JOURNAL DE LA SOCIÉTÉ STATISTIQUE DE PARIS

MOURRE

La prévision des crises commerciales. Application à la dépression légère de 1923 aux États-Unis

Journal de la société statistique de Paris, tome 65 (1924), p. 26-35

<http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1924__65__26_0>

© Société de statistique de Paris, 1924, 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/

IV

LA
PRÉVISION DES CRISES COMMERCIALES

Application à la dépression légère de 1923 aux États-Unis

Dans la communication que j'ai faite à la Société de Statistique en décembre 1921, j'avais montré quels étaient les signes caractéristiques décélant l'existence et jalonnant la marche des crises. Nous allons aujourd'hui nous occuper de leur prévision et essayer d'appliquer les règles trouvées à la très légère dépression économique qui est survenue aux Etats-Unis en 1923.

Il est difficile de prévoir les crises avec précision, même en s'aidant des statistiques les mieux faites, si on n'en comprend pas la nature. Beaucoup de personnes croient faussement que les crises sont dues à la surproduction. Sans doute la surproduction est leur caractéristique essentielle. Quand la crise est déclarée, les marchandises se vendent mal. Elles sont par suite surproduites.

Mais si la surproduction est le symptôme même de la crise, en est-elle la cause? Se poser cette question, c'est se demander si elle est primitive ou secondaire.

Si la surproduction était primitive, le cours des phénomènes serait le suivant. Une crise de surproduction venant de la création d'entreprises nouvelles non justifiée par les besoins ferait son apparition et la formation de nouveaux capitaux fixes se ralentirait. Mais la production ayant diminué, ou tout au moins ayant modéré sa marche progressive, les besoins, dont la tendance naturelle est un développement continuel, recommenceraient à s'accroître. La surproduction cesserait alors et les bénéfices des producteurs se relèveraient. Cette hausse des bénéfices raviverait la création d'entreprises nouvelles et augmenterait la production. Peu à peu les besoins seraient satisfaits, et la surproduction se manifesterait de nouveau.

Un tel processus serait forcément graduel, car l'accroissement de la production, en qui résidait la cause du mal, même en le supposant rapide, ne pourrait avoir lieu brusquement. Par suite, dans la période préparatoire de la crise, on devrait voir les prix baisser progressivement.

Or tout se passe d'une manière très différente. En effet, la crise débute sur la bourse des valeurs par la baisse des actions qui, parvenues à un point maximum, l'abandonnent pour décliner pendant plusieurs mois. Mais, pendant que les actions commencent à baisser, les prix des marchandises continuent leur mouvement ascensionnel, et n'atteignent en règle générale leur maximum que plusieurs mois après le point le plus haut des actions. Comment, dans ces conditions, est-il possible de soutenir que la surproduction

des marchandises amène la crise? La surproduction se traduit par la baisse des prix et la crise se produit, alors que les prix montent encore.

Si nous considérons les maxima des actions et des prix dans les crises qui ont lieu aux Etats-Unis depuis vingt ans, c'est-à-dire dans celles de 1903, 1907, 1910, 1913, 1920 et dans la dépression légère de 1923, on arrive aux résultats suivants :

Années des crises	Maxima des actions	Maxima des prix
1903.....	Septembre **1902**	Avant octobre **1903**, mais plusieurs mois après septembre **1902** (1).
1907.....	Mars **1906**	Un an après.
1910.....	Octobre **1909**	Trois mois après.
1913.....	Septembre **1912**	Trois mois après.
1920.....	Novembre **1919**	Trois mois après.
1923.....	7 mars **1923**	Avril **1923** (2).

J'ai exclu du tableau ci-dessus la crise de 1917, parce qu'elle n'a pas pu se liquider dans la forme ordinaire. Les commandes de guerre et les secours accordés par le gouvernement des Etats-Unis ont soutenu l'industrie et enrayé la baisse des prix.

Il est donc bien clair que les personnes qui croient que les crises sont amenées par la surproduction ne pourront jamais découvrir leur approche, puisque, la surproduction étant absente à la veille des crises, les statistiques et les documents consultés montreront toujours que la consommation ne faiblit pas.

Quelle est la véritable théorie? Dans la période qui précède la crise, les capitaux circulants sont plus demandés, soit pour être consommés, soit pour être fixés dans de nouvelles entreprises. Pour faire face à l'accroissement des affaires et à la hausse des prix, un afflux de monnaie supplémentaire est nécessaire, et les réserves monétaires s'épuisent peu à peu. Quand elles arrivent à un niveau trop bas, la hausse devient impossible. En effet, pour défendre leurs encaisses, les banques élèvent les taux de l'escompte. Les reports augmentent sur les bourses commerciales et sur les bourses des valeurs. On liquide les spéculateurs peu solides. Une panique survient.

La crise vient donc de l'épuisement du pouvoir d'achat des acheteurs qui se traduit par la cherté de l'argent. Il résulte de ce fait que l'examen de la situation monétaire, préconisé par Clément Juglar, doit nous fournir le moyen de reconnaître l'approche des crises, puisque celles-ci ont pour cause immédiate le mauvais état de la situation monétaire.

On peut, suivant les pays, utiliser soit les bilans des grandes banques, soit le taux de l'escompte.

Aux Etats-Unis, qui nous occupent actuellement, il n'existait pas avant

---

(1) Nous n'avons pas l'époque mensuelle du maximum des prix.

(2)

	1923				
Indices	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai
Federal Reserve Board.....	165	166	169	169	156
Département du Travail.....	156	157	159	159	166
		1er février	1er mars	1er avril	1er mai
Dun's	»	154	158	160	159
Bradstreet's	»	149	151	151	148

la guerre d'organe directeur, comme la Banque de France, ou la Banque d'Angleterre, étendant son emprise sur tout le pays et dont le bilan pouvait par suite nous fournir des indications générales. Sans doute le gouvernement des Etats-Unis faisait paraître le bilan d'ensemble des Banques Nationales qui reflétait l'activité économique du pays presque dans sa totalité, mais cette publication qui avait lieu à des dates irrégulières, par suite difficilement comparables d'une année à l'autre, et en outre beaucoup trop éloignées l'une de l'autre, ne rendait que de médiocres services au point de vue de la prévision des crises.

Depuis quelques années, il existe aux Etats-Unis un groupement bancaire directeur appelé « Banques de Réserve Fédérale ». Malheureusement, l'examen de son bilan ne nous donne que des indications peu utiles.

Tout d'abord cet organe directeur étant de création récente, les comparaisons avec le passé ne peuvent s'étendre que sur un faible espace d'années, ce qui constitue un très gros inconvénient.

En outre le bilan des « Federal Reserve Banks » est resté muet à l'approche de la dépression légère qui a eu lieu en 1923. En mars 1923 en effet, alors que le taux du papier commercial de premier ordre à trois mois s'était élevé de 3 7/8, point le plus bas de 1922, à 4 7/8, au moment où les valeurs de bourse étaient à leur maximum et reflétait bien la montée du mouvement commercial, la proportion de la réserve aux engagements des Banques de Réserve Fédérale dépassait 75 %, point peu éloigné du maximum de 1922, et indiquait toujours une situation monétaire également florissante.

Aussi la Banque de Réserve Fédérale de New-York dans sa *Revue Mensuelle* du 1er avril 1923 reconnaît-elle que la proportion de la réserve aux engagements des douze banques fédérales ne constitue pas une mesure exacte des conditions du crédit. Ce fait est dû à la législation qui régit aux Etats-Unis les dépôts et les prêts bancaires (1).

On peut se demander toutefois si l'examen de la situation monétaire est le signe le meilleur pour déceler l'approche des crises. Puisque la tension du taux de l'escompte n'est que l'effet de l'activité économique, ne serait-il pas plus opportun de remonter à la cause elle-même et d'examiner directement les différents symptômes reflétant l'état des affaires, tels que les recettes des chemins de fer, les émissions, le prix et la production du fer et du cuivre, le chiffre des compensations, etc...

Nous ne croyons pas qu'une telle tentative puisse être couronnée de succès pour les raisons suivantes :

Tout d'abord, le signe choisi pour être substitué à la situation monétaire peut être d'un caractère instable et faire parfois défaut. Par exemple, pour rester dans le cadre des Etats-Unis, les recettes des chemins de fer pourront ne progresser qu'assez faiblement si la récolte est mauvaise, bien que l'activité économique soit intense. De même le volume des exportations sera susceptible, malgré la prospérité générale, d'être au-dessous de la normale, dans le cas où la récolte européenne serait abondante. Le prix du cuivre peut rester bas par suite d'une surproduction de ce métal. Nous avons nié

(1) Pour plus de détails sur cette question, voir *The Commercial and Financial Chronicle* du 7 avril 1923, p. 1485

en effet l'existence d'une surproduction générale à la veille des crises; nous avons toujours admis, par contre, la possibilité des surproductions particulières.

Ne nous basons toutefois que sur les signes d'un caractère constant.

Dans la communication que j'ai faite à la Société de Statistique en décembre 1921, j'ai montré qu'en dehors du taux du papier commercial les signes les plus constants pour caractériser les crises étaient l'augmentation des faillites, la baisse des actions et la diminution des transactions en bourses.

Mais l'augmentation du chiffre des faillites n'a lieu qu'une fois la crise déclarée et ne peut par conséquent l'annoncer. Quant à la baisse des actions et la diminution des transactions en bourse, elles constituent les premiers symptômes de la crise. Toute la question est de les prévoir.

Les signes exprimant la situation monétaire seront donc toujours supérieurs à ceux tirés de la marche des affaires, d'abord parce qu'au lieu d'indiquer, comme ces derniers, une partie seulement de l'activité économique, ils l'embrassent tout entière et ne peuvent par conséquent être absents, ensuite parce qu'ils se produisent avant que la crise soit déclarée.

Peut-être, toutefois, pourrait-on, en fondant en un seul indice tous les résultats fournis par la statistique au sujet du mouvement industriel et commercial, remédier aux inconvénients que nous avons signalés.

Nous considérons une pareille entreprise comme chimérique. En effet, il sera absolument nécessaire de donner des coefficients à chaque signe choisi. Sur quelle base fixer ces coefficients? Donnera-t-on le coefficient 5 au tonnage de fer produit et le coefficient 3 aux recettes de chemins de fer, ou bien le coefficient 5 aux recettes de chemins de fer, et le coefficient 3 à la production du fer? Chaque observateur construira un baromètre différent. On tombera dans la fantaisie la plus subjective.

De plus, par suite des créations continuelles de capitaux fixes par l'épargne, la production a une tendance continuelle à s'accroître. Du fait que l'activité commerciale est supérieure à ce qu'elle était l'année précédente, on ne peut donc rien conclure. Il restera à rechercher si on se trouve en présence d'un accroissement normal ou anormal; il faudra pour cela déterminer la pente moyenne de l'accroissement et voir si on est au-dessus ou au-dessous de cette pente. On conçoit de quelles difficultés est hérissée une pareille entreprise.

En outre, le porteur d'actions, l'industriel, le commerçant, le banquier ont besoin d'être rapidement et facilement renseignés sur l'état des affaires. Or, les baromètres composés englobant des phénomènes multiples ne peuvent être construits que par des spécialistes, et leur publication se fera attendre un certain temps. Quand elle aura lieu, elle ne reflètera plus que le passé, alors que c'est le présent qu'il est utile de connaître.

Pour toutes ces raisons, j'estime que les indices composés exprimant l'état des affaires doivent être absolument rejetés en matière de prévision de crises. Ils ne doivent être utilisés que lorsqu'il est nécessaire de caractériser directement le niveau de l'activité économique, sans passer par l'intermédiaire du taux de l'escompte. Il peut être utile de procéder ainsi, quand la crise a franchement éclaté.

En effet, le taux de l'escompte est un signe excellent pour reconnaître l'approche des crises, mais il ne peut nous renseigner sur la profondeur de la dépression commerciale.

Tout d'abord, il continue à monter, alors que les affaires vont très mal. Le fait s'explique facilement. Alors que les faillites se multiplient, que la défiance est générale, les prêteurs deviennent timides et soumettent les emprunteurs à des conditions sévères. La rareté de l'argent joue ainsi le double rôle de cause et d'effet. Elle provoque la crise en empêchant les acheteurs de continuer à acheter, et les prêteurs de continuer à prêter. Mais la crise, c'est-à-dire l'effet, réagit à son tour sur la cause qui l'a déterminée, et augmente la rareté de l'argent.

Le taux de l'escompte se tenant donc à un niveau élevé à la fois pendant la période de prospérité et au début de la période de régression ne peut servir à les distinguer l'une de l'autre. Il sera par contre très facile de reconnaître la période où on se trouve en inspectant directement la situation économique. Si l'ensemble des éléments qui la composent est en recul, aucun doute n'est permis, la crise est bien caractérisée. Dans le cas où on désirerait synthétiser les résultats obtenus au moyen d'un seul chiffre, on serait obligé d'avoir recours à des indices composés qui, si imparfaits qu'ils soient, pourraient être de quelque utilité.

Du reste, il existe des indices autres que le taux de l'escompte qui paraissent échapper aux critiques adressées aux indices composés de phénomènes multiples. Ce sont les nombres-indices des prix. Ils sont en effet la résultante de l'activité économique prise dans son ensemble; bien que construits avec des méthodes et des données différentes, ils donnent des résultats à peu près concordants et pourraient, semble-t-il, être utilisés pour la prévision des crises. Si, par exemple, l'indice des prix d'une année moyenne est 100, et si l'indice actuel est 120, c'est que l'activité économique est intense et qu'une crise est en préparation.

Mais, pour servir à cet usage, les indices doivent être comparables d'une époque à l'autre. Or les comparaisons sont rendues très difficiles, par le fait que les prix sont soumis à une autre influence que l'activité commerciale. C'est celle de l'abondance des moyens de paiement s'opposant au volume des affaires.

Ainsi, aux Etats-Unis, l'année 1906 qui précède l'année 1907, où éclata une crise très grave, fut une année exceptionnellement prospère, beaucoup plus prospère que l'année 1912. Cependant les prix étaient beaucoup plus élevés en 1912 aux Etats-Unis qu'en 1906. Le Bradstreet's index s'élevait à 9.187 en 1912 contre 8.418 en 1906.

Les causes de cette hausse du nombre-indice des prix en 1912 résident uniquement dans la très forte production d'or de 1897 à 1913 et dans le développement des moyens de paiement autres que la monnaie métallique, tels que les chèques, les compensations, etc... Ces deux causes perpétuellement agissantes constituaient pour les prix des forces haussières indépendantes de l'activité économique.

Dans la période d'après-guerre, l'influence monétaire sur les prix s'accuse encore davantage aux Etats-Unis. L'or, devenu inutile à l'Europe qui avait

remplacé la monnaie métallique par le papier-monnaie, émigra ou resta aux Etats-Unis. Les autres moyens de paiement, tels que les billets de banque, virements, etc..., s'accrurent parallèlement à l'augmentation de la base or sur laquelle ils reposaient. En présence de cette abondance plus grande des moyens de paiement, la hausse des prix était inévitable et elle persista partiellement même dans la période de dépression économique profonde qui suivit la crise de 1920. Le nombre-indice des prix du Bureau du Travail atteint son minimum en juin 1921, mais ce minimum est encore supérieur de 48 % à la base prise en juillet 1914.

Dans ces conditions, on voit que le niveau des prix n'exprime l'activité économique que d'une manière très infidèle et ne peut constituer, pour reconnaître l'approche des crises, un indice de valeur égale à la situation monétaire.

Mais, objectera-t-on, le taux de l'escompte, qu'on veut prendre comme mesure de la situation monétaire, n'est lui-même qu'un prix, celui de la location d'une somme d'argent. Il est donc soumis aux influences qui régissent l'ensemble des prix. Si la production d'or et la multiplication des moyens de paiement sont assez puissantes pour provoquer la hausse des prix, elles doivent aussi relever le niveau du taux de l'escompte.

Il y a là une erreur. Le taux de l'escompte et le taux de l'intérêt ne constituent pas le prix d'un objet, mais le rapport de deux prix. Qu'est-ce que l'intérêt d'une action? C'est le rapport du dividende net distribué, ou mieux du dividende distribuable, au cours coté en bourse par l'action. L'intérêt d'un fonds d'Etat est de même le rapport du coupon annuel au cours du fonds d'Etat. C'est en vain qu'on essaiera de limiter la notion d'intérêt au revenu d'un capital prêté. Le rendement des valeurs à revenu fixe est solidaire de celui des valeurs à revenu variable. On ne peut concevoir un intérêt très haut pour les valeurs à revenu fixe et un rendement très bas pour les valeurs à revenu variable. Les mêmes causes agissant sur les deux catégories de rendement, une définition vraiment utile de l'intérêt doit les englober toutes deux.

Ceci posé, si l'abondance des moyens de paiement fait monter tous les prix, elle relèvera, toutes choses égales d'ailleurs, aussi bien le prix du produit que celui de l'instrument producteur. Elle devra dans une entreprise industrielle grossir l'expression du chiffre d'affaires et par suite du dividende, et également dans une même proportion le cours des actions. L'intérêt des valeurs à revenu variable restera donc inchangé. Le même raisonnement s'appliquera à l'intérêt des valeurs à revenu fixe et au taux de l'escompte qui ne varieront pas.

Sans doute, la hausse des prix provoquée par l'accroissement de la production d'or peut, en stimulant l'optimisme et en activant les affaires, faire hausser le taux de l'intérêt. Nous avons montré en 1919, dans une communication faite à la Société de Statistique, que les périodes de forte production d'or et de hausse des prix étaient celles où les fonds d'Etat étaient en baisse. Mais cette abondance de moyens de paiement n'exerce sur le taux de l'intérêt qu'une influence indirecte qui peut du reste être très puissante. Son action directe est nulle.

Quoi qu'il en soit, on constate en considérant de longues périodes des variations très étendues du taux de l'intérêt. Ainsi, la rente 3 % française (moyenne entre le plus haut et le plus bas) a valu 71 fr. 85 en 1869. Le 2 janvier 1897, elle atteignait 102 fr. 25 et le 2 janvier 1914 ne cotait plus que 85 fr. 20. L'opinion qu'on avait du crédit de l'Etat français, toujours resté aussi solide, ne pouvait contribuer à ces fluctuations que d'une manière insignifiante.

Les variations du taux de l'escompte sont solidaires dans une certaine mesure de celles du taux de l'intérêt. Le loyer de l'argent à court terme doit en effet, semble-t-il, être en harmonie avec celui de l'argent à long terme. Mais cette dépendance est beaucoup moins étroite que celle unissant le rendement des actions et des obligations dont l'écart ne pourrait trop augmenter, sans être redressé par des arbitrages. Au contraire, les personnes qui échangent des placements à court terme contre des placements à long terme pour une différence de taux d'intérêt sont rares, car, dans bien des cas, un fonds de roulement important doit être conservé de toute nécessité. Il en résulte que le taux de l'escompte est presque uniquement déterminé par la quantité de fonds disponibles existant sur le marché.

Le taux d'intérêt des placements à long terme n'a du reste guère varié aux Etats-Unis depuis le début de la guerre. Voici la statistique des rendements d'un ensemble d'obligations municipales (1) dont les garanties de solidité ne se sont pas modifiées et qui peut par conséquent servir à des comparaisons :

1913.	Moyenne mensuelle	4,45 %
1914.	Moyenne mensuelle	4,16
1919.	Moyenne mensuelle	4,49
1920.	Moyenne mensuelle	5,00
1921.	Moyenne mensuelle	5,08
1922.	Moyenne mensuelle	4,23
1923.	Janvier	4,16
	Février	4,14
	Mars	4,11
	Avril	4,13
	Mai	4,22
	Juin	4,24
	Juillet	4,29

Le taux de l'escompte aux Etats-Unis, si on fait porter la comparaison avec le passé sur des périodes d'activité commerciale identique, n'a donc pas eu de raison de se modifier depuis la guerre. En 1920, on retrouve le maximum du papier commercial de premier ordre à trois mois à 8 %, c'est-à-dire exactement au niveau maximum de 1907. En 1910, une crise légère, assez comparable à celle de 1923, éclata aux Etats-Unis. Le maximum du taux du papier commercial fut 5 7/8, sensiblement plus élevé que celui de 1923 qui sera égal ou peu supérieur à 5 1/4. Mais la crise de 1923 a été plus atténuée que celle de 1910.

Les minima sont beaucoup plus constants et diffèrent très peu, quelle qu'ait été l'importance de la crise.

---

(1) United States Department of Commerce. Survey of Current business conditions, August 1923.

On trouve :

Annee de la crise	Année du minimum	Taux du minimum
1903	1904	3 3/4
1907	1909	3 5/8 (1)
1910	1911	3 1/2
1913	1914	3 3/4
1920	1922	3 7/8

J'ai omis dans ce tableau la crise de 1917 qui n'a pu se liquider normalement et ne comporte pas de minimum du taux de l'escompte. L'activité industrielle soutenue par les commandes gouvernementales n'avait pas fléchi.

L'écart le plus fort entre les minima du taux de l'escompte est donc de trois huitièmes de point, tandis que celui des maxima a atteint 2 points 3/4.

La grande différence que présentent les maxima vient de ce que l'optimisme repose sur des bases variables et fragiles que bien des causes peuvent ébranler prématurément. Au contraire, le découragement ne s'arrête qu'à une limite qui est toujours à peu près la même : un niveau de prix tellement bas que les hommes d'affaires avisés se risquent de nouveau à entreprendre, pensant qu'il n'y a plus grand'chose à perdre et qu'il y a beaucoup à gagner.

Le taux de l'escompte est donc le meilleur signe qui permette de décéler l'approche des crises aux Etats-Unis. Nous l'avions du reste montré dès avril 1913 au moyen d'un graphique paru dans le *Journal de la Société de Statistique* et qui donnait le taux du papier commercial à trois mois de 1900 à 1913.

La Harward University, dans des travaux postérieurs aux miens, s'est également servi du taux du papier commercial aux Etats-Unis pour prévoir les crises. On peut lui reprocher d'avoir compliqué inutilement la question en ajoutant à l'emploi de ce signe de premier ordre celui d'autres indices de moindre qualité.

Nous n'avons, dans notre analyse des causes et des symptômes des crises, tenu compte que de la situation économique. La situation politique peut exercer également une influence et hâter, si elle se trouble, le déclanchement de la crise. Mais il ne faut pas exagérer la portée des événements politiques. Le *Moody's Investors Service* (2), après avoir examiné l'influence des élections présidentielles sur la bourse aux Etats-Unis, de 1872 à 1920, conclut qu'elle est nulle. En 1923, la mort du Président Harding n'a ému le Stock-Exchange de New-York que pendant quelques bourses. En 1918, aux jours les plus angoissants de la guerre, alors que les Allemands s'approchaient de Paris, la bourse française conservait sa sérénité. L'occupation de la Ruhr a été très sévèrement et très injustement jugée aux Etats-Unis. Cependant, elle est restée sans action dans ce pays sur les cours de la bourse qui ont continué à monter jusqu'au 7 mars. La situation économique est prépondérante; la situation politique, pourvu qu'elle ne soit pas anarchique, comme actuellement en

(1) Nous avons commis une inexactitude dans notre article « Les crises et leurs signes caractéristiques » parue en 1922 dans le *Journal de la Société de Statistique* en prenant comme minimum pour la crise de 1907 le taux de 3 3/4. Ce minimum est celui de l'année 1908. Le taux du papier commercial s'est encore abaissé à 3 5/8 en 1909.

(2) *Weekly Review of Financial Conditions*, 31 mai 1923.

Russie, n'exerce qu'une influence accessoire. C'est là ce que nous enseigne l'histoire. Quand le terrain est bien préparé pour la hausse, celle-ci se produit en dépit de tous les obstacles. Si, au contraire, l'argent est rare, il n'est au pouvoir d'aucun gouvernement, quelque sage et conservateur qu'il soit, d'empêcher la baisse.

***

Nous allons maintenant, à l'aide des données qui viennent d'être exposées, étudier la crise légère qui a eu lieu en 1923 aux Etats-Unis.

Tout d'abord, je répèterai la définition que j'ai donnée des crises dans ma communication précédente de décembre 1921 : « 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. »

Cette définition est nette. Du moment qu'il y a un recul de l'activité économique, si léger qu'il soit, il y a crise. Entre une crise de faible intensité, à peine esquissée, et une crise violente, il n'y a aucune différence de nature, mais une différence de degré seulement.

Or, en 1923, la réaction des valeurs de bourse a été assez accentuée, et il y a eu un recul très léger de l'activité économique. L'année 1923 a donc été traversée aux Etats-Unis par une crise de très faible intensité.

L'indice publié par M. John Moody et portant sur vingt valeurs industrielles montre que le maximum de mars (105,38) est séparé du minimum d'octobre (85,76) par une baisse de 18,5 % environ. Mais les indices, tels que l'indice Moody, qui ne comprennent qu'un petit nombre de valeurs, sont en général assez peu sensibles, parce qu'on a une tendance à y faire figurer une forte proportion d'actions très connues, par suite bien classées et sujettes à des variations moins amples que celles de l'ensemble du marché.

L'indice de la Harward University est beaucoup plus étendu, puisqu'il embrasse dix groupes de valeurs. Il a fléchi d'environ 21 %, de 85,3 en mars à 67,6 en juin, chiffre qui dépassait seulement de 4,6 le point le plus bas de 1921. Pour quatre groupes de valeurs, cuivre, coton, industries chimiques et papier, durement atteints par la déflation de 1920, l'indice se trouvait même au-dessous des minima de 1920. L'indice de la Harward University, pour juillet et août, révèlerait certainement une chute encore plus accentuée.

Rien ne peut être plus significatif que la baisse des prix pour montrer le recul industriel et commercial. Le Bradstreet's index (1) a fléchi d'une manière continue de 1.393 en avril à 1.282 en août, mois après lequel il se relève. Ce n'est pas du reste le seul symptôme de dépression. Le tonnage des commandes de l'United States Steel Corporation s'est abaissé par étapes successives de 7.403.322 tonnes en mars à 4.672.825 tonnes en octobre. La pro-

(1) Base différente de celle précédemment choisie.

duction du fer est tombée du maximum de 3.868.000 tonnes en mai à 3.126.000 tonnes en septembre, pour se relever légèrement en octobre à 3.149.000 tonnes. Le prix du fer a fléchi du maximum de $ 30,82 en avril à $ 23,14 en octobre, celui du cuivre du maximum de 16.832 en mars à 12.574 en octobre. L'industrie de la construction accuse le chiffre de $ 242.778.000 en septembre, au lieu du maximum de $ 415.614.000 en mars.

Il est encore trop tôt pour se prononcer sur l'importance des faillites en 1923 par suite de l'irrégularité des chiffres mensuels. Mentionnons seulement qu'en octobre 1923 le passif des firmes en faillite s'est élevé à $ 76.866.000 (1) contre $ 35.795.000 en octobre 1922. Par contre, en septembre 1923, il a atteint seulement $ 28.098.000 contre $ 34.414.000 en septembre 1922.

Cependant toutes les branches de l'activité commerciale et industrielle n'ont pas été touchées; les recettes des chemins de fer, par exemple, ont continué à augmenter. La Banque de Réserve Fédérale de New-York caractérise bien la situation d'ensemble en rapportant que le commerce de gros qui était encore de 12 % au-dessus de la normale en août 1923 s'est abaissé à 1 % au-dessus de la normale en septembre 1923.

Il n'y a donc pas eu de crise, si on entend par ce terme une perturbation économique accentuée, mais il y a eu une crise, définie dans le sens très précis que nous avons choisi, c'est-à-dire chute d'un point plus haut à un point plus bas.

Baron MOURRE.

(*A suivre.*)