérations à terme peut atténuer les pointes brusques de hausse et de baisse des oscillations à longue portée, si ces pointes sont nettes et rapides, mais en pratique il est improbable que le système joue seul à ces moments-là. Pour les pointes de hausse (par exemple, les périodes actives de 1920-1929), il est à peu près certain que les manœuvres des haussiers poussant la spéculation sur le blé au comptant se font sentir. Pour les pointes de baisse, il est également certain que des efforts désespérés seront tentés, tels que les opérations de contrôle de syndicats, tentatives de restriction, etc... pour obvier à la chute inévitable, en arrêtant les approvisionnements et en soutenant artificiellement les prix à l'encontre de la tendance générale inexorable, avec ensuite une chute finale qui fera dégringoler les cours au-dessous du niveau où le système des opérations à terme les aurait laissés sans intervention extérieure.

(11) Pendant les périodes anormales, les conditions de fonctionnement des opérations à terme, et, en réalité, de tous les autres systèmes rivaux de manutention du grain, sont anormales, et l'on ne peut tirer de conclusion par l'observation pratique de l'allure des cours et des marchés, car elle n'indiquerait pas la valeur économique des opérations à terme pendant les périodes normales. C'est par ces périodes que le système des opérations à terme est surtout exposé aux critiques, et c'est alors aussi que la tendance à la critique est portée à son plus haut point, mais c'est précisément par ces périodes qu'il est plus difficile d'apprécier de façon juste sa valeur.

(12) On ne saurait donner d'évaluation quantitative motivée des diverses répercussions mentionnées ci-dessus. On ne peut les établir par la statistique et, dans tous les cas, elles ne seraient pas constantes pour

tous les endroits. Mais ce défaut d'estimation précise ne pourrait en aucune manière infirmer nos conclusions que de telles différences sont attribuables aux opérations à terme.

(13) La Commission Turgeon a, entre autres choses, institué, en 1915, une enquête spécifique sur la plainte suivante: "La spéculation au comptant ou à terme porte préjudice au cultivateur et à la collectivité en général: (a) elle avilit indûment le prix du grain à l'automne, quand les cultivateurs vendent la plus grande partie de leur récolte; (b) les spéculateurs, les accompagnateurs, etc., font de gros profits en spéculant sur le produit du cultivateur; (c) la spéculation entraîne des pertes désastreuses."

Les conclusions de cette Commission qui entrent dans nos attributions sont exprimées ainsi qu'il suit:

"(1) Le marché à terme permet la contre-partie, en divisant et éliminant les risques de variations du cours, il diminue l'écart entre le prix que touche le cultivateur de son produit et celui qui en est obtenu sur le dernier marché.

(2) La contre-partie facilite l'extension du crédit et abaisse le coût de manutention du grain en permettant aux négociants de travailler avec un capital moindre que dans d'autres conditions.

(3) Pour la même raison, la contre-partie rend possible une plus forte concurrence dans le commerce des grains avec un capital donné.

(4) La contre-partie est tellement avantageuse pour les exportateurs, même dans les cas où le grain est manipulé par un organisme syndical, alors que le risque initial est supporté par les cultivateurs eux-mêmes, que ces organisations recourent aux opérations à terme, pour réussir dans leur commerce d'exportation.

(5) La présence d'un groupe de spéculateurs compétents sur un marché assure l'étude et la recherche constante de tous les facteurs de l'offre et de la demande qui peuvent affecter les cours.

(6) Les opérations spéculatives tendent à maintenir entre les cours du terme et les cours du comptant du disponible d'une part, et les prix au comptant du blé à terme d'autre part, un juste rapport en fonction des conditions de l'offre et de la demande.

(7) De ce fait, les cours tendent à se stabiliser et les fluctuations sont réduites.

(8) L'élément spéculatif est nécessaire pour assurer la continuité des opérations, de manière que, lorsque la récolte est jetée sur le marché à l'automne, le cultivateur ne subisse pas une forte perte par manque de la demande.

(9) Les individus qui spéculent sans une connaissance ou un capital suffisant non seulement font des pertes lourdes, mais sont un élément de perturbation du marché. Leurs opérations ne sont que du jeu."

Pour ne laisser aucun doute sur l'importance de la différence entre les conclusions de cette Commission et les nôtres, en raison des méthodes d'exposition différentes, nous avons étudié la preuve pour déterminer jusqu'où nous pourrions confirmer ces opinions comme une variante des nôtres applicables à la situation actuelle. En tenant compte des distinctions

additionnelles que nous avons faites ci-dessus entre les tendances, les fluctuations et les oscillations que nous considérons importantes; entre les périodes normales et anormales; entre un système mondial d'opérations à terme et un système distinct, nous trouvons que ces conclusions nous agrément comme variante de notre opinion sous une forme moins élaborée.

(4) PRÉCIS DE CONCLUSION

Tout ce qui précède peut paraître compliqué et un peu long à l'homme de la rue qui aime une réponse par "oui" ou "non" à une question qui lui semble simple.

Malheureusement, aucune déclaration concise n'est absolument et strictement vraie en économie, et l'on ne peut satisfaire au désir bien naturel de l'avoir que par des déclarations vraies en général, mais que, suivant le moment et les circonstances, les précisions nécessaires doivent suivre.

En résumé, notre réponse à la question posée est qu'en sus des bénéfices assurés au producteur par un système d'assurance de la manutention de son grain, en fournissant un moyen approprié et toujours à la portée pour le vendre, les opérations à terme, même avec les inconvénients des nombreuses fluctuations secondaires, constituent un avantage marqué pour le producteur par le relèvement du prix d'achat qu'elles déterminent.

(5) TÉMOIGNAGE DE RECONNAISSANCE

Nous sommes heureux de témoigner de notre reconnaissance des services que nous ont rendus notre avocat, M. Travers Sweatman, K.C., et le docteur D. A. MacGibbon, de la Commission des grains.

Nous n'aurions pu nous acquitter aussi rapidement de notre tâche sans l'aide bienveillante des autorités des endroits où nous avons siégé et surtout sans celles du *Pacifique-Canadien* et du *New-York Central*. Le travail des reporters qui nous ont suivis et ont donné des comptes rendus rapides des témoignages, vaut d'être loué.

Enfin, nous devons beaucoup au travail de notre secrétaire, M. L. B. Pearson, effectué en cours d'audience et de publication du rapport dans la presse.

APPENDICE

LISTE DES TÉMOINS

- Anderson, F. J..... British Empire Grain Company, Winnipeg.
Baxter, Charles D..... Cultivateur, Fairmont, Saskatchewan.
Boyle, Dr James E..... Faculté d'Economie agricole, université Cornell,
N.Y.
Brown, Frank E..... Cultivateur, Acme, Saskatchewan.
Brown, Thor..... Cultivateur, Munson, Alberta.
Cairns, Andrew..... Statisticien, agence centrale de vente, Syndicat
canadien des blés.
Cathcart, George E..... Cathcart and Company, Limited, Winnipeg.
Clark, Prof. A. B..... Faculté d'Economie politique, université du
Manitoba.
Cushing, Ira B..... Cultivateur, Riceton, Saskatchewan.
Duvel, Dr J. W. T..... Administrateur, Loi des opérations à terme sur
les grains, Washington, D.C.
Evans, R. T..... Vice-président et gérant, British America Ele-
vator Company, Winnipeg.
Fansher, F. E..... Cultivateur.
Fisher, John B..... Représentant canadien, Scottish Co-Op. Whole-
sale Society, Ltd.
Fowler, Frank O..... Gérant, Association de compensation de la
bourse des grains et produits de Winnipeg.
Gillespie, John..... Gillespie Grain Company, Edmonton, Alberta.
Gourlay, Wallace, G. A... Cultivateur, Dauphin, Manitoba.
Hanson, H. T..... Cultivateur.
Hayles, Charles E..... Gérant et vice-président, Canadian Consoli-
dated Elevator Company, Winnipeg.
Huser, Charles..... Cultivateur.
Langley, Hon. George..... Cultivateur et propriétaire d'élevateur, Régina.
Law, R. S..... Président et gérant général, United Grain
Growers Limited.
Marsh, Harry..... Cultivateur.
Martin, E. B..... Winnipeg.
McCaulay, A. J..... Président, division de la Saskatchewan, des
Cultivateur-Unis du Canada.
McNeil, F. J..... Cultivateur.
McPhail, A. J..... Président de l'agence centrale de vente, Syndi-
cat canadien des blés.
Miller, John..... Cultivateur en retraite.
Murray, J. R..... Gérant, Alberta Pacific Grain Company.
Orchard, W. J..... Cultivateur.

- Parker, E. S. Président du comité des cours du comptant, bourse des grains de Winnipeg.
- Parrish, W. L. Canada Grain Export Company, Ltd, Winnipeg.
- Priestley, Norman Vice-président, Fermiers-Unis d'Alberta.
- Randall, F. Cultivateur, High-River, Alberta.
- Reid, A. C. Sous-gérant, Western Grain Company, Winnipeg.
- Rice-Jones, C. Winnipeg.
- Richardson, James A. Président et gérant général de James Richardson & Sons, Ltd, Winnipeg.
- Robinson, C. W. Cultivateur, Calgary.
- Roblin, Sir Rodmond Winnipeg.
- Rogers, R. O. Cultivateur.
- Ross, F. W. Surintendant de l'Ouest, Banque de Nouvelle-Ecosse, Winnipeg.
- Seavery, P. W. Cultivateur.
- Short, C. H. G. Président de l'Association canadienne nationale des Meuniers, Montréal.
- Smith, S. Hood. Agent d'assurances, Winnipeg.
- Smith, Sidney P. Président, Reliance Grain Company, Winnipeg.
- Sproule, F. Cultivateur.
- Strange, Major H. G. L. Searle Grain Company, Winnipeg.
- Taylor, Dr Alonzo. Directeur de l'Institut de recherches sur les aliments, université Leland Stanford, Palo-Alto, Calif., E.-U.A.
- Ursell, Dr Ernest A. Statisticien, Commission des grains, Fort-William, Ont.
- Ward, W. J. Président, Cultivateurs-Unis du Manitoba.
- Ward, Milton S. Cultivateur.
- White, A. P. Président, Bourse des grains de Winnipeg.
- Williams, R. J. Gérant, bureau de Winnipeg, banque de Montréal.

APPENDICE II

CLASSEMENT DES RÉPERCUSSIONS PRINCIPALES THÉORI- QUEMENT POSSIBLES, TOUTES CHOSES ÉGALES D'AILLEURS, D'UN FAIT SUR LES COURS

1. *Aucune modification à la longue du cours moyen—*

- A. (a) Fluctuations de moindre amplitude, c'est-à-dire, moindre coefficient de dispersion.
- (b) Fluctuations de plus grande amplitude, c'est-à-dire plus grand coefficient de dispersion.
- (c) Fluctuations de même amplitude, c'est-à-dire même coefficient de dispersion.
- B. (a) Fluctuations moins fréquentes—cycle plus long.
- (b) Fluctuations plus fréquentes—cycle plus court.
- (c) Fluctuations de même fréquence.
- C. (a) Combinaison de A (a) et de B (a), terme plus long et portée plus courte.
- (b) Combinaison de A (a) et de B (b), terme plus court et portée moindre.
- (c) Combinaison de A (b) et de B (a), terme plus long et portée plus longue.
- (d) Combinaison de A (b) et de B (b), terme plus long et portée moindre.
- D. (a) Plus nombreuses fluctuations en hausse de plus faible amplitude balancées par un moindre nombre de fluctuations en baisse de grande amplitude.
- (b) Moins nombreuses fluctuations en hausse de grande amplitude balancées par un plus grand nombre de fluctuations en baisse de faible amplitude.

2. *Cours moyens plus bas à la longue—*

- A. (a) Fluctuations: les basses pointes se trouvent être de plus faible portée.
les hautes pointes restent les mêmes.
- (b) " les hautes et basses pointes sont toutes deux plus basses—
 - 1. abaissement égal.
 - 2. abaissement inégal.
- (c) " les hautes pointes sont encore élevées mais les basses pointes sont aussi rabaisées.
- B. (a) A (a), (b) et (c) cycles plus longs.
- (b) " " cycles plus courts.

3. *Cours moyens plus hauts à la longue*—

- A. (a) Fluctuations: les basses pointes ont une plus grande portée.
 les hautes pointes restent les mêmes.
 (b) “ les hautes et basses pointes sont toutes deux plus hautes—
 1. Relèvement égal.
 2. Relèvement inégal.
 (c) “ les basses pointes sont plus hautes, mais les pointes hautes sont encore plus hautes.
- B. (a) A (a), (b) et (c) avec des cycles plus longs.
 (b) “ “ avec des cycles plus courts.

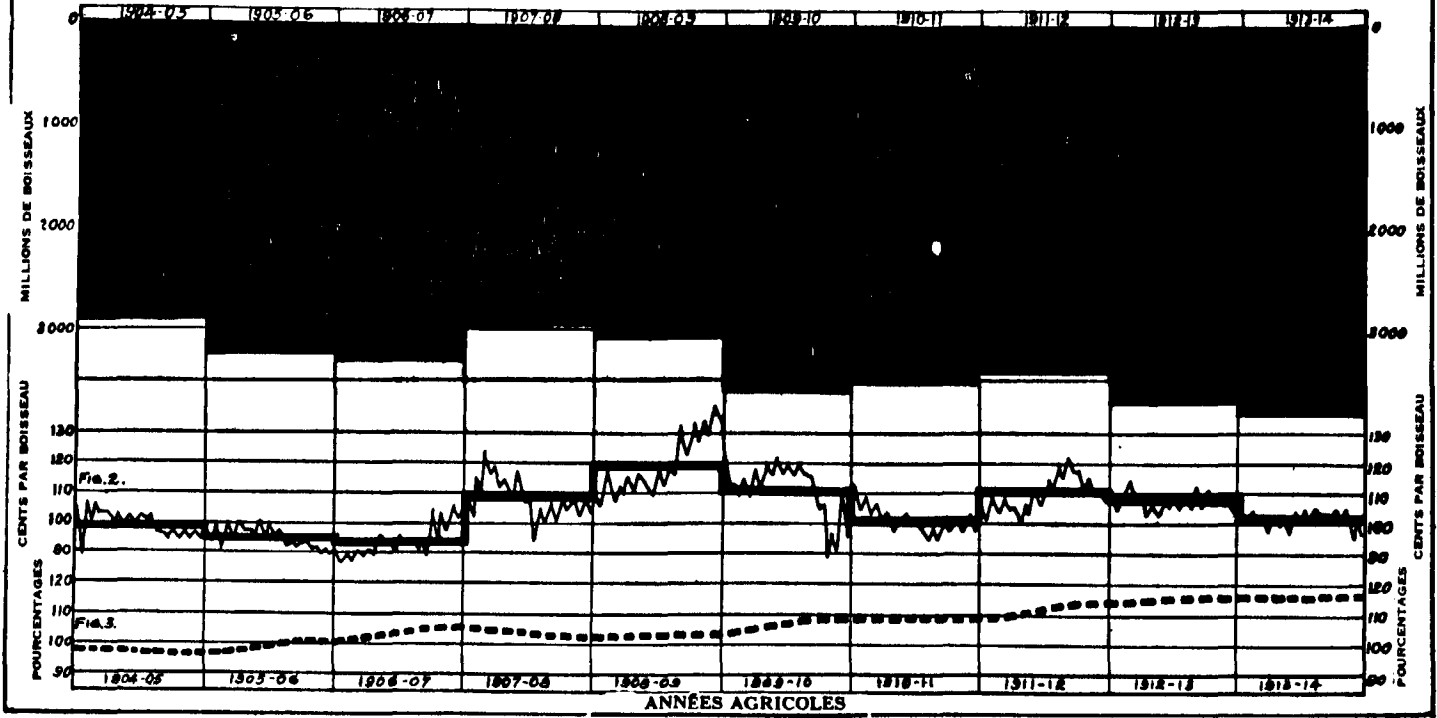
N.B.—Aux combinaisons données ci-dessus, nous n'avons pas ajouté les oscillations.

APPENDICE III

Quatre diagrammes, les numéros 1, 2, 3 et 4, communiqués par la Bourse des grains de Winnipeg révèlent la relation du niveau des cours de Liverpool et de Winnipeg avec les diverses quantités de blé produites dans le monde durant les dix années qui ont précédé la guerre et les dix années qui ont suivi la réouverture des marchés après la guerre. On a signalé que le rajustement entre les quantités et les prix a été un peu plus serré sur la place de Liverpool que sur celle de Winnipeg mais entre les deux il y a relation très étroite. Le raisonnement que suggère ces diagrammes, c'est que le système de vente organisée dont les opérations à terme sont la caractéristique principale, a créé des prix qui ont suivi de près les variations de quantités; que les deux marchés ont manifesté une tendance à monter ou baisser ensemble, et que les deux marchés, mais surtout celui de Winnipeg, ont suivi de plus près les quantités, depuis le développement complet des opérations à terme, établi à Winnipeg en 1904 seulement. On a fait remarquer que, pour juger le rajustement des cours aux quantités, il faut tenir compte de la relation entre les cours du blé et ceux des marchandises en général, ces cours étant indiqués sur les diagrammes par des lignes pointillées donnant la tendance des chiffres-indices des prix de gros des marchandises en général.

RELATION DE LA RÉCOLTE MONDIALE DE BLÉ ET DU PRIX

1. TOTAL DE LA PRODUCTION MONDIALE DE BLÉ
2. COURS MENSUELS DE HAUSSE ET DE BAISSSE ET MOYENNE PAR ANNÉES AGRICOLES DU BLÉ CLASSÉ À LIVERPOOL
3. CHIFFRE-INDICE FOURNI PAR LE BRITISH BOARD OF TRADE DES PRIX GÉNÉRAUX DE GROS

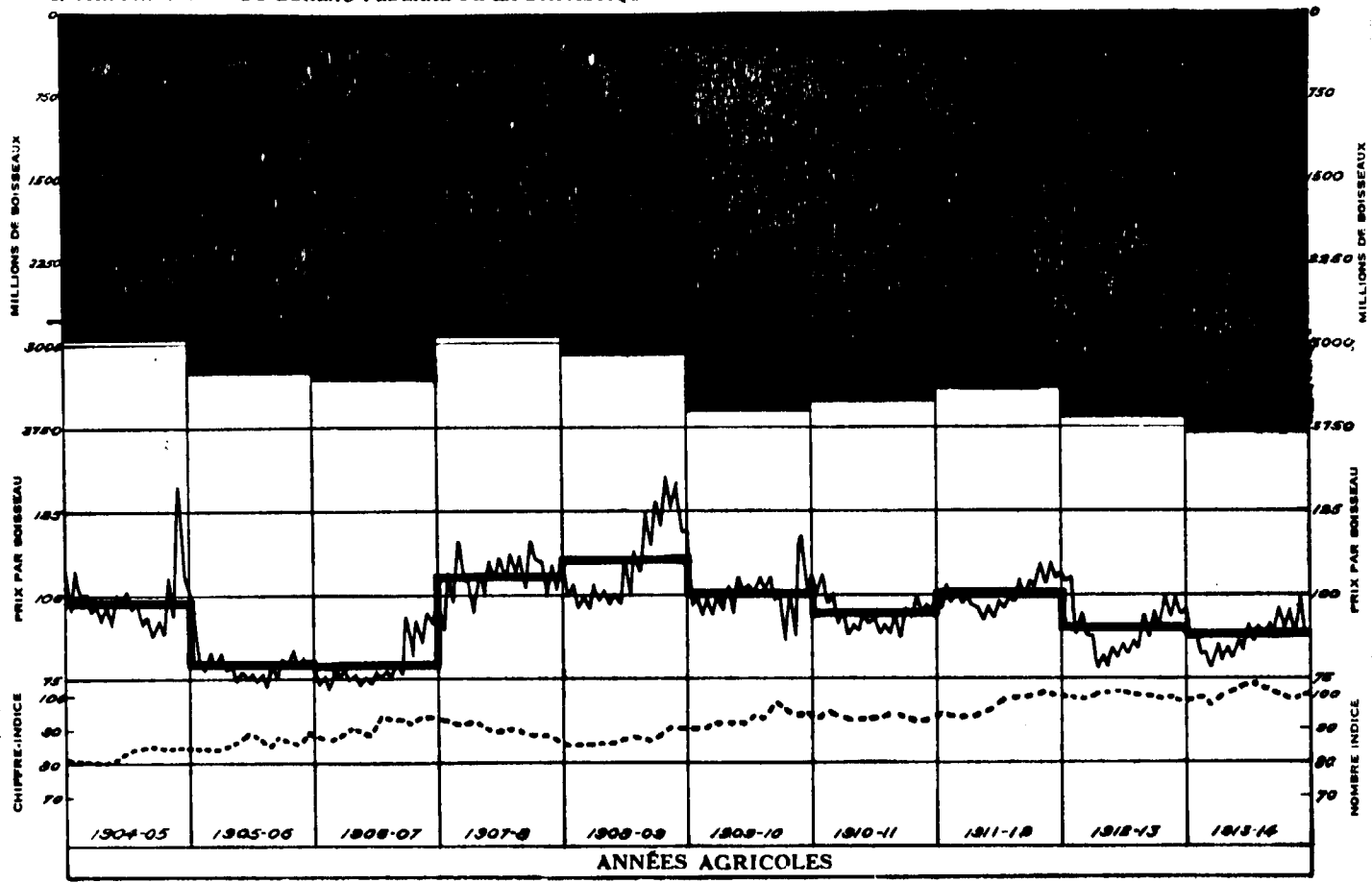


RELATION DE LA RÉCOLTE MONDIALE DE BLÉ AUX PRIX À WINNIPEG

1904-1905 À 1913-1914

1. RÉCOLTE MONDIALE—NOIR
2. COURS MENSUELS DE HAUSSE ET DE BAISSSE PAR ANNÉES AGRICOLES DU N° 1 NORTHERN ENTREPOSÉ À FORT-WILLIAM
3. CHIFFRE-INDICE DU BUREAU FÉDÉRAL DE LA STATISTIQUE DES PRIX GÉNÉRAUX DE GROS

▲ ÉLEVÉ
● MOYEN
— PAR



RELATION DE LA RÉCOLTE MONDIALE DE BLÉ AUX PRIX À LIVERPOOL

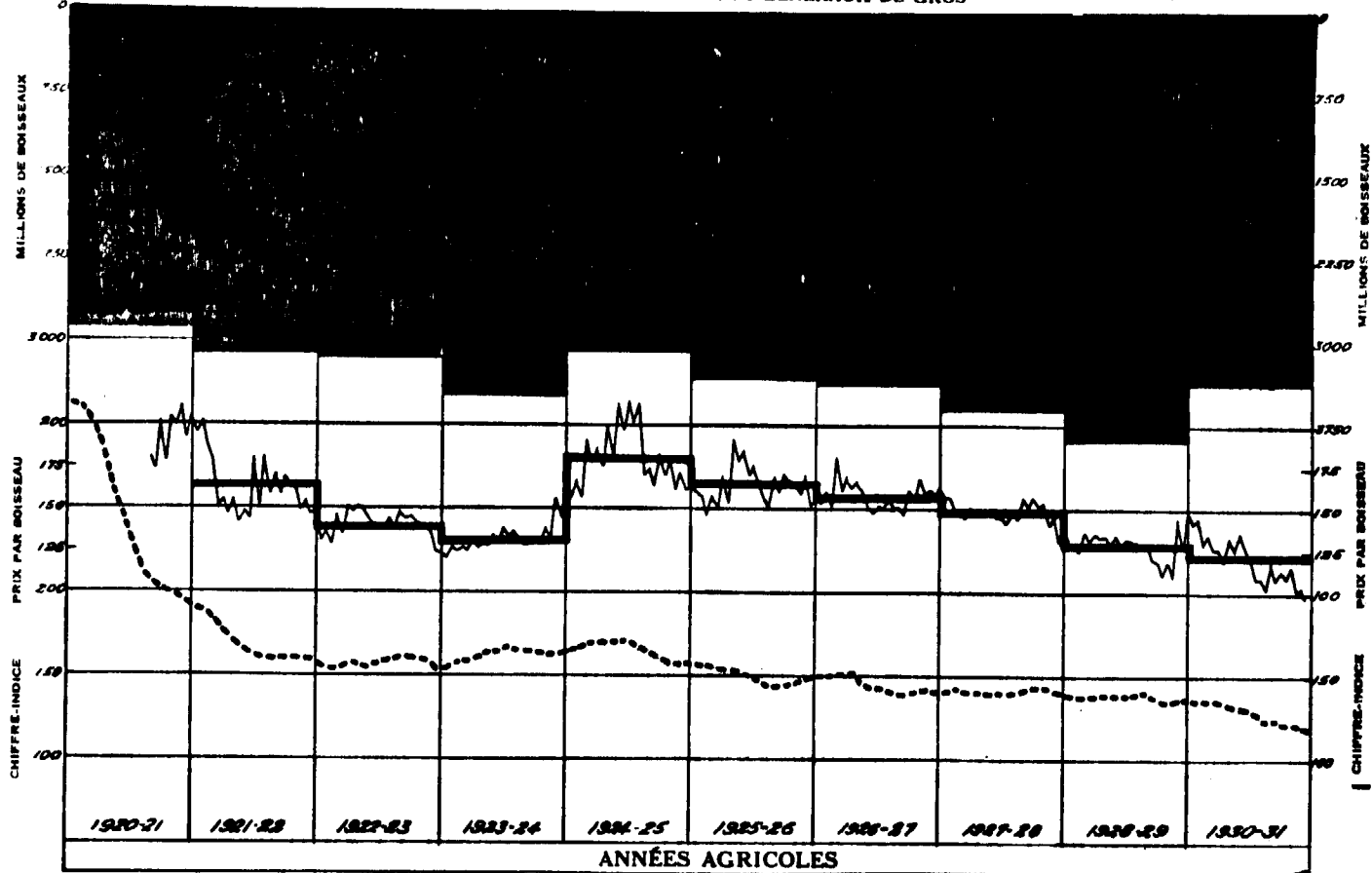
1920-1921 À 1929-1930

1. RÉCOLTE MONDIALE (SAUF LA RUSSIE)—NOIR

2. COURS MENSUELS MOYENS, DE HAUSSE ET DE DAISSE PAR ANNÉES AGRICOLES DU BLÉ À TERME À LIVERPOOL

3. CHIFFRE-INDICE FOURNI PAR LE BRITISH BOARD OF TRADE DES PRIX GÉNÉRAUX DE GROS

DE HAUSSE
MOYEN
DE DAISSE

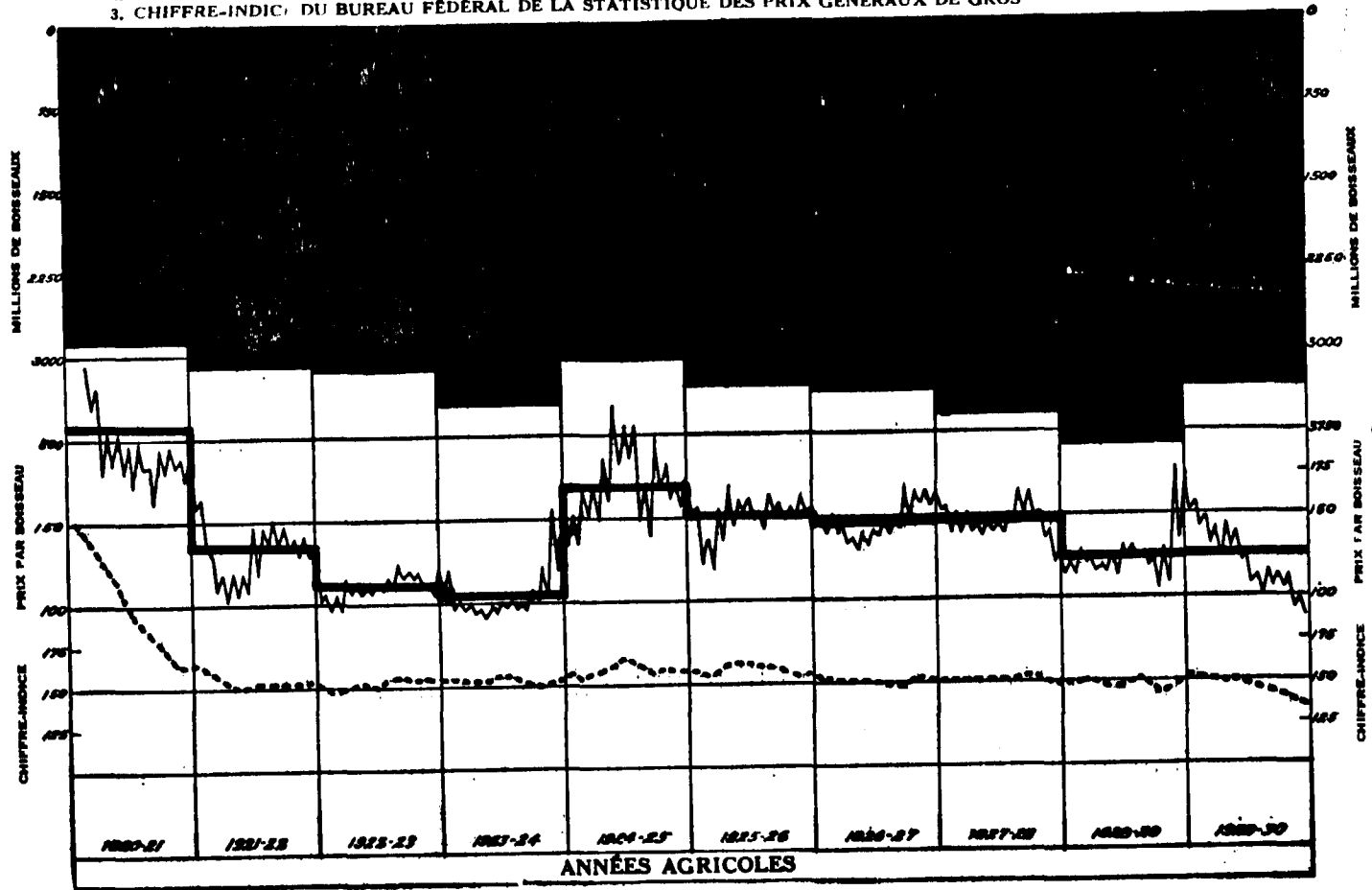


RELATION DE LA RÉCOLTE MONDIALE DE BLÉ AUX PRIX A WINNIPEG

1920-1921 À 1929-1930

1. RÉCOLTE MONDIALE (SAUF LA RUSSIE)—NOIR
2. COURS MENSUELS MOTENS, DE HAUSSE ET DE BAISSÉ PAR ANNÉES AGRICOLES DU N° 1 NORTHERN ENTREPOSÉ À FORT-WILLIAM
3. CHIFFRE-INDICE DU BUREAU FÉDÉRAL DE LA STATISTIQUE DES PRIX GÉNÉRAUX DE GROS

ÉLEVÉ MOYEN
 BAS



APPENDICE IV

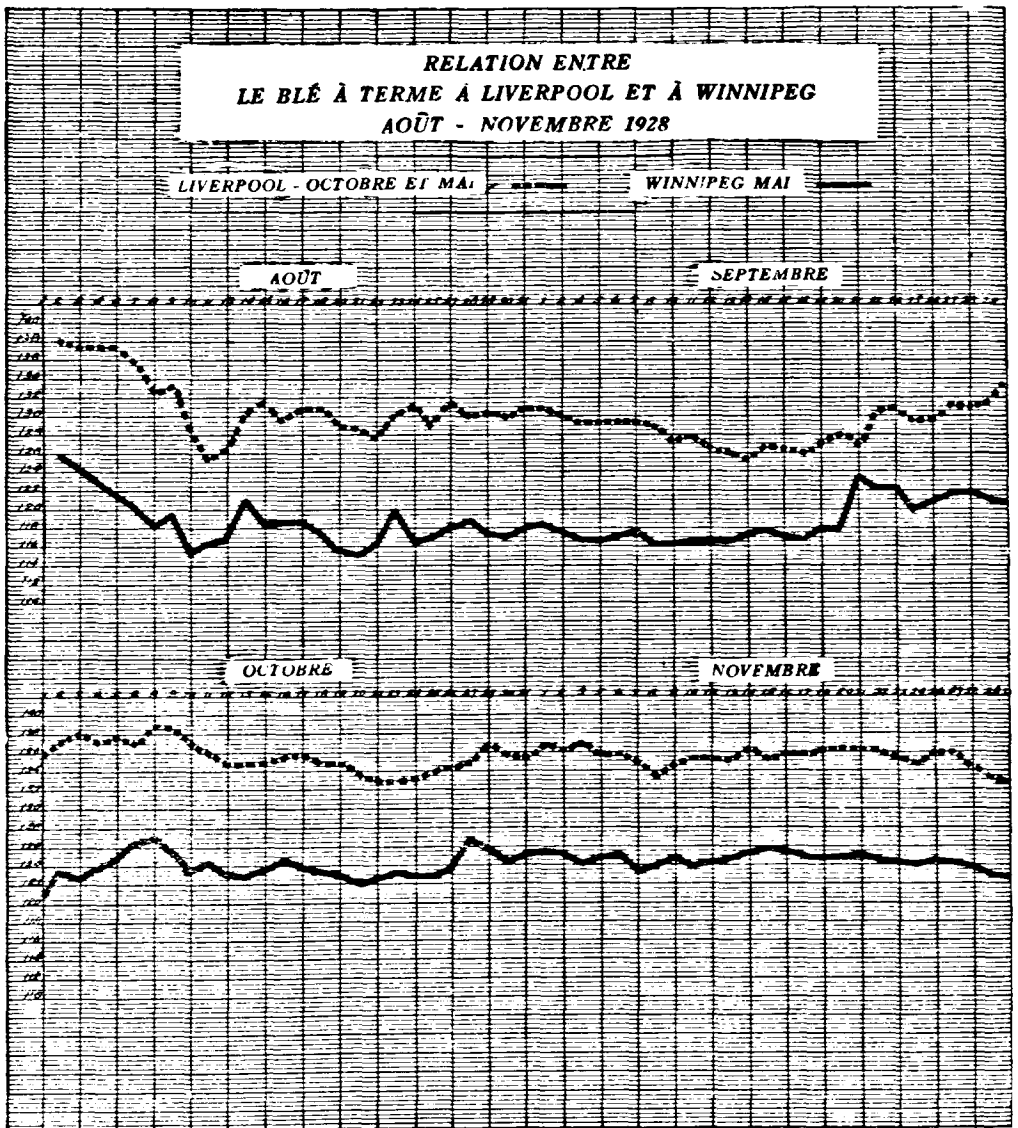
La Bourse des grains de Winnipeg a communiqué le diagramme n° 5 pour indiquer le rapport étroit entre les cours de Winnipeg et de Liverpool durant la période où les livraisons de blé par les cultivateurs de l'Ouest canadien furent plus fortes que pendant toute autre période équivalente. Elle l'a soumis aussi afin de soutenir l'opinion des témoins, que par suite des répercussions réciproques des opérations à terme sur le blé, les cours de Winnipeg ne peuvent être inférieurs aux cours mondiaux, sauf peut-être d'une fraction de cent par boisseau, bien qu'ils soient susceptibles d'être plus élevés que ceux-ci temporairement. On a signalé qu'au cours de cette période le marché mondial avait été ferme lors de la vente de l'exceptionnelle récolte canadienne. On a fait observer les répercussions presque immédiates sur un marché de la hausse ou de la baisse se produisant sur un autre. Lorsque ces variations se produisent au cours de la même journée sur les deux places, c'est celui de Liverpool qui a pris l'initiative, à cause de la différence d'heure, et quand le changement se produit à Liverpool après Winnipeg, l'initiative est attribuable à cette dernière ville.

Suit un tableau des livraisons de blé aux éleveurs régionaux, signalées par la Commission des grains, en août, septembre, octobre et novembre 1928:

LIVRAISONS DE BLÉ AUX ÉLEVATEURS RÉGIONAUX

Extrait des rapports de la Commission des grains du 1er août au 30 novembre 1928

	Réceptions aux éleveurs régionaux	Charge- ments à quais	Total	Total à date
Août 1928.....	3, 189, 258	173, 788	3, 363, 046
Septembre.....	128, 508, 744	5, 546, 290	134, 055, 034	137, 418, 080
Octobre.....	101, 132, 169	4, 504, 436	105, 636, 605	243, 054, 685
Novembre.....	101, 302, 126	5, 689, 217	106, 991, 343	350, 046, 028
Total.....	334, 132, 297	15, 913, 731	350, 046, 028

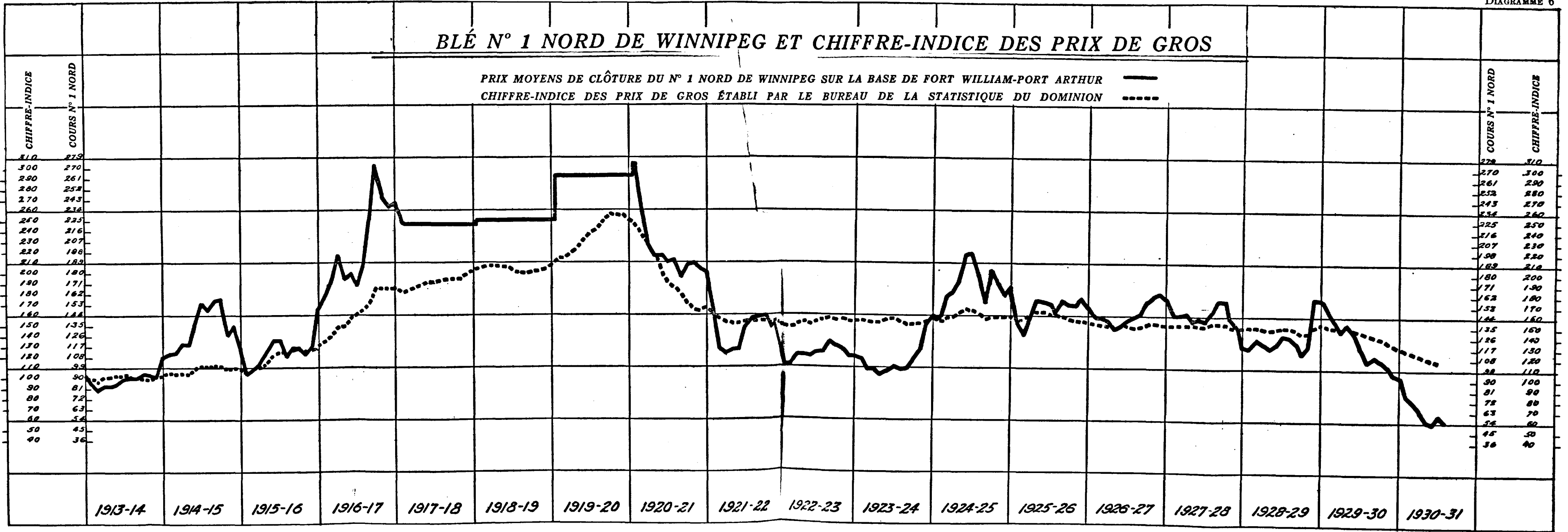


APPENDICE V

La Bourse des grains de Winnipeg a communiqué le diagramme n° 6 pour indiquer la relation entre la courbe des cours du blé de Winnipeg et celle des prix généraux de gros au Canada, de 1913-1914 à février 1931, les rapports moyens en 1913-1914 étant censés être au pair. On a présenté ce diagramme à l'appui de l'opinion que la méthode de vente des grains a assuré au blé, même pendant la période troublée qui a suivi la guerre, des prix avantageusement comparables aux prix de gros en général.

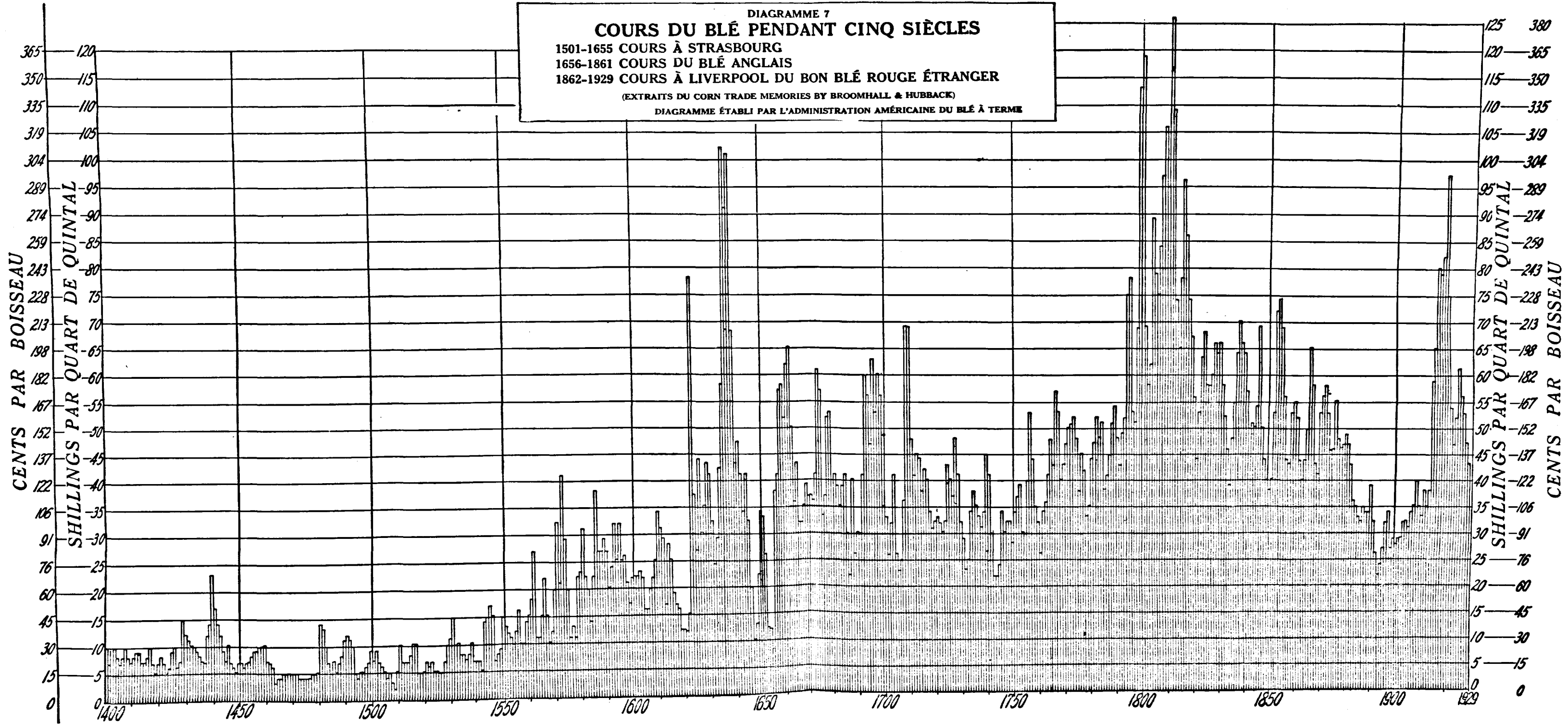
BLÉ N° 1 NORD DE WINNIPEG ET CHIFFRE-INDICE DES PRIX DE GROS

PRIX MOYENS DE CLÔTURE DU N° 1 NORD DE WINNIPEG SUR LA BASE DE FORT WILLIAM-PORT ARTHUR ———
 CHIFFRE-INDICE DES PRIX DE GROS ÉTABLI PAR LE BUREAU DE LA STATISTIQUE DU DOMINION



APPENDICE VI

DIAGRAMME 7
COURS DU BLÉ PENDANT CINQ SIÈCLES
1501-1655 COURS À STRASBOURG
1656-1861 COURS DU BLÉ ANGLAIS
1862-1929 COURS À LIVERPOOL DU BON BLÉ ROUGE ÉTRANGER
(EXTRAITS DU CORN TRADE MEMORIES BY BROOMHALL & HUBBACK)
DIAGRAMME ÉTABLI PAR L'ADMINISTRATION AMÉRICAINE DU BLÉ À TERME



APPENDICE VII

La Bourse des grains de Winnipeg a soumis les diagrammes 8 et 9 pour indiquer quel eût été le bénéfice réalisé ou la perte subie pour chacune des années agricoles 1904-05 à 1913-14 et de nouveau à partir de 1920-21 jusqu'à 1929-1930, en détenant le blé à partir des mois de septembre, octobre, novembre ou décembre et en le vendant le 1er mai, après avoir tenu compte de l'intérêt à 7 p. 100 et des frais d'entreposage de 1/30 cent par jour.

Ces tableaux sont basés sur les calculs suivants:

Comparaison entre les prix moyens au comptant, du blé n° 1 du Nord, entreposé à Fort-William et Port-Arthur, et les prix au comptant le 1er mai et la moyenne du bénéfice réalisé ou de la perte subie en détenant le blé jusqu'à cette date.

SEPTEMBRE

Années agricoles	Moyenne du prix au comptant à la fermeture du n° 1 Northern	Frais d'entreposage jusqu'au 1er mai	Frais globaux du fait de la garde jusqu'au 1er mai	Prix du n° 1 Northern à la fermeture le 1er mai	Perte ou bénéfice résultant de la garde du blé	
	c.	c.	c.	c.	c.	c.
1904-05.....	102½	11-2	113-58	89	24-58	
1905-06.....	79½	10-3	89-55	78½	11-18	
1906-07.....	74½	10-1	84-23	82½	2-11	
1907-08.....	103½	11-3	114-43	111½	3-06	
1908-09.....	98½	11-0	109-88	120½		11-00
1909-10.....	97½	10-9	108-28	100½	8-03	
1910-11.....	101½	11-2	112-83	94½	17-96	
1911-12.....	100½	11-0	111-63	103½	8-00	
1912-13.....	95½	10-8	106-30	92½	13-55	
1913-14.....	86½	10-5	96-75	90½	6-38	
Perte nette totale des dix ans.....					94-85	11-00
Moyenne de la perte par année.....					83-85	
					8-39 par boisseau	
1920-21.....	273½	18-2	291-70	183½	108-33	
1921-22.....	148½	13-1	161-23	146½	14-61	
1922-23.....	99½	11-0	110-88	120½		9-25
1923-24.....	106½	11-4	117-65	101½	15-90	
1924-25.....	142½	13-0	155-25	168½		13-00
1925-26.....	137½	12-5	150-00	158		8-00
1926-27.....	143½	13-0	156-88	149	7-88	
1927-28.....	145½	13-0	158-13	164½		6-00
1928-29.....	117	11-9	128-90	121	7-90	
1929-30.....	149½	13-2	162-60	106½	56-35	
Perte nette totale des dix ans.....					210-97	36-25
Moyenne de la perte par année.....					174-72	
					17-47 par boisseau	

OCTOBRE

Années agricoles	Moyenne du prix au comptant à la fermeture du n° 1 Northern	Frais d'entreposage jusqu'au 1er mai	Frais globaux du fait de la garde jusqu'au 1er mai	Prix du n° 1 Northern à la fermeture le 1er mai	Perte ou bénéfice résultant de la garde du blé	
	c.	c.	c.	c.	c.	c.
1904-05.....	98	9-49	107-49	89	18-49	
1905-06.....	80½	8-89	89-64	78½	11-27	
1905-07.....	76½	8-74	85-24	82½	3-12	
1907-08.....	110½	9-90	120-03	111½	8-66	
1908-09.....	98½	9-50	107-75	120½		13-13
1909-10.....	97½	9-47	106-97	100½	6-72	
1910-11.....	96½	9-43	105-81	94½	10-94	
1911-12.....	100½	9-57	109-70	103½	6-06	
1912-13.....	90½	9-22	99-47	92½	6-72	
1913-14.....	80½	8-88	89-51	90½		-87
Perte nette totale des 10 ans.....					72-00	14-00
Moyenne de la perte par année.....					58-00	
					5-8 par boisseau	
1920-21.....	232	14-16	246-16	183½	62-79	
1921-22.....	115½	10-10	125-60	146½		21-03
1922-23.....	100½	9-59	110-34	120½		9-79
1923-24.....	97½	9-48	107-23	101½	5-48	
1924-25.....	159½	11-63	171-26	168½	3-01	
1925-26.....	127	10-50	137-50	158		20-50
1926-27.....	143½	11-08	154-58	149	5-58	
1927-28.....	144½	11-09	155-22	164½		8-91
1928-29.....	123½	10-39	134-14	121	13-14	
1929-30.....	141½	10-99	152-37	106½	46-12	
Perte nette totale des dix ans.....					36-12	60-23
Moyenne de la perte par année.....					75-89	
					7-59 par boisseau	

NOVEMBRE

1904-05.....	95	7-84	102-84	89	13-84	
1905-06.....	80	7-40	87-40	78½	9-03	
1906-07.....	76½	7-30	83-80	82½	1-68	
1907-08.....	102½	8-04	110-17	111½		1-21
1908-09.....	101½	8-02	109-40	120½		11-48
1909-10.....	98½	7-92	106-05	100½	5-80	
1910-11.....	92½	7-75	99-88	94½	5-00	
1911-12.....	98½	7-93	106-43	103½	2-81	
1912-13.....	83	7-49	90-49	92½		2-26
1913-14.....	83½	7-52	91-02	90½	-65	
Perte nette totale des dix ans.....					38-81	14-95
Moyenne de la perte par année.....					23-86	
					2-39 par boisseau	
1920-21.....	205	11-04	216-04	183½	32-67	
1921-22.....	110½	8-30	119-18	146½		27-45
1922-23.....	109½	8-27	118-02	120½		2-11
1923-24.....	97½	7-90	105-28	101½	3-53	
1924-25.....	164½	9-85	173-97	168½	5-72	
1925-26.....	142½	9-21	151-46	158		6-54
1926-27.....	141	9-18	150-18	149	1-18	
1927-28.....	145½	9-29	154-42	164½		9-70
1928-29.....	120½	8-59	129-47	121	8-47	
1929-30.....	133½	8-95	142-20	106½	35-95	
Perte nette totale des dix ans.....					87-52	45-80
Moyenne de la perte par année.....					41-72	
					4-17 par boisseau	

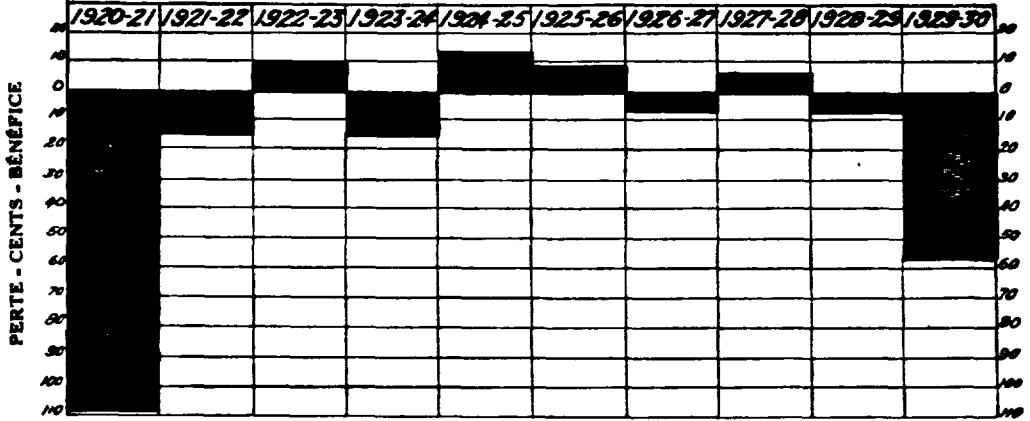
DÉCEMBRE

Années agricoles	Moyenne du prix au comptant à la fermeture du n° 1 Northern	Frais d'entreposage jusqu'au 1er mai	Frais globaux du fait de la garde jusqu'au 1er mai	Prix du n° 1 Northern à la fermeture le 1er mai	Perte ou bénéfice résultant de la garde du blé	
	c.	c.	c.	c.	c.	c.
1904-05.....	94½	6-23	101-11	89	12-11	
1905-06.....	76½	5-79	81-92	78½	3-55	
1906-07.....	74½	5-77	80-65	82½		1-48
1907-08.....	103½	6-43	109-93	111½		1-45
1908-09.....	98½	6-32	105-07	120½		15-81
1909-10.....	99½	6-33	105-46	100½	5-21	
1910-11.....	90½	6-13	96-51	94½	1-63	
1911-12.....	94½	6-22	100-72	103½		2-91
1912-13.....	80	5-88	85-88	92½		6-87
1913-14.....	83½	5-96	89-21	90½		1-17
Perte nette totale des dix ans.....					22-50	29-69
Moyenne de la perte par année.....						7-19
					par boisseau	
1920-21.....	193½	8-52	202-02	183½	18-65	
1921-22.....	113½	6-66	120-04	146½		26-59
1922-23.....	109½	6-57	115-95	120½		4-18
1923-24.....	93½	6-19	99-44	101½		2-31
1924-25.....	172½	8-04	180-79	169½	12-54	
1925-26.....	157	7-67	164-67	158	6-67	
1926-27.....	133½	7-13	140-63	149		8-37
1927-28.....	140½	7-28	147-53	164½		16-60
1928-29.....	117½	6-75	123-88	121	2-88	
1929-30.....	137½	7-22	144-97	106½	38-72	
Perte nette totale des dix ans.....					79-46	58-05
Moyenne de la perte par année.....					21-41	
					2-14 par boisseau	

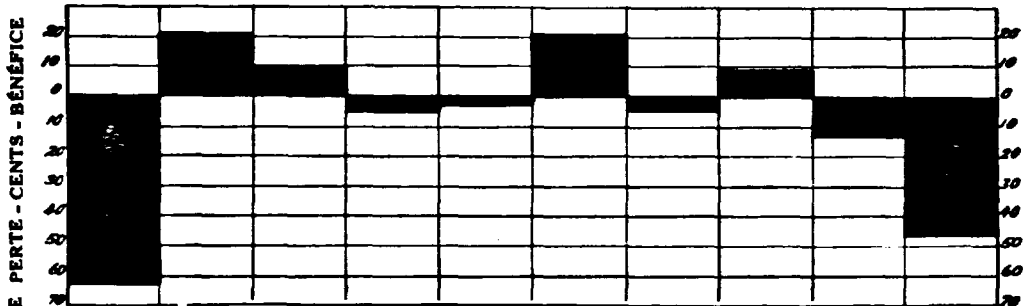
**PERTE OU BÉNÉFICE RÉSULTANT DE LA GARDE DU BLÉ À VENDRE.
DES MOIS D'AUTOMNE JUSQU'AU 1er MAI**

1920-1921 à 1929-1930

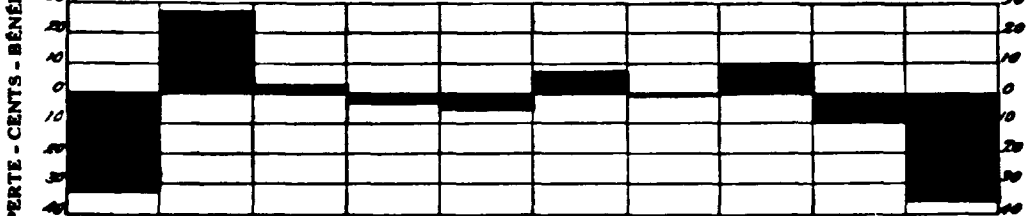
GARDE DE SEPTEMBRE AU 1er MAI



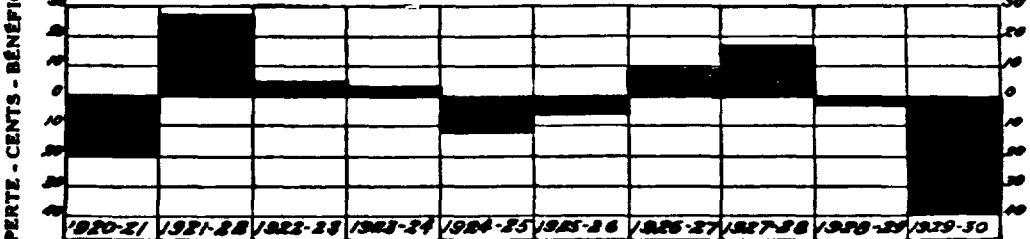
GARDE D'OCTOBRE AU 1er MAI



GARDE DE NOVEMBRE AU 1er MAI



GARDE DE DÉCEMBRE AU 1er MAI



APPENDICE VIII

PRIX COMPARATIFS MENSUELS À CHICAGO, ÉTABLIS SUR UNE PÉRIODE DE TRENTE ANS, DE 1886-87 À 1915-16

(En cents par boisseau)

Mois	Blé	Mois	Blé
Juillet.....	82-69	Janvier.....	86-84
Août.....	82-44	Février.....	88-35
Septembre.....	84-21	Mars.....	87-23
Octobre.....	84-83	Avril.....	88-73
Novembre.....	84-60	Mai.....	92-11
Décembre.....	85-67	Juin.....	86-83

Source—Rapport de la *Federal Trade Commission* sur le commerce des grains, vol. VI, Prix des grains et des grains à terme, publié le 10 septembre 1924. Washington, D.C., page 66.

APPENDICE IX (a)

RÉCEPTIONS ET ACHATS GLOBAUX DE BLÉ (À L'EXCLUSION DU BLÉ DE CARTEL) JUSQU'À LA FIN DE CHAQUE MOIS ET PRIX MOYENS PAYÉS AU POIDS, SUR LA BASE DU BLÉ N° 1 NORD ENTREPOSÉ À FORT-WILLIAM—ANNÉE AGRICOLE 1929-1930

(Rapports provenant de 20 compagnies propriétaires d'éleveurs)

	Réceptions globales à cette date	Achats totaux à cette date	Pourcent des achats effectués à cette date	Moyenne mensuelle des prix payés aux producteurs sur la base du n° 1 Northern entrep. à Fort-William et Port-Arthur
	Boisseaux	Boisseaux		\$ c.
1929				
31 oct.....	5,884,533	2,698,214	45-85	1 55/86
30 sept.....	37,983,469	22,429,237	59-05	1 48/13
31 oct.....	58,455,410	40,240,125	68-84	1 41/81
30 nov.....	62,721,273	45,022,230	71-78	1 33/59
31 déc.....	65,835,968	49,597,563	75-34	1 38/18
1930				
31 janv.....	67,732,473	51,481,250	76-01	1 29/88
28 fév.....	69,467,452	54,059,464	77-82	1 13/70
31 mars.....	70,853,862	56,291,162	79-45	1 04/68
30 avril.....	71,679,618	58,013,864	80-94	1 09/73
31 mai.....	73,274,103	60,544,507	82-63	1 07/61
30 juin.....	75,204,609	64,132,865	85-28	1 02/44
31 juillet.....	76,434,205	66,556,959	87-06	0 93/71
Moyenne pour l'année.....				1 34/73

Report.....	Réceptions 76,434,205	Achats 66,556,959	(Les détails pour chaque mois ne sont pas disponibles).
5 autres compagnies.....	29,820,000	24,920,000	
Total.....	106,254,205	91,476,959	
Pourcent de la totalité des achats.....		86-09	
Total des livraisons dans les éleveurs régionaux—blé (1929-1930).....		236,967,251	
Réception des cartels d'après leurs rapports.....		121,912,803	
Solde qui demande explication.....		115,054,448	

APPENDICE IX (b)

RÉCEPTIONS ET ACHATS GLOBAUX DE BLÉ (À L'EXCLUSION DU BLÉ DE CARTEL) JUSQU'À LA FIN DE CHAQUE MOIS ET PRIX MOYENS PAYÉS AU POIDS, SUR LA BASE DU BLÉ N° 1 NORD ENTREPOSÉ À FORT-WILLIAM—ANNÉE AGRICOLE 1930-31

	Réceptions globales à cette date	Achats totaux à cette date	Pourcent des achats effectués à cette date	Moyenne mensuelle des prix payés aux producteurs sur la base du n° 1 Northern entreposé à Fort-William et Port-Arthur
	Boiss.	Boiss.		\$ c.
1930				
31 août.....	14,409,637	5,261,308	36-51	0 90/5
30 sept.....	52,544,419	26,600,922	50-63	0 78/3
31 oct.....	70,591,884	45,811,859	64-90	0 72/7
30 nov.....	93,491,916	67,092,703	71-76	0 64/3
31 déc.....	101,343,078	78,347,661	77-31	0 55/8
1931				
31 janv.....	104,960,850	85,514,564	81-47	0 53/9
28 fév.....	111,316,269	93,280,268	83-80	0 59/1
31 mars.....	117,537,954	99,204,479	84-40	0 56/6
Moyenne des pesées à date.....				0 67/9

APPENDICE X

BLÉ: VENTES MENSUELLES DES CULTIVATEURS, TELLES QUE SIGNALÉES PAR ENVIRON 3,500 MINOTERIES ET ÉLÉVATEURS AUX ÉTATS-UNIS, DE 1917 À 1928

L'année commence en juillet	Pourcent des réceptions de l'année												Saison entière
	Juill.	Août	Sept.	Oct.	Nov.	Déc.	Janv.	Fév.	Mars	Avril	Mai	Juin	
1917.....	7-4	12-4	19-3	18-0	13-7	7-6	4-7	3-9	3-7	4-1	3-1	2-1	100-0
1918.....	17-6	19-9	18-0	13-8	8-7	7-3	4-6	3-1	2-0	1-6	1-9	1-5	100-0
1919.....	17-1	23-2	15-6	11-1	7-5	5-7	4-2	3-0	2-9	3-1	3-4	3-2	100-0
1920.....	12-1	14-3	15-9	10-6	6-9	6-2	5-5	5-3	4-9	5-0	6-4	6-9	100-0
1921.....	19-1	18-2	16-4	10-6	6-8	5-4	4-4	4-9	3-9	3-2	3-5	3-6	100-0
1922.....	14-8	17-3	14-2	12-0	8-6	7-4	5-5	5-1	4-3	3-7	3-4	3-7	100-0
1923.....	13-4	17-6	16-7	13-7	9-5	6-2	4-6	4-8	3-3	2-9	3-7	3-6	100-0
1924.....	13-6	19-8	17-5	14-5	8-6	5-6	5-3	4-2	2-5	1-6	3-1	3-7	100-0
1925.....	14-6	18-6	18-7	10-9	8-6	7-0	4-7	4-0	3-0	3-0	2-9	4-0	100-0
1926.....	21-8	20-3	13-2	10-0	5-8	5-0	4-6	4-6	3-6	2-4	3-2	5-5	100-0
1927.....	15-4	18-6	19-6	12-6	7-7	5-6	4-5	4-1	3-8	2-5	2-5	3-1	100-0
1928.....	17-9	18-6	17-0	11-6	7-0	5-4	3-8	4-3	3-4	2-5	2-6	5-9	100-0

Source.—Yearbook of Agriculture, Washington 1930. 71e Congrès, 2e session, document du Congrès n° 287, page 605.

APPENDICE XI

RÉCEPTIONS DE GRAINS À CHICAGO

Compilation d'après les chiffres du Board of Trade de Chicago

Boisseaux—Par années civiles

	Blé	Maïs	Avoine	Seigle	Orge	Total
	Boiss.	Boiss.	Boiss.	Boiss.	Boiss.	Boiss.
1930.....	27,759,000	73,678,000	29,210,000	3,578,000	7,163,000	141,388,000
1929.....	34,237,000	81,581,000	37,605,000	8,591,000	8,553,000	170,567,000
1928.....	37,152,000	117,775,000	53,760,000	4,841,000	16,459,000	229,987,000
1927.....	42,710,000	86,021,000	49,066,000	3,793,000	10,688,000	192,278,000
1926.....	38,113,000	92,710,000	47,243,000	2,163,000	9,032,000	189,261,000
1925.....	28,244,000	83,557,000	53,547,000	5,895,000	9,833,000	181,076,000
1924.....	69,012,000	99,524,000	82,831,000	9,672,000	11,461,000	272,500,000
1923.....	52,489,000	105,505,000	75,106,000	5,380,000	9,835,000	248,315,000
1922.....	57,850,000	193,271,000	87,141,000	5,534,000	9,938,000	353,734,000
1921.....	45,700,000	182,982,000	82,729,000	4,215,000	7,763,000	323,389,000

RÉCEPTIONS DE GRAINS À FORT-WILLIAM ET PORT-ARTHUR

Compilation d'après des statistiques officielles

Boisseaux—Par années agricoles

	Blé	Avoine	Orge	Lin	Seigle	Total
	Boiss.	Boiss.	Boiss.	Boiss.	Boiss.	Boiss.
1929-30.....	135,339,685	4,979,266	17,175,866	1,078,204	4,862,785	163,435,806
1928-29.....	320,455,930	31,597,036	45,016,131	2,346,240	8,122,716	407,538,053
1927-28.....	261,313,956	22,118,780	23,712,455	3,361,734	11,941,239	322,448,164
1926-27.....	253,994,781	13,767,873	35,942,933	3,854,843	7,855,247	315,415,677
1925-26.....	261,778,072	36,413,918	36,467,542	5,126,255	5,268,588	345,054,375
1924-25.....	156,989,185	37,461,165	27,913,975	7,686,915	5,332,186	235,383,426
1923-24.....	297,424,529	58,352,751	16,105,147	4,645,666	7,162,635	383,690,728
1922-23.....	246,559,489	27,379,894	15,804,679	2,695,725	12,382,231	304,822,018
1921-22.....	190,433,484	42,892,824	11,944,356	2,384,037	4,182,585	251,837,286
1920-21.....	143,434,558	46,534,779	11,811,848	4,839,847	2,597,484	209,218,516