

JOURNAL DE LA SOCIÉTÉ STATISTIQUE DE PARIS

MOURRE

Les crises et leurs signes caractéristiques aux États-Unis de 1882 à 1921

Journal de la société statistique de Paris, tome 63 (1922), p. 5-24

[<http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1922__63_5_0>](http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1922__63_5_0)

© Société de statistique de Paris, 1922, tous droits réservés.

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

NUMDAM

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

II

LES CRISES ET LEURS SIGNES CARACTÉRISTIQUES AUX ÉTATS-UNIS DE 1882 A 1921

Cette étude a été limitée aux États-Unis, et à la période 1882-1921, qui est la seule où nous avons pu nous procurer des documents abondants. Elle se divisera en deux parties. La première traitera de l'existence et du rythme des crises, la seconde de la concordance des différents signes statistiques.

I — EXISTENCE ET RYTHME DES CRISES

Il importe tout d'abord de définir ce que nous entendons par crise. Il y a identité entre une crise et une diminution de l'activité économique prise dans son ensemble. Les différents signes statistiques qui reflètent la vie économique, tels que les compensations, les recettes des chemins de fer, le volume du commerce extérieur, la production du fer et celle du cuivre, etc., ont une tendance normale à croître. Si, au lieu d'augmenter, ils diminuent, c'est qu'il se produit dans l'organisme économique un trouble auquel on peut donner le nom de crise. Il convient de remarquer qu'une crise est en principe accompagnée d'une baisse des prix.

On pourra faire l'objection suivante. Une simple dépression de l'activité économique n'est pas une crise. Une crise est une perturbation violente et non pas un temps d'arrêt, marqué par quelques légers phénomènes de régression. C'est une véritable exagération d'appeler crise une halte nécessaire dans la marche en avant.

Nous répondrons que si on n'adopte pas la définition que nous venons de proposer, il faut renoncer à définir les crises. Entre une crise intense et une crise légère, il y a une différence de degré et non de nature. Or le rôle d'une définition est de distinguer nettement les phénomènes du même ordre et de permettre de les reconnaître facilement.

En outre on n'a pas le droit de négliger d'observer une crise sous prétexte qu'elle est légère. Se refuser à la reconnaître, ce serait ne pas vouloir observer le rythme de la vie économique avec ses ondulations tantôt superficielles, tantôt profondes, ce serait voir une courbe montant continuellement là où en réalité elle s'abaisse puis se relève légèrement.

De plus, les crises peu accentuées, si elles peuvent être dépourvues d'intérêt pour un historien s'attachant surtout à l'étude des phénomènes bien caractérisés, ne doivent pas être négligées par les hommes d'affaires auxquels elles infligent une diminution de leurs bénéfices.

Si nous prenons comme base la définition proposée, on s'aperçoit que de 1882 à 1921 treize crises ont éclaté aux États-Unis et qu'elles sont toutes, sauf celles de 1882 et de 1887, séparées par un intervalle de trois ou quatre ans. Voici les dates de ces crises :

1882	1898	1908	1913 et 1914
1887	1896	1907	1917
1890	1900	1910	1920

Nous montrerons, en examinant les principaux signes qui caractérisent l'activité économique, que toutes ces crises ont bien eu lieu réellement.

Les signes choisis sont : 1^o le taux du papier commercial; 2^o le nombre indice des prix; 3^o les cours des actions; 4^o le volume des transactions au Stock-Exchange de New-York; 5^o le passif des faillites; 6^o le montant des clearings à New-York jusqu'en 1887 inclusivement et dans tous les États-Unis après cette date; 7^o les recettes brutes des chemins de fer par mille (un mille égale 1.609 mètres); 8^o la valeur du commerce extérieur (importations et exportations); 9^o la production du fer (pig iron); 10^o la production du cuivre; 11^o le nombre de milles de chemins de fer annuellement construits; 12^o l'immigration. A partir de 1913 nous avons ajouté un treizième signe, le tonnage des commandes de l'United States Steel Corporation (1).

(1) Les sources auxquelles nous avons puisé ont été de 1882 à 1890 le *Statistical Abstract of the United States* (chiffres annuels) pour les faillites, les clearings, la production du fer et du cuivre, l'immigration; l'*Annuaire Statistique de la France* pour le nombre indice des prix. L'Annuaire indique les documents américains qu'il a employés. Nous avons utilisé, toujours de 1882 à 1890, les chiffres de l'Institut statistique Babson pour le taux d'escompte du papier commercial, le cours des actions, le volume des transactions boursières, les recettes brutes des chemins de fer par mille, la valeur du commerce extérieur, le nombre de milles

Il convient d'attirer l'attention sur l'importance du premier de ces signes; le taux du papier commercial qui indique à la fois l'état des disponibilités et le degré de confiance qui règne dans le monde des affaires.

Il est, à l'heure actuelle, le meilleur indice à consulter pour prévoir les crises.

Il ne faut pas songer à lui substituer le taux du call-money, c'est-à-dire de l'argent au jour le jour qui s'emploie sur la Bourse de New-York. Celui-ci est un indice des plus médiocres. On conçoit très facilement que les quantités de fonds mis chaque jour à la disposition du marché varient dans des proportions considérables et que les taux journaliers auxquels ils s'emploient soient sujets aux sauts les plus brusques qui ne correspondent nullement aux modifications de la situation économique générale. On pourrait sans doute faire une moyenne des différents cours du call-money, mais ce serait là une opération un peu compliquée pour la plupart des commerçants et des capitalistes, et qui ne donnerait pas des renseignements bien sûrs, car une moyenne ne pourrait porter que sur le passé. Or c'est la situation présente qu'il faut connaître.

Le bilan des banques de New-York ne donne que des indications locales ne reflétant pas la situation générale des États-Unis.

La proportion de la réserve aux engagements des banques fédérales de réserve sera plus tard un indice excellent, mais le fonctionnement de ces banques est tout récent, et les statistiques que l'on peut établir d'après leur bilan, embrassent un temps trop court pour qu'elles puissent être utilisées avec beaucoup de profit.

C'est donc le taux de l'argent à terme qu'il faut choisir comme signe monétaire. Nous avons pris comme type le taux du papier commercial de premier ordre, à New-York, à une seule signature, de trois à six mois.

Nous allons examiner une à une les crises qui se sont succédé.

Crise de 1882.

1^o Le taux du papier commercial est en hausse en 1882. Il atteint son maximum au milieu de 1882 pour s'abaisser jusqu'à un minimum en 1885.

2^o Le nombre indice des prix est en hausse en 1882, mais en baisse légère l'année suivante;

3^o Les valeurs de bourse fléchissent très fortement en 1882;

4^o Le volume des transactions en bourse diminue très sensiblement en 1882;

5^o Le passif des faillites, en voie d'accroissement depuis 1880, subit une progression plus vive en 1882 qui continue jusqu'en 1884 où elle atteint son maximum;

6^o Les clearings sont en décroissance;

de chemins de fer construits. A partir de 1890 jusqu'en 1911, nous nous sommes servis en outre des chiffres mensuels des cours de 40 actions donnés par le professeur Mitchell dans son livre *Business Cycles*. A partir de 1900 nous avons relevé nous-mêmes dans le *Commercial and Financial Chronicle* à la fin de chaque semaine le chiffre du taux de l'escompte du papier commercial, et nous avons publié en avril 1913 un graphique dans le *Journal de la Société de Statistique*. Nous avons continué du reste à relever les mêmes taux jusqu'en 1921. Enfin à partir de 1903 nous avons eu à notre disposition, dans la Statistique Babson, non plus les chiffres annuels, mais les chiffres mensuels des douze signes énumérés plus haut, ce qui permet de suivre pas à pas les dépressions économiques.

7° Les recettes brutes des chemins de fer par mille sont en diminution de 1882 à 1885;

8° Le chiffre du commerce extérieur subit une grande baisse en 1882, se relève en 1883 et rebaisse en 1884;

9° et 10° La production du fer et du cuivre continuent à croître;

11° Le « mileage », c'est-à-dire le nombre de milles de voies ferrées en construction, fléchit violemment en 1882. Les dépressions dans la construction des chemins de fer qui eurent lieu en 1882 et ensuite en 1887 furent les deux plus marquées dans la période que nous considérons;

12° L'immigration croît vivement en 1882, mais subit une chute violente en 1883. Il est probable que cette chute a commencé en 1882.

Sur douze des signes examinés, dix accusent la crise. Celle-ci a donc été réelle.

Crise de 1887.

1° Le taux d'escompte du papier commercial en hausse en 1887 arrive au même niveau qu'en 1882;

2° Les prix montent légèrement en 1887 et accentuent leur hausse en 1888;

3° Le cours des actions s'abaisse en 1887 pour se relever en 1888;

4° Le volume des transactions boursières, en décroissance depuis 1886, continue à diminuer en 1887;

5° Le passif des faillites atteint son maximum en 1887;

6° Les clearings (1) s'accroissent en 1887, mais passent par un minimum en 1888. Il est probable que la décroissance a dû commencer en 1887;

7° Les recettes brutes des chemins de fer franchissent un maximum en 1887, puis s'abaissent jusqu'en 1889 où elles se relèvent;

8° Le volume du commerce extérieur est à peu près stationnaire en 1887, mais se relève en 1888;

9° et 10° La production du fer et du cuivre continuent à s'accroître;

11° Le « mileage » de voies ferrées construit passe par un record en 1887, mais se met ensuite à fléchir brusquement;

12° L'immigration continue à s'accroître en 1887.

Sur douze signes sept accusent la crise, un signe indique la stagnation, quatre signes, parmi lesquels l'indice des prix, auquel il faut attacher une grande importance, révèlent la continuation de la progression.

L'année 1887 n'a donc pas vu éclater une crise violente, mais a marqué une hésitation du mouvement économique.

Crise de 1890.

1° Le taux de l'escompte du papier commercial s'élève en 1890;

2° Les prix fléchissent en 1890, mais la tendance des prix dans toute cette période est à la baisse, ce qui enlève à ce signe une partie de sa valeur;

3° Le cours des actions subit une grosse chute en 1890 ;

(1) Clearings de New-York seulement.

- 4° Le volume des transactions boursières décroît en 1890;
- 5° Le passif des faillites progresse vivement en 1890;
- 6° Les clearings (1) s'élèvent;
- 7° Les recettes brutes par mille des chemins de fer haussent en 1890;
- 8° Le volume du commerce extérieur continue à s'accroître;
- 9° et 10° La production du fer et du cuivre n'interrompt pas sa progression;
- 11° Le « mileage » des voies ferrées construit croît en 1890, mais décroît beaucoup en 1891 et la baisse a dû commencer en 1890;
- 12° L'immigration s'accroît en 1890.

Nous nous trouvons donc en présence de six signes indiquant une régression et de six autres montrant la continuation de la progression. De même qu'en 1887, on peut conclure à une période d'hésitation.

Crise de 1893.

Les douze signes examinés accusent la crise.

Crise de 1896.

- 1° Le taux du papier commercial éprouve une hausse très vive;
- 2° Les prix fléchissent. La baisse des prix est du reste persistante depuis longtemps;
- 3° Le cours des actions s'abaisse;
- 4° Le volume des transactions en bourse décroît;
- 5° Le passif des faillites est en forte augmentation;
- 6° L'accroissement des clearings continue;
- 7° Les recettes brutes par mille des chemins de fer montent légèrement;
- 8° Le volume du commerce extérieur continue à s'amplifier;
- 9° La production de la fonte décroît;
- 10° La production du cuivre continue à s'accroître;
- 11° Le « new mileage » de chemins de fer construits est en décroissance;
- 12° L'immigration est en fort accroissement en 1896, mais subit une chute importante en 1897, ce qui indique un recul économique devant commencer l'année précédente.

On peut donc considérer ce signe comme accusant la crise.

Sur douze signes huit révèlent une dépression économique. Une crise légère a eu lieu en 1896.

Crise de 1900.

- 1° Le taux de l'escompte du papier commercial hausse en 1899 et 1900;
- 2° Les prix, qui avaient beaucoup haussé en 1900, fléchissent en 1901 et la baisse a dû commencer en 1900;
- 3° Les cours des actions reculent en 1899 et 1900;

(1) Chiffre pour tous les États-Unis.

- 4° Le volume des transactions au Stock-Exchange fléchit en 1900;
- 5° Les faillites augmentent en 1900;
- 6° Les clearings diminuent en 1900;
- 7° Les recettes brutes par mille des chemins de fer augmentent;
- 8° Le volume du commerce extérieur s'accroît en 1900;
- 9° La production de la fonte progresse en 1900 et 1901;
- 10° La production du cuivre augmente en 1900, mais fléchit en 1901;
- 11° Le « new mileage » de voies ferrées construit décroît en 1900;
- 12° L'immigration progresse en 1900.

Sur douze signes huit accusent la crise, quelques-uns peu nettement du reste, et quatre indiquent la continuation de la progression. Ici encore nous sommes en présence d'un temps d'arrêt de l'activité économique.

Crise de 1903.

- 1° Le taux de l'escompte du papier commercial hausse;
- 2° Les prix s'abaissent extrêmement légèrement en 1904;
- 3° Le cours des actions subit une dépression très violente;
- 4° Le volume des transactions boursières fléchit d'une manière très marquée;
- 5° Le passif des faillites est en augmentation;
- 6° Les clearings diminuent;
- 7° Les recettes brutes par mille de chemins de fer diminuent en 1903 et 1904;
- 8° Le volume du commerce extérieur s'accroît en 1903, mais reste presque étale en 1904;
- 9° La production de la fonte s'abaisse en 1904;
- 10° La production du cuivre continue sa progression;
- 11° Le « new mileage » des chemins de fer construit continue à s'accroître;
- 12° L'immigration diminue en 1904.

La crise de 1903 a surtout été une crise de bourse d'une grande violence. Elle s'est répercutée légèrement sur l'industrie. Sur les douze signes considérés, neuf accusent la crise.

Crise de 1907.

Elle est trop évidente et trop connue pour qu'il soit utile de discuter son existence.

Crise de 1910.

- 1° Le taux de l'escompte du papier commercial s'élève;
- 2° Les prix s'élèvent en 1910, s'abaissent en 1911;
- 3° Le cours des actions fléchit;
- 4° Le volume des transactions au Stock Exchange diminue;
- 5° Le passif des faillites est en augmentation;
- 6° Les clearings diminuent;
- 7° Les recettes brutes par mille des chemins de fer fléchissent légèrement;
- 8° Le volume du commerce extérieur s'accroît;
- 9° La production de fonte s'abaisse en 1911;

- 10° La production du cuivre est en recul;
- 11° Le « mileage » de chemins de fer construit diminue;
- 12° L'immigration s'accroît en 1910, mais fléchit en 1911.

La crise de 1910 a été peu violente, mais elle est incontestable. Sur douze signes, onze l'accusent.

Crise de 1913.

- 1° Le taux du papier commercial hausse fin 1912;
- 2° Les prix atteignent un maximum fin 1912, baissent en 1913 comparativement à ce maximum. Pendant le premier semestre de 1914 la baisse s'accroît;
- 3° Les actions baissent en 1913;
- 4° Le volume des transactions boursières diminue;
- 5° Le passif des faillites est en augmentation;
- 6° Les clearings sont en légère diminution;
- 7° Les recettes brutes par mille des chemins de fer continuent à s'accroître;
- 8° Le volume du commerce extérieur progresse;
- 9° La production du fer fléchit à la fin de 1913 et dans le premier semestre de 1914;
- 10° La production du cuivre reste à peu près stationnaire;
- 11° Le « mileage » de voies ferrées construit diminue;
- 12° L'immigration passe par un maximum en 1913, mais fléchit fortement dans le premier semestre de 1914;
- 13° Le tonnage des commandes de l'U. S. Steel Corporation baisse à la fin de 1913 et dans le premier semestre de 1914.

Sur treize signes considérés, dix signes montrent une régression, un signe indique un état stationnaire, et deux signes sont en faveur de la continuation de la progression. Il y a donc eu en 1913 une crise très nette.

Crise de 1914.

Au moment où la crise de 1913 était presque liquidée, la guerre amena une perturbation générale qui non seulement prolongea la dépression commerciale et boursière, mais l'aggrava très profondément. Les faillites atteignirent en 1914 le chiffre de 358 millions de dollars qui surpassa le maximum de toutes les années antérieures.

Crise de 1917.

Une hausse légère du taux de l'escompte (5 1/8) pouvait faire prévoir une crise de bourse non pas comme probable, mais comme possible. Elle fut très violente; les cours, il est vrai, venaient de très haut.

Cette crise offrit cette particularité qu'elle resta limitée à la Bourse. Une grande partie de l'industrie américaine travaillant pour la guerre ne pouvait en être affectée. Quant aux industries qui n'étaient pas favorisées d'une manière spéciale par l'état de guerre, elles éprouvèrent les plus grandes difficultés à trouver des fonds auprès du public. « Il n'y a plus, disait M. Warburg, du « Fede-

« *ral Reserve Board* », à l'heure actuelle, de marché de placements et la monnaie ne cherche pas à s'employer dans la plus petite mesure. »

L'État se décida à intervenir. Au moyen d'un organisme spécial, la *War Finance Corporation*, qui avait le pouvoir d'émettre des billets, des prêts furent consentis à l'industrie et la crise fut arrêtée. Des disponibilités furent ainsi créées d'une manière tout à fait artificielle, mais les circonstances exceptionnelles que traversaient les États-Unis légitimaient l'emploi de moyens exceptionnels.

Crise de 1920-1921.

Son existence ne peut faire aucun doute.

Nous remarquerons quatre signes de régression, la hausse du taux de l'escompte, l'augmentation des faillites, la baisse du cours des actions, la diminution du volume des transactions boursières. On les trouve partout dans toutes les crises, sauf dans celle de 1917, où les faillites ont diminué. La reproduction périodique aux États-Unis de ces quatre phénomènes mérite d'être retenue.

L'espace de temps que nous avons étudié, 1882-1921, embrasse quarante ans et nous avons constaté que les crises, à une exception près, ont été triennales ou quadriennales. Dans la période antérieure à 1882, elles se produisaient, à en croire les différents historiens qui se sont occupés de la question, à des intervalles beaucoup plus éloignés et mesurant environ une dizaine d'années.

Voici les dates des crises qui eurent lieu aux États-Unis à partir de 1825 :

1825	1837	1848	1857	1873	1882
------	------	------	------	------	------

Il est possible toutefois qu'une étude approfondie et détaillée, servie par des statistiques plus complètes que celles dont on disposait pour cette période, eût fait apparaître des crises secondaires que leurs caractères moins accusés avaient empêché d'apercevoir.

Ainsi, si nous considérons les totaux annuels du passif des faillites que nous possédons depuis 1857 et qui sont d'excellents révélateurs des crises et si nous notons les différents maxima marquant le point culminant de la montée des faillites et qui ont été ensuite suivis d'une décroissance, nous obtenons, de 1857 à la période que nous avons étudiée, les années suivantes :

1857	1861	1867	1870	1873	1878	1884
------	------	------	------	------	------	------

Les crises paraissent donc avoir été plus fréquentes qu'on ne le croit en général.

La période 1882-1921 se décompose en deux parties :

1^o De 1882 à 1899 le taux de l'intérêt aux États-Unis subit un mouvement de baisse qui avait du reste des origines bien antérieures à 1882;

2^o De 1899 à 1921 le taux de l'intérêt s'élève.

La statistique Babson qui porte sur le rendement de cinq obligations de premier ordre rend compte de ce phénomène :

Rendement de cinq obligations de premier ordre.

Années	Rendement décroissant	Années	Rendement croissant
—	—	—	—
	%		%
1882	4,34	1900	3,16
1883	4,35	1901	3,09
1884	4,36	1902	3,19
1885	4,33	1903	3,29
1886	3,84	1904	3,44
1887	3,80	1905	3,45
1888	4,04	1906	3,48
1889	3,85	1907	3,80
1890	3,67	1908	3,97
1891	3,97	1909	3,66
1892	3,95	1910	3,90
1893	3,85	1911	3,93
1894	3,85	1912	3,99
1895	3,70	1913	4,11
1896	3,70		
1897	3,62		
1898	3,34		
1899	3,07		

Le taux d'escompte du papier commercial aurait dû, semble-t-il, avoir des mouvements parallèles à ceux de l'intérêt. Or il n'en a pas été ainsi, le taux moyen du papier commercial est resté invariable, s'il n'a pas décliné.

Voici une statistique empruntée à l'Institut Babson :

Taux du papier commercial.

1882 5 5/8	1890 6	1898 4 1/4	1906 5 3/4
1883 5 3/8	1891 5 3/4	1899 4 1/2	1907 6 1/2
1884 5 1/8	1892 4 1/2	1900 5	1908 4 3/4
1885 4	1893 7 1/3	1901 4 1/2	1909 4 3/8
1886 4 3/4	1894 3 1/3	1902 5 1/4	1910 5
1887 5 5/8	1895 4	1903 5 3/4	1911 4
1888 5	1896 6	1904 4 3/4	1912 4 5/6
1889 4 7/8	1897 4	1905 4 1/2	1913 5 5/8

Remarquons que nous partons de 5 5/8 en 1882 qui fut une année de crise pour nous retrouver à 5 5/8 en 1913 qui fut également une année de crise.

Cette résistance du taux du papier commercial à suivre le taux de l'intérêt s'explique par la sécurité de plus en plus grande que donnait l'escompte de ce papier.

De 1882 à 1921, à mesure qu'on avance d'année en année, les crises ont pu conserver leur ancienne violence, les oscillations de prix ont pu se maintenir aussi amples, la vie économique a pu être aussi sévèrement entravée à la fin qu'au début de la période considérée, mais les commerçants et les industriels ont été mieux préparés à recevoir le choc; leur prudence a été plus grande.

La statistique des faillites de 1882 à 1913 prouve qu'il en est ainsi. Le passif des faillites diminue, malgré l'augmentation croissante du volume des affaires :

Passif des faillites (en dollars) (1).

1882. . . .	101.548.000	1893. . . .	346.780.000	1904. . . .	144.202.000
1883. . . .	172.874.000	1894. . . .	172.993.000	1905. . . .	102.676.000
1884. . . .	226.343.000	1895. . . .	173.196.000	1906. . . .	119.202.000
1885. . . .	124.220.000	1896. . . .	226.097.000	1907. . . .	197.385.000
1886. . . .	114.644.000	1897. . . .	154.332.000	1908. . . .	222.316.000
1887. . . .	167.561.000	1898. . . .	130.663.000	1909. . . .	154.603.000
1888. . . .	123.830.000	1899. . . .	90.880.000	1910. . . .	201.757.000
1889. . . .	148.784.000	1900. . . .	138.496.000	1911. . . .	191.062.000
1890. . . .	189.857.000	1901. . . .	113.092.000	1912. . . .	203.117.000
1891. . . .	189.869.000	1902. . . .	117.477.000	1913. . . .	272.672.000
1892. . . .	114.044.000	1903. . . .	155.444.000		

On remarquera qu'en 1908, année où se liquida la crise de 1907 qui fut particulièrement violente, les faillites ne furent que de \$ 222 millions environ, alors qu'en 1896, année où le recul de la vie économique s'esquissa seulement, elles atteignirent \$ 226 millions environ. En 1893, elles s'élevèrent à \$ 347 millions environ, chiffre supérieur à celui de toutes les années antérieures. En 1884, elles furent à la suite de la crise de 1882 de \$ 226 millions environ. Rappelons encore qu'en 1857 elles montèrent au chiffre énorme de \$ 292 millions environ. Le passif des faillites de 1907 est d'autant plus faible, si on le compare à celui des crises précédentes, qu'il a été grossi non seulement par l'augmentation du volume des affaires, mais encore par la hausse des prix due à la plus grande abondance des moyens de paiement.

Par contre, en 1914 on revit un chiffre un peu supérieur à celui de 1893, et le passif des faillites en 1921 surpassera tous les maxima antérieurs. Mais 1914 fut une année exceptionnelle et le chiffre de 1921 fut élevé par une hausse des prix causée en partie par l'augmentation de la monnaie aux États-Unis.

Ainsi en négligeant ce qui s'est passé depuis 1914, par suite de l'allure anormale que la guerre imprima à tous les phénomènes économiques, les années 1882-1913 se décomposent en deux périodes, la première où d'une part le taux de l'intérêt baissant, le mouvement commercial a dû être ralenti et où d'autre part, comme le révèle le passif plus important des faillites, la sécurité dut être moins grande; la seconde où l'intérêt fut en hausse, où l'activité économique fut plus intense et où la sécurité dans les affaires augmenta. Ces deux époques ont des physionomies différentes. C'est un fait très remarquable que l'espace de temps qui sépare les crises y reste le même, triennal ou quadriennal.

Mais si le rythme économique a lieu au même intervalle, il est doué dans la première de ces périodes, d'une intensité plus réduite. On part d'une région moins haute de l'activité économique, mais la chute est moins profonde, la dépression est moins accentuée. Sur les sept crises qui ont éclaté de 1882 à 1900, au moins quatre d'entre elles, 1887, 1890, 1896, 1900, représentent plutôt une hésitation qu'une dépression du mouvement commercial. Les deux seules crises accentuées furent celles de 1882 et de 1893. Et encore faut-il noter que les prix ne baissèrent que légèrement dans la crise de 1882. La violence de celle

(1) Chiffres du *Statistical Abstract of the United States* que nous avons arrondis.

de 1893 n'est nullement imputable à une expansion exagérée des affaires, mais au trouble apporté dans les système monétaire par la frappe de l'argent.

Si l'on admet du reste qu'une activité économique peu intense doit éloigner les crises, on peut par contre vraisemblablement supposer que l'insécurité des affaires doit les rapprocher. Ces deux facteurs ayant joué dans la première période considérée, 1882-1900, ont peut-être tendu à s'annuler mutuellement. On comprendra alors pourquoi le rythme des crises a été le même de 1882 à 1900 que de 1900 à 1921. Cette explication est, bien entendu, purement hypothétique.

II — CONCORDANCE DES DIFFÉRENTS SIGNES STATISTIQUES

Avant d'aborder cette partie de ma communication, je voudrais exposer la théorie des crises. Je le ferai très brièvement, car je n'oublie pas que les développements purement économiques ne peuvent trouver à la Société de Statistique qu'une place incidente.

Voici la marche des phénomènes qui donnent naissance à une crise.

Les capitaux fixes naissent des capitaux circulants. Pour construire un chemin de fer par exemple, il faut du charbon, du fer, des approvisionnements, du travail d'ouvriers. Si l'essor commercial est trop vif, les capitaux circulants sont très demandés et leurs prix s'élèvent. En outre, le volume des affaires augmente.

Pour exprimer la hausse des prix et pour faire face à un volume d'affaires amplifié, de la monnaie supplémentaire est nécessaire.

Un autre cas peut se produire. Les capitaux circulants peuvent être raréfiés par suite d'une disette ou d'une guerre. Dans une guerre les deux catégories de capitaux, capitaux fixes et capitaux circulants, sont détruites, mais même l'anéantissement des capitaux fixes par le fait qu'ils doivent être reconstitués au moyen de capitaux circulants, détermine également la rareté de ces derniers.

Les capitaux circulants devenant moins abondants, leurs prix haussent. En présence d'une marchandise devenant insuffisante et se dérochant devant les acheteurs, chacun offre des prix plus élevés que son concurrent. Suivant une loi bien connue, la hausse a lieu dans une proportion supérieure à celle de la raréfaction. Si le déficit est de 20 % par exemple, les prix hausseront peut-être de 40 %. Une mauvaise récolte a ainsi une valeur globale supérieure à celle d'une bonne récolte. Il en résulte que, comme dans le premier cas, celui d'une activité économique trop grande, de la monnaie supplémentaire est nécessaire.

Mais où prendre cette monnaie supplémentaire? — Dans les réserves monétaires. Celles-ci s'épuisent, et quand elles tombent à un niveau trop bas, le pouvoir d'achat de tous ceux qui veulent acquérir des marchandises ou des valeurs de bourse est tari, et la hausse devient impossible.

La diminution des disponibilités monétaires est du reste indiquée par la cherté de l'argent. L'argent rare, c'est l'argent cher. La proportion de la réserve des grandes banques à leurs engagements, la hausse du taux de l'escompte sont des signes de premier ordre pour reconnaître l'approche des crises.

Dans une communication faite à la Société de Statistique en avril 1913,

nous avons montré que les signes monétaires résumaient tous les autres et étaient les seuls dignes d'être examinés en matière de prévision de crises.

Peu à peu la crise se liquide, les encaisses se remplissent par un double afflux, celui de la monnaie qui revient de la circulation, où la réduction du volume des affaires la rend inutile, et celui de l'or nouveau arrivant des mines.

La production de l'or n'est nullement affectée par la perturbation économique générale. En effet, d'une part les frais de production de l'or tendent à diminuer avec l'ensemble des prix, au cours de la liquidation des crises, et d'autre part le pouvoir d'achat de l'or augmente puisque tous les prix baissent.

Si nous choisissons comme exemple la crise de 1907 qui appartient à un type très classique et qui fut très violente, nous voyons que la production de l'or aux États-Unis n'a pas fléchi en 1908, année où la crise se liquida.

Or produit par les mines.

1907. . . .	\$ 90.436.000	1908. . . .	\$ 94.560.000
-------------	---------------	-------------	---------------

Avec le retour des disponibilités, le taux de l'escompte s'abaisse et, comme le thermomètre dans la convalescence d'une maladie fébrile, tombe à un niveau très bas. Les affaires peuvent reprendre et une autre crise peut se préparer.

C'est dans le type destruction de capitaux par guerre ou disette, le plus rare du reste, que peut se ranger la crise actuelle. Elle n'est nullement due, comme on le répète souvent, à la surproduction; elle vient du détraquement de la production pendant la guerre et de l'insuffisance des marchandises par rapport aux besoins.

La crise a pris naissance dans deux pays où les disponibilités étaient fort rares et où l'argent était très cher, aux États-Unis et au Japon. Par suite de la solidarité internationale des marchés, elle a gagné le monde entier, et même les pays, comme la France, où par suite des émissions trop fréquentes de papier-monnaie, l'argent ne manquait pas. Si la France avait été isolée du reste du monde, elle n'aurait pas évité la crise, mais elle l'aurait subie plus tard. L'emballement aurait continué plus longtemps, mais peu à peu les réserves de papier-monnaie seraient entrées dans la circulation; leur affaiblissement aurait amené la tension de l'argent et l'arrêt des affaires.

Le tableau suivant montre dans quel ordre se sont déroulés les principaux phénomènes qui ont eu lieu au cours des crises de 1903 à 1920. Nous n'avons mentionné ni la crise de 1914, imputable à la perturbation causée par la guerre, et nullement aux circonstances économiques, ni celle de 1917 qui fut limitée à la Bourse.

ANNÉES de crises	TAUX DE L'ESCOMPTE du papier commercial de premier ordre à une seule signature de 3 à 6 mois		COURS DES ACTIONS		PRIX (<i>Bradstreet's index</i>)	
	Maximum	Minimum	Maximum	Minimum	Maximum	Minimum
1903...	Octobre à Novembre 1903	Juillet 1904 (1)	Septembre 1902(2)	Octobre 1903 (2)	Avant octobre 1903 (3)	Juillet 1904
1907...	Novembre 1907	Juin 1908 (4)	Mars 1906 (5)	Novembre 1907(6)	Mars 1907	Juin 1908
1910...	Août à novembre 1910	Avril, mai, juin 1911	Octobre 1909 (6)	Juillet 1910 (6)	Janvier 1910	Mai 1911
1913...	Juillet à septembre 1913	Avril 1914	Septembre 1912(4)	Juin 1913 (6)	Décembre 1912	Mai 1914
1920...	Juillet à novembre 1920		Novembre 1919(7)	Août 1921 (7)	Février 1920	Juin 1921

(1) En 1905 il y a eu un minimum égal.
(2) 40 actions de transport d'après Mitchell.
(3) Les chiffres mensuels manquent.
(4) Un taux un peu plus bas a été toutefois atteint en 1909.
(5) 40 actions actives d'après Babson.
(6) 32 actions actives d'après Babson.
(7) 20 actions industrielles d'après Moody.

Nous avons considéré le taux de l'escompte du papier commercial, le nombre indice des prix et le cours des actions.

Il est très facile de suivre pas à pas les variations du taux de l'escompte du papier commercial. Un seul chiffre est en question et, en principe, il ne doit pas y avoir d'erreur. J'ai du reste moi-même relevé hebdomadairement les cours dans le *Commercial and Financial Chronicle* de 1900 à 1921.

Les modifications mensuelles des prix peuvent donner lieu à des différences, dont nous reparlerons plus loin, suivant les nombres indices considérés, mais les époques auxquelles ont lieu les maxima et les minima sont en général indépendantes du choix des nombres indices.

Les résultats synthétisant l'allure des cours des actions présentent des écarts assez grands selon les valeurs considérées, mais l'approximation n'est pas tellement large que les nombres indices des actions ne puissent utilement être consultés, surtout si on se borne à chercher les mois où ont eu lieu les maxima et les minima.

Le passif des faillites est un signe très important de dépression commerciale, mais il n'y a guère d'indication générale à tirer de son chiffre mensuel qui diffère beaucoup selon les sources employées, telles que la *Dun's Review* et le *Bradstreet's Journal*. De plus, le chiffre mensuel du passif n'a souvent qu'un faible rapport avec l'état général du marché, car il peut être grossi par la chute de plusieurs grosses firmes. Les totaux annuels au contraire, où les variations fortuites se compensent, donnent des résultats dignes d'intérêt, bien que très approximatifs.

On peut faire en regardant le tableau ci-dessus deux remarques, c'est que le maximum de la hausse des actions est atteint longtemps avant le maximum des prix et que les actions arrivent, sauf dans la crise actuelle, avant les prix à leurs cours minima.

La raison en est facile à comprendre. La bourse des valeurs est en général beaucoup plus sensible que les bourses de marchandises, parce qu'elle est plus spéculative. Les dégagements s'y produisent dès que, l'argent renchéris-

sant, les conditions du crédit deviennent rigoureuses. La baisse de la bourse, à mesure qu'elle s'accroît, paralyse les émissions et les créations d'entreprises nouvelles. L'industrie voit donc les commandes diminuer, mais les carnets d'ordre sont bien garnis, et les commerçants et les industriels n'ont aucune raison de baisser leurs prix, car ils pensent que la prospérité continuera ou reprendra. On comprend donc que l'évolution des valeurs de bourse du maximum au minimum ait lieu avant celle des marchandises.

La crise actuelle offre une exception. Les valeurs sont bien passées avant les prix par leur maximum, mais le minimum des valeurs a suivi celui des prix, au lieu de le précéder. Ce phénomène anormal s'explique par la lenteur de la liquidation de la crise. Il suffisait pour qu'une crise antérieure se liquidât que tombât la fièvre de création d'entreprises nouvelles; la hausse des prix n'atteignait qu'un nombre limité de marchandises de gros; les prix de détail ne variaient guère. Aujourd'hui c'est sur toutes les parties de l'organisme économique que doit porter la déflation; les prix de détail, aussi bien que les prix de gros, doivent baisser. Beaucoup de temps est nécessaire pour que cette évolution réparatrice puisse se développer. Mi septembre 1921, la crise ayant déjà seize mois et demi de durée, le taux du papier commercial restait encore à 6 %. En juin 1908, quinze mois après le début de la crise, il avait atteint le minimum de l'année, 3 3/4 %. Cette lenteur de la déflation, en décevant les espérances, a provoqué en bourse un découragement tel que la liquidation des valeurs s'est accentuée, après que celle des marchandises avait passé par sa période la plus aiguë.

Quoi qu'il en soit, on peut poser en principe que la crise de bourse, du moins celle qui n'est pas un simple accident, mais qui a sa racine dans la rareté de l'argent, est toujours suivie d'une crise industrielle. La connaissance de ce fait est fort précieuse; le commerçant et l'industriel, quand ils voient la bourse désespérée, doivent savoir que l'orage est tout proche. Le porteur de valeurs mobilières n'a à sa disposition pour l'avertir que les signes indiquant la cherté de l'argent : proportion de l'encaisse aux engagements des banques et taux de l'escompte; le commerçant et l'industriel sont en outre prévenus du danger par l'allure de la bourse.

La marche du taux de l'escompte du papier commercial est importante à étudier. Il annonce la crise par sa hausse, mais il n'atteint son maximum que lorsque celle-ci a éclaté, en général au moment de la panique de la bourse. C'est en effet à ce moment que l'organisme économique est le plus fortement secoué et que les prêteurs se montrent particulièrement défiant.

Dans la crise actuelle le taux de l'escompte a franchi par exception son maximum bien avant que les valeurs de bourse soient arrivées à leur minimum. Nous avons déjà expliqué par la lenteur de la liquidation cette prolongation de la baisse des actions.

Le minimum du taux de l'escompte paraît être très voisin du minimum des prix de gros. C'est là une indication à retenir. Quand on arrive à un taux très bas de l'escompte, il y a lieu de croire que la crise commerciale est liquidée. Dans la crise actuelle ce minimum ne sera atteint que longtemps après le minimum des prix de gros, probablement en 1922. L'explication vraisemblable de ce fait est que la déflation a porté non seulement sur les prix de gros, mais

encore sur les prix de détail dont le dégonflement a été tardif. La monnaie qui exprimait la hausse de ces derniers, une fois libérée par leur baisse est venue renforcer les disponibilités et accentuer la chute du papier commercial.

Voici un tableau indiquant les *maxima* et *minima* du papier commercial de premier ordre à une seule signature de trois à six mois :

Crises de	Maximum (1)	Minimum (1)
1908	6 %	3 3/4 %
1907	8 %	3 3/4 %
1910	5 7/8 %	3 1/2 %
1913	8 %	3 3/4 %
1917	5 3/8 %	(Pas de minimum. Crise non liquidée.)
1920	8 %	"

Remarquons que les minima, pour les quatre crises où il y en a eu, ont été trois fois de 3 3/4 et une fois de 3 1/2. Cette régularité est très remarquable, et elle ne doit pas être perdue de vue si l'on cherche à prévoir l'époque de la reprise dans la crise actuelle non seulement aux États-Unis, mais aussi en France. La crise, en effet, ayant eu un caractère mondial, le retour de l'argent bon marché dans le pays qui donne la plus forte impulsion au mouvement économique, c'est-à-dire les États-Unis, est un phénomène de première importance.

L'heure où le taux de l'escompte du papier commercial reviendra, aux États-Unis, à un niveau se rapprochant de celui des crises précédentes semble n'être plus très lointaine. A l'époque actuelle où le ressèrrement monétaire automnal se fait encore sentir, on cote 5 1/8. De nouvelles réductions auront probablement lieu en 1922. Elles seraient du reste légitimées par la forte situation bancaire. La proportion des réserves totales aux dépôts et aux billets des banques fédérales de réserves était le 14 décembre 1921 de 72,5 %, alors qu'en 1920 elle était tombée au-dessous de 40 %.

Peut-être descendra-t-on aux minima d'avant guerre, 3 3/4 ou même 3 1/2. Mais il est possible que l'énormité des besoins produise une reprise anticipée ayant lieu à des taux supérieurs à ceux de jadis et dépassant sensiblement 4%. On ne peut se prononcer à cet égard.

Quant aux maxima du taux de l'escompte, ils varient dans des limites plus larges. Plus la crise est longue à éclater, plus les taux s'élèvent.

Examinons maintenant quel était le *taux de l'escompte du papier commercial au moment où les actions étaient à leur maximum*.

Crises de	Mois du maximum des actions	Cours moyen de l'escompte dans le mois considéré
1908	Septembre 1902	5 3/4 %
1907	Mars 1906	5 3/8
1910	Octobre 1909	5 1/4
1913	Septembre 1912	5 5/8
1917	Décembre 1916	3 7/8
1920	Novembre 1919	5 9/16

(1) Ces taux n'ont pas toujours été atteints l'année même qui donne son nom à la crise

Il résulte de ce tableau qu'au moment où les valeurs de bourse avaient atteint leurs plus hauts cours, le taux de l'escompte, sauf en 1916, se tenait entre 5 et 6 %. Cette position, située entre le minimum et le maximum, se trouve beaucoup plus rapprochée du maximum.

Le fait se conçoit facilement. Au moment où les valeurs de bourse sont parvenues au point extrême de leur hausse, les affaires sont actives et l'argent est cher. Mais il doit dans l'avenir renchérir encore. En effet, les émissions, stimulées par la hausse des cours se multiplient, le mouvement commercial s'intensifie et les disponibilités deviennent rares; le taux du papier commercial s'élève, les conditions de crédit sont plus difficiles, les valeurs baissent.

Nous n'avons pas l'intention d'écrire un manuel du parfait spéculateur, mais la conduite que tiendront les capitalistes et les personnes qui s'intéressent à la bourse aura une répercussion très importante sur l'évolution de la crise. Plus on liquidera tôt en bourse, moins la perturbation économique sera violente. Le jour où le mécanisme des crises sera mieux compris, elles s'atténueront parce qu'elles seront prévues et se réduiront à de légères ondulations.

On peut trouver dans le tableau ci-dessus des indications utiles pour connaître l'époque où l'on doit se dégager sur la bourse des valeurs aux États-Unis. Il serait puéril de chercher à établir une règle précise; il suffirait du reste que cette règle fût appliquée par un assez grand nombre de porteurs de valeurs pour que la bourse baissât plus tôt que dans les crises précédentes et pour que la formule adoptée, devenant inutilisable, dût être remplacée.

Il faut tenir compte également que le taux de l'escompte peut parfois ne pas suivre sa marche ordinaire. Ainsi en décembre 1916 il était très bas, bien que les valeurs de bourse eussent atteint le point culminant de leur hausse. Il est vrai qu'elles ne baissèrent pas sensiblement jusqu'en juillet 1917 où le papier commercial cota 5 1/8. C'est alors que la panique éclata. Il est possible que la participation toute récente des États-Unis à la guerre ait augmenté la nervosité de la bourse et ait déclenché prématurément la chute des cours. Il faut également tenir compte que ceux-ci, stimulés par les bénéfices de guerre que firent les États-Unis, portaient de très haut et étaient particulièrement fragiles.

Du reste, il ne faut pas se borner à considérer le taux de l'escompte du papier commercial, mais aussi les index-numbers des valeurs. Des cours très hauts doivent évidemment inciter à vendre.

A quelle époque les valeurs de bourse doivent-elles être rachetées ou, en d'autres termes, à quel signe reconnaîtra-on que le minimum des cours a été atteint?

Le taux de l'escompte ne peut guère nous fournir d'indication à cet égard. On ne peut que formuler ce truisme, trop souvent méconnu du reste : les valeurs de bourse doivent être rachetées quand elles sont parvenues à un niveau très bas.

* * *

La crise actuelle se distingue par quelques particularités qui méritent d'être signalées. Elle se terminera sur des prix sensiblement plus élevés que ceux d'avant-guerre.

Nombres indices des prix de gros.

	Département du Travail	Dun's Review	Bradstreet
1913 (moyenne)	100	100	100
1920 (maximum).	272 (mai)	218 (mai)	227 (février)
1921 (septembre).	152	134	120
1921 (octobre).	"	134	121

Coût de la vie.

	Département du Travail
1913 (moyenne)	100,0
1920 (juin)	216,5
1921 (mai).	180,4
1921 (septembre).	177,3

Tous ces chiffres indiquent une hausse considérable sur les prix d'avant guerre, mais les divergences qui séparent les résultats accusés par les trois nombres indices des prix de gros sont frappantes. On peut se demander si les nombres indices méritent la confiance qu'on leur attribue.

Tout en reconnaissant qu'ils ne constituent que des instruments enregistreurs assez grossiers, nous ne pourrions sans injustice faire état des divergences qu'ils accusent en 1920 et 1921 pour leur refuser toute valeur. Cette disparité dans les résultats a probablement un caractère exceptionnel. Elle doit tenir à l'extrême dislocation du marché. M. Décamps, dans une conférence faite récemment à la Société d'Économie sociale, remarquait l'extrême variabilité dans la hausse des différents indices qui composaient l'index total en France. Il en a été de même aux États-Unis.

Voici quelques nombres indices particuliers qui ont servi à composer l'indice général du département du Travail aux États-Unis :

Moyenne de 1913		Septembre 1921
100	Indice général	152
	Bétail.	101
	Métaux	120
	Produits agricoles.	122
	Aliments.	146
	Divers.	146
	Éclairage, chauffage.	178
	Vêtements.	187
	Bois et matériaux de construction.	193
	Ameublement.	223

La hausse sur 1913 s'échelonne de 1 à 123 %, celle de l'ensemble étant de 52%. On s'explique dès lors facilement les divergences des nombres indices généraux imputables à la différence de leur composition. Les résultats doivent varier selon qu'on donne une place plus ou moins large à une catégorie de marchandises ayant haussé au-dessus ou au-dessous de la moyenne.

Quelle est la hausse qui maintient aussi élevé aux États-Unis le niveau des prix, malgré la crise? Les prix de gros au moment où ils étaient le plus bas, c'est-à-dire en juin et juillet 1921, dépassaient encore, si on choisit le nombre indice du département du Travail, la moyenne de 1913 de 48 %.

Il n'y a d'une manière générale, que trois causes qui puissent être invoquées pour expliquer la hausse des prix : 1° un plus ample volume d'affaires joint à un plus grand désir d'acheter; 2° une raréfaction des marchandises qui fait que tout le monde se les dispute. Dans l'explication que nous avons donnée de la genèse des crises nous avons montré comment ces deux causes, activité économique intense et raréfaction, agissaient sur les prix. La hausse se fait aux dépens des réserves monétaires qui se vident, alors que la circulation grossit.

La troisième cause de hausse des prix est l'abondance des moyens de paiement, or venant de l'étranger ou de la production minière, papier-monnaie, dépôts. Sans entrer en discussion sur la valeur de la théorie quantitative, nous admettrons comme un fait évident que la pléthore monétaire élève le niveau des prix. L'exemple des pays à papier-monnaie déprécié est caractéristique à cet égard.

Or il est difficile de soutenir qu'en période de crise les deux premières causes, intensité de l'activité économique et lutte très vive entre les acheteurs pour acquérir des marchandises qui se dérobent, aient fait hausser les prix de gros. La seule explication possible est donc que les États-Unis ont à leur disposition une plus grande abondance de monnaie.

Passons aux prix de détail. Alors que les prix de gros ont atteint leur minimum, il y a plusieurs mois, les prix de détail continuent à fléchir, mais leur niveau actuel reste bien plus élevé que celui des prix de gros, puisque le coût de la vie aurait été en septembre 1921 supérieur de 77 % à la moyenne de 1913.

Quelle est la cause de ce renchérissement des prix de détail? Ayant conservé une grande partie de leur hausse de 1920, ils doivent retenir l'influence des causes qui en 1920 ont provoqué cette hausse.

Or, en 1920, l'ascension des prix de détail a été déterminée par une double impulsion. Tout d'abord la monnaie plus abondante, en même temps qu'elle élevait le niveau des prix du gros a dû refluer également sur les marchandises de détail et les faire hausser pareillement. Mais, en outre, marchandises de gros et de détail étaient très demandées en 1920 par suite du manque de production pendant la guerre et du développement des besoins après la guerre. Les marchandises de gros, après que la crise eut éclaté, ont vu tomber leur demande au-dessous de la normale. La seconde cause de hausse, c'est-à-dire la demande plus vive, ayant donc cessé d'agir à leur égard, leurs prix ont baissé.

Les détaillants, au contraire, ne se sont résignés qu'avec peine à se mettre en harmonie avec les conditions nouvelles du marché; ils avaient constitué des stocks achetés à des prix élevés et ne voulaient pas subir de réductions trop grandes de bénéfices. De plus, le commerçant de détail répugne toujours à changer ses prix de vente, soit en hausse, soit en baisse, car il sait que son client est ennemi de l'instabilité.

Sans doute, si la crise s'éternisait, l'écart entre le détail et le gros finirait par revenir à la proportion normale; au moyen d'une baisse des prix de détail, la concurrence interviendrait en effet pour imposer aux détaillants des conditions plus favorables aux acheteurs, mais la crise est en voie de se terminer et il est probable que les prix de gros feront dans le sens de la hausse un chemin plus large que ceux de détail dans le sens de la baisse.

Dans l'avenir immédiat, les prix doivent rester élevés aux États-Unis; les

besoins restent immenses et les marchandises dont la demande a temporairement faibli seront de nouveau bientôt recherchées; d'autre part, la monnaie est très abondante.

Il est toutefois possible, sinon probable, que la tendance générale des prix aux États-Unis, si l'on embrasse un certain nombre d'années, soit dans la période qui va suivre dirigée vers la baisse, à mesure que les circonstances exceptionnelles nées de la guerre disparaîtront.

J'ai parlé de la plus grande abondance des moyens de paiement aux États-Unis. Voici des chiffres (1) :

Années	Monnaie dans les trésoreries (2)	Monnaie en circulation			
		Monnaie (3)	Certificats	Total	Par tête
1913 .	\$ 356.331.567	\$ 1.890.612.148	\$ 1.473.126	\$ 3.363.738.449	\$ 34,56
1920 .	\$ 1.806.943.012	\$ 5.578.631.839	\$ 508.923	\$ 6.087.555.087	\$ 57,21

L'abondance de la monnaie, de même qu'elle a puissamment contribué à élever le niveau des prix de gros et du coût de la vie, a dû stimuler la hausse des valeurs industrielles cotées en bourse. Celle-ci a été aidée aussi par les progrès qu'ont réalisés au cours de la guerre nombre de sociétés industrielles qui ont enregistré des bénéfices très élevés et ont pu consolider leur situation.

Je n'ai pas à ma disposition un index-number provenant d'une source unique et me permettant de comparer d'une manière précise les cours des actions industrielles en 1921 à ceux atteints dans les crises précédentes. Cependant, les chiffres suivants suffiront pour constater que ces valeurs conservent actuellement des cotations élevées.

Prix de 25 valeurs industrielles (4).

Moyenne de 1913.	100
Minimum de 1921 (août).	121

Or 1913 a été une année de crise, mais peu violente, il est vrai. On a d'après la statistique Babson :

Prix de 32 valeurs actives.

1913 (minimum).	87
1907 (minimum).	68

Il n'en résulte pas moins que le minimum de la crise de 1920-1921 a été sensiblement au-dessus de la moyenne des cours de l'année 1913, et *a fortiori*, très au-dessus du minimum de la même année.

(1) D'après le *Statistical Abstract of the United States*.

(2) Après 1914 la monnaie dans les trésoreries comprend la monnaie détenue par les « Federal Reserve banks » et les « Federal Reserve agents » pour garantir les « Federal Reserve notes. »

(3) Sont considérées comme monnaie les « Federal Reserve notes », les « Federal Reserve bank notes », les « National bank notes », les « United States notes ».

(4) D'après la publication officielle *The Survey*.

Par contre, les valeurs de chemins de fer ont été moins favorisées. Elles ont été déprimées par la politique de persécution du Gouvernement américain qui s'acharne sur les chemins de fer depuis de longues années.

On a, d'après le *Survey*, 25 actions de chemins de fer :

Moyenne de 1913	100
Minimum de 1921 (avril et juin).	62

Nous pouvons heureusement terminer cette étude des caractéristiques de la crise de 1920-1921 par des paroles d'espoir. La liquidation de la crise est très avancée et des jours meilleurs vont probablement luire. Mais il faudra se souvenir des désastres qu'ont accumulés les années 1920-1921. Pour qu'à l'avenir la violence des crises s'atténue, il est nécessaire d'apprendre à les prévoir. La compréhension par le public de la simplicité des causes qui les amènent serait un progrès social d'une importance capitale. De nombreuses souffrances seraient épargnées à la classe ouvrière réduite au chômage; l'instabilité des fortunes et le malaise qui l'accompagne seraient diminués; des saccades fâcheuses dans la production et la consommation et le gaspillage des forces qui en résulte seraient évités.

Baron MOURRE.
