

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. 75-82

http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1924__65__75_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

[Suite (*).]

Cette baisse des valeurs de bourse, ce léger tassement commercial, était-il possible de les prévoir?

Que nous enseigne l'exemple du passé? J'ai établi dans ma communication faite à la Société de Statistique en décembre 1921 que, depuis 1882, tous les trois ou quatre ans, une baisse des valeurs de bourse, suivie d'un tassement industriel et commercial plus ou moins prononcé, se produisait aux États-Unis. Ceci posé, une crise ayant éclaté en 1920, une autre crise devait, si aucun changement dans le rythme antérieurement constaté n'avait lieu, survenir en 1923 ou en 1924. C'était là une indication préalable.

Nous avons vu, en outre, que le taux du papier commercial de premier ordre à New-York, à trois mois, oscillait entre 3 $\frac{1}{2}$ % et 8 % et que la baisse des actions, qui est le premier symptôme des crises, débutait quand le papier commercial se tenait entre les limites des 5 $\frac{1}{4}$ et 5 $\frac{3}{4}$, exception faite de la crise de 1917, dans laquelle les actions abandonnèrent leur maximum, alors que le taux du papier commercial cotait seulement 3 $\frac{7}{8}$. Du reste, la baisse ne s'accroît que lorsque le cours de 5 $\frac{1}{8}$ fut atteint. Il s'agissait d'ailleurs d'une période de guerre pouvant présenter un caractère exceptionnel. De plus, le marché des valeurs présentait en 1917 une grande vulnérabilité par suite du niveau extraordinairement élevé, dépassant tous les maxima antérieurs, auquel était arrivé le cours des actions.

En laissant de côté la crise de 1917, les deux questions suivantes se posaient : Entre ces deux limites 5 $\frac{1}{4}$ et 5 $\frac{3}{4}$, quel taux d'escompte probable assigner comme signal à la baisse des actions? De plus, ces deux limites, établies par l'exemple du passé, resteraient-elles valables pour la période 1923-1924? L'une d'elles ne devrait-elle pas être reculée?

Si l'on reprend l'histoire des crises antérieures les plus récentes, qui nous sont particulièrement bien connues, grâce à une documentation abondante, d'autant plus difficile à obtenir qu'on remonte le cours du temps, l'une d'elles est particulièrement suggestive. C'est la petite crise qui a eu lieu aux États-Unis en 1910.

L'existence de cette crise ne peut être niée. Elle est caractérisée par l'élévation du taux de l'escompte, la baisse des valeurs de bourse, la diminution des transactions au Stock-Exchange, la baisse des prix des marchandises,

(1) Voir le numéro de janvier 1924.

l'augmentation du passif des faillites, la diminution des clearings, des recettes brutes des chemins de fer, de la production du fer et du cuivre, des constructions de chemins de fer et de l'immigration aux Etats-Unis.

Cette crise, si elle a été très nette, a par contre été très légère et a éclaté très tôt, c'est-à-dire avec un taux de papier commercial relativement bas. Les actions perdirent leur maximum, alors que le papier commercial de premier ordre à trois mois cotait à New-York 5 1/4 seulement.

Or la crise de 1910 a été précédée par celle de 1907 qui fut particulièrement violente. On est donc amené à se demander si les souvenirs des désastres de 1907, encore présents à tous les esprits, n'avait pas rendu les capitalistes et les hommes d'affaires particulièrement timorés, et si cette prudence inspirée par une récente expérience n'avait pas déclenché prématurément l'arrêt de l'activité commerciale.

Ce n'est là qu'une hypothèse, mais il était opportun de l'établir en 1923 et de chercher à connaître l'état d'esprit qui régnait aux Etats-Unis. Or, qu'y constate-t-on dans les premiers mois de l'année? On y entend de nombreux appels à la prudence venant des personnalités financières jouissant d'une haute autorité. Le souvenir de la crise de 1920 se réveille et hante un grand nombre d'esprits.

Le journal *The Commercial and Financial Chronicle* a l'habitude, dans sa revue hebdomadaire, de citer les opinions émises par des personnes qualifiées soit sur la situation politique, soit sur l'avenir des affaires, soit sur des questions diverses qui préoccupent l'opinion. J'ai extrait de cette revue un certain nombre d'avertissements significatifs donnés au public au sujet du danger qu'entraînerait un essor industriel trop vif.

M. Hetcht, président de la « Hibernia Bank and Trust Company », dans le 52^e rapport annuel adressé aux actionnaires le 30 décembre 1922, déclare que les perspectives pour 1923 sont bonnes, mais qu'il est absolument essentiel que l'optimisme reste tempéré d'une prudence conservatrice, si on ne veut pas tomber dans une seconde période d'inflation.

M. George Reynolds, président du bureau de la « Continental and Commercial National Bank of Chicago », déclare dans une interview publiée le 4 janvier 1923 par la publication semestrielle *Business Review* qu'il y a d'amples raisons militent pour un optimisme conservateur, et que le pays se souvient trop bien de l'expérience de 1920 et 1921 pour se livrer aux mêmes exagérations.

M. Thornton Cooke, président de la « Columbia National Bank of Kansas City », dit dans une interview donnée en janvier 1923 que la prospérité doit se prolonger au moins pendant le premier semestre de 1923, et qu'elle continuera plus longtemps, si les récoltes sont bonnes. M. Cooke, tout en étant optimiste, n'entrevoit donc pas une durée très longue de la période d'essor.

Le secrétaire du Trésor, J.-H. Trego, dans une lettre adressée en janvier 1923 à l'« Association Nationale des Hommes de Crédit », dit que l'extraordinaire activité commerciale a donné de l'espoir même aux hommes d'affaires que le souvenir de la crise de 1920 a rendus conservateurs. Les plus sages d'entre eux, ajoute-t-il, tempéreront cependant leur prudence d'optimisme, car s'il y a des facteurs qui permettent d'envisager l'avenir avec confiance,

on en voit d'autres montrant très nettement l'existence de possibilités adverses.

Le *Commercial and Financial Chronicle*, dans son numéro du 24 mars 1923, tout en se montrant très optimiste, reconnaît que des financiers et des hommes d'affaires, dans la crainte que le commerce précipite son essor et prenne le mors aux dents, ont exhorté le public à se montrer prudent.

M. Benjamin M. Anderson, économiste attaché à la « Chase National Bank », discutant l'état des affaires dans le *Chase Economic Bulletin* du 27 mars, s'exprime ainsi : « On ne peut prédire avec certitude la longueur du boom commercial actuel.... Tout en faisant une large part à la confiance, on doit cependant signaler l'existence de facteurs d'incertitude et de danger qui tendent à amener le boom à sa fin.... L'homme d'affaires se montrera avisé, en opérant avec une marge de fonds de roulement anormalement large, en faisant preuve de prudence, tant pour demander des crédits, que pour en accorder. Il devra se contenter de modestes profits et être toujours prêt à voir la situation se retourner. Il évitera les engagements à long terme et les extensions de matériel industriel. En un mot, il se montrera très conservateur.... Avec de telles précautions, le boom ne dégènera pas en violente réaction. »

Le Département du Commerce, commentant les résultats commerciaux du mois de mars, déclare que l'avenir dépend du profit qu'ont tirés les hommes d'affaires des leçons de 1920 et des recommandations faites dans les rapports, tels que ceux publiés par le Comité du Chômage et des Cycles économiques.

Le « Comité de Surveillance économique de l'Association des banquiers américains », siégeant à Rye, Etat de New-York, en avril 1923, donne l'avertissement suivant : « Le Comité de Surveillance économique de l'Association des banquiers américains envisage avec défiance la hausse violente des salaires et des prix, et craint qu'un développement exagéré de la confiance ne conduise à une répétition des erreurs commises dans la période qui a suivi la guerre. »

Le 26 avril 1923, M. Huston Thompson, membre de la « Commission du Commerce fédéral », déclare que « les Etats-Unis sont en plein sur la route qui mène à une répétition de l'inflation des prix de 1919 ».

M. Schwab, président de la Bethlehem Steel Corporation, écrit dans le *Journal of Commerce*, à la date du 17 avril 1923 : « Nous entrons dans une période d'expansion et la prudence la plus grande doit s'exercer, si l'on ne veut pas que la prospérité se change en une seconde inflation qui serait désastreuse. »

Tout le monde, cependant, n'était pas pessimiste. Ainsi le secrétaire du Trésor Mellon, critiquant l'opinion émise par M. Schwab, affirmait « que la situation était bonne, qu'il n'y avait à l'horizon ni nuage sombre, ni signe d'inflation ».

Le juge Gary, président de l'United States Steel Corporation, était également optimiste. Le 25 mai 1923, à la réunion annuelle de l'« Institut américain du Fer », il déclarait qu'il ne voyait aucune raison pour que la demande de produits métallurgiques se relâchât. « Sans doute, ajoutait-il, il y a eu des tentatives voulues et persistantes de créer l'impression que les affaires

allaient rétrograder. Cette campagne a été inspirée par des personnes à courte vue qui n'ont pas compris qu'en ébranlant la structure des affaires, elles s'envelaient elles-mêmes sous leurs ruines. »

Mais il n'est nullement nécessaire que tout le monde soit pessimiste pour que la confiance soit atteinte. Il suffit, pour que le mouvement des affaires se ralentisse, que les pessimistes soient en nombre assez grand et doués d'une autorité assez forte. Or, en 1923, l'existence d'un puissant mouvement d'opinion aux Etats-Unis s'exerçant dans le sens de la prudence ne peut être nié. Il a été bien souligné par la *Harvard University* dans la *Review of Economic Statistics* de juillet 1923. « On a été témoin, en mars et en avril, d'un fait sans aucun précédent; c'est un effort très net déployé par les organismes gouvernementaux et des autorités de la Réserve Fédérale pour modérer l'essor des affaires dans son cycle ascendant. Naturellement, dans le passé, on a vu des financiers responsables et des institutions financières tenter souvent de calmer l'excès de l'enthousiasme spéculatif, mais jamais, autant qu'on peut s'en souvenir, des organismes gouvernementaux ou semi-gouvernementaux n'avaient délibérément entrepris de mettre obstacle à un boom dans la crainte de le voir aboutir à une issue désastreuse. Nous faisons naturellement allusion à l'activité dont firent preuve dans cette direction, le « Département du Commerce », le « Bureau de Réserve Fédérale » et plusieurs banques de « Réserve Fédérale »... Le récent recul des affaires est partiellement dû à un effort organisé d'empêcher la prospérité présente de dégénérer en inflation. C'est ainsi que dans le cycle périodique des affaires a été introduit un nouveau facteur qui mérite d'entrer en ligne de compte. »

D'autre part, M. Johnston, président du « Liberty Central Trust of Saint-Louis », reconnaît que des appels à la prudence souvent répétés ont contribué à arrêter la tendance ascendante des affaires. « Plusieurs d'entre nous, dit-il, ont donné une interprétation trop littérale à la théorie des cycles économiques et ont cru qu'une dépression générale était imminente. Ils ont négligé le fait que le cycle ne peut se réduire à des périodes absolument régulières. »

Les pessimistes étaient donc nombreux aux Etats-Unis en 1923. La crise de 1920, dont le souvenir les hantait, avait dépassé en violence et en profondeur celle de 1907. On pouvait donc supposer tout d'abord que la naissance d'un nouveau cycle dépressif ne pourrait être différée jusqu'en 1924. Les crises, nous l'avons vu, sont depuis longtemps aux Etats-Unis triennales ou quadriennales. L'intervalle triennal devait, semble-t-il, prévaloir dans le cas actuel. On pouvait également admettre sans bien entendu qu'il y eût de certitude à cet égard, que les actions atteindraient leurs plus hauts cours avec un niveau du taux de l'escompte relativement bas, pouvant même être inférieur à celui qui fut le point de départ de la crise de 1910. Or, les actions arrivèrent au sommet de leur courbe vers le 7 mars 1923, avec un taux de papier commercial d'environ $4 \frac{7}{8}$, alors qu'en 1910, au moment où les actions étaient à leur maximum, le papier commercial cotait $5 \frac{1}{4}$. Les cours des actions ont donc baissé en 1923 très prématurément.

Ce sera peut-être la règle de l'avenir qu'à une crise violente doit succéder une crise légère. Quand la distance par laquelle on est séparé d'une crise

intense n'est pas considérable, les désastres éprouvés sont encore présents à tous les esprits et leur répétition devient difficile. La défiance de l'avenir est trop grande et, de même qu'une armée est battue parce qu'elle se figure qu'elle l'est, une crise éclate parce qu'on croit qu'elle va éclater. Quand, au contraire, les leçons de l'expérience s'éloignent, beaucoup de personnes les ont oubliées, de nombreux témoins du passé sont morts et ont fait place à une nouvelle génération d'hommes plus jeunes, ignorants et téméraires. Une nouvelle crise violente a donc plus de probabilités d'éclater.

Il est possible aussi que les études statistiques sur les crises, très en honneur aux Etats-Unis, et que la croyance à leur périodicité se dégageant des travaux entrepris ait contribué à provoquer en 1923 la crainte d'un recul économique. Peut-être, dans l'avenir, cette périodicité elle-même se trouvera-t-elle modifiée par le fait qu'on l'aura prévue.

En tout cas, dans les crises légères, les phases diverses marquant la dépression se trouvent raccourcies.

Remarquons tout d'abord que ces phases ont nécessairement une certaine durée. Les actions abandonnent leur maximum, parce que les intermédiaires incitent à se liquider certains spéculateurs à la hausse de qualité médiocre. Mais au début ces allègements forcés sont peu nombreux. La baisse qu'ils entraînent menace de nouvelles positions considérées jusqu'ici comme fortes, et la liquidation continue. Ce processus demande du temps. Bientôt la place est nettoyée; le spéculateur à la baisse remplace le spéculateur à la hausse. Les baissiers attaquent les cours qui ne cessent de s'effriter et en professionnels ne connaissant que la tendance, continuent leur jeu, tant qu'il paraît réussir. Qui les arrêtera? L'intervention des gros capitalistes et de spéculateurs avisés qui, jugeant le recul des cours suffisants, commencent à entrer en ligne. A leur suite, le public reprend confiance et se risque à acheter. Les baissiers, sentant un revirement de la tendance, hésitent et se liquident. La période de baisse est terminée et un nouveau cycle de hausse commence à s'ouvrir.

Dans les crises légères la durée de la baisse est diminuée. En effet, du fait qu'elles éclatent prématurément, le marché tombe d'un maximum peu élevé, et le point d'arrêt de la baisse se trouve vite atteint. Tout d'abord, en supposant que le minimum du cours des actions soit constant, quelle que soit l'intensité de la crise, les liquidations des spéculateurs à la hausse, et les ventes à découvert qui précipitent les cours vers la baisse, auront besoin d'un temps moins long pour atteindre un but plus rapproché. De plus, le minimum des cours sera parfois d'autant moins bas, par suite plus rapproché du maximum, que la crise sera moins violente et provoquera un pessimisme moins intense. En 1910, les actions américaines subirent une baisse sensiblement moins profonde qu'en 1907; par contre, les minima de 1920 et de 1923 furent voisins.

Le raccourcissement de la durée de la baisse à la bourse des valeurs provoque une liquidation plus hâtive dans le commerce et l'industrie. Le recul commercial est en effet commandé, comme il a été expliqué plus haut, par la mauvaise tenue de la bourse et commence quand les valeurs sont descendues à un certain niveau, beaucoup plus haut du reste que leur minimum.

Or les actions mettront d'autant moins de temps à atteindre ce niveau bas, qu'elles partiront d'un maximum moins élevé. Il en résultera que plus la crise sera légère, plus l'intervalle de temps qui sépare le maximum des actions du maximum des prix devra être court.

Non seulement la dépression commerciale commence plus tôt dans les crises légères, mais elle dure moins longtemps. L'interprétation de ce phénomène est exactement la même que celle de la durée de la phase baissière à la bourse des valeurs. L'activité commerciale tombant d'un maximum moins haut met un temps moins long à atteindre son minimum.

Ceci posé, quelles prévisions pouvait-on faire en 1923 pour déterminer, en se gardant bien entendu de précisions trop grandes, la position probable des points saillants jalonnant le cycle de la crise?

Tout d'abord, la baisse étant nettement déclanchée sur le marché des valeurs de bourse, avec un taux d'escompte suffisamment élevé pour que le maximum des cours fût, selon toute probabilité, définitivement abandonné, on devait admettre comme vraisemblable une certaine durée de la baisse et, en même temps, supposer qu'elle serait courte, puisque la crise était légère. Voici les renseignements fournis par les crises antérieures ayant éclaté aux Etats-Unis :

Crise de	Intervalle de temps entre le maximum et le minimum des actions
1903.....	13 mois
1907.....	20 mois
1910.....	9 mois
1913.....	8 mois
1917.....	13 mois
1920.....	21 mois
1923.....	7 mois

En laissant de côté la crise de 1917, dont nous avons signalé le caractère exceptionnel, on voit que les deux grandes crises de 1907 et de 1920 eurent un très long cycle de baisse des actions, tandis que dans les autres crises la durée de la descente des cours fut plus abrégée.

En 1923, d'après l'indice Moody, les cours auraient décliné de mars à octobre, c'est-à-dire pendant sept mois environ, ce qui représente un intervalle de temps inférieur à celui de toutes les crises précédentes. De juillet à octobre, du reste, la baisse a été peu accentuée, et il est possible qu'avec d'autres indices le minimum des cours fût encore plus rapproché du maximum.

La dépression commerciale commence en principe, nous l'avons vu, d'autant plus tôt que la crise est plus légère. En se référant à un tableau donné plus haut, on constate que l'intervalle de temps entre le maximum du cours des actions et le maximum des prix a été de douze mois pour la crise de 1907 et de trois mois pour les crises de 1910, 1913 et de 1920 (1).

La crise de 1907, qui a été très violente, offre un très grand intervalle, mais celle de 1920, qui ne fut pas moins intense, n'a qu'un intervalle de

(1) Nous omettons la crise de 1903, n'ayant pas l'époque exacte du maximum des prix.

trois mois, ce qui peut paraître assez surprenant. Il faut remarquer, toutefois, qu'en 1920 les marchandises, sur lesquelles la spéculation s'était exercée d'une manière active, avaient des cours particulièrement fragiles, susceptibles de baisser à la première secousse.

En 1923 l'intervalle de temps entre le maximum du cours des actions et le maximum des prix des marchandises fut seulement de un mois ou d'un peu plus. La dépression commerciale commença donc très tôt. Quant à sa durée, elle sera probablement courte.

*
**

Quelle a été la répercussion de la légère crise américaine de 1923 sur les autres pays?

On doit poser comme un principe certain que plus une crise est légère, plus elle reste localisée dans le pays où elle est née.

Une baisse peu profonde, frappant sur un marché les valeurs internationales, ne peut ébranler la solidité des places étrangères, si celles-ci sont dans une situation monétaire favorable et sont bien disposées. Quant aux marchés commerciaux, ils sont encore plus solidaires les uns des autres que ceux des valeurs. Si en effet le cuivre baisse à New-York, il doit aussi baisser à Londres. Mais il est bien évident que la répercussion commerciale de la crise sera d'autant moins profonde que la crise sera moins intense.

La crise légère qui éclata aux Etats-Unis en 1910 ne paraît guère avoir eu d'écho en Europe.

Le marché des valeurs françaises n'a guère varié de fin septembre 1909 à fin juin 1910, période pendant laquelle le marché de New-York accomplissait sa baisse.

	Cours au	
	30 septembre 1909	30 juin 1910
Lyon	1.318	1.275
Chemins Autrichiens.....	815	812
Banque de France.....	4.300	4.300
Crédit Lyonnais.....	1.340	1.410
Transatlantiques	227	235
Canal de Suez.....	4.755	5.440
Métaux	712,50	705
Rio-Tinto	1.969	1.652
Courrières	3.125	3.421
Châtillon-Commentry	1.500	1.600
Gaz de Paris.....	311	305

Le marché des valeurs anglaises a gardé la même immobilité. Le *Banker's Magazine* a calculé qu'un ensemble de 387 valeurs représentait sur le marché de Londres, le 18 décembre 1910, une valeur totale de £ 3.641.245.000 contre £ 3.711.000 à la fin de décembre 1909, soit une baisse de £ 70.000.000. Mais les chemins de fer américains étaient dans cette baisse responsables de £ 56.000.000. Si on les retranche, on constate que la baisse en Angleterre n'a guère été supérieure à $\frac{1}{2}$ %, c'est-à-dire presque nulle.

La répercussion industrielle de la crise américaine fut également absolument nulle en France, en Angleterre et en Allemagne.

Cours des métaux à Paris

	31 décembre 1910	Semaine correspondante de 1909
Cuivre en barre, Chili (marques ordinaires).....	147,50	153
Etain Banka.....	463	372
Plomb (provenances diverses).....	39	38,50
Zinc de Silésie.....	68,25	66,50

Fonte à Glasgow

Janvier 1910	Décembre 1910
51 shillings	59 shillings

Le nombre des chômeurs a été moindre en France et en Allemagne en 1910 qu'en 1909.

De même qu'en 1910, la crise américaine n'eut en 1923 aucune répercussion sur les bourses des valeurs françaises et anglaises.

Les indices des valeurs à revenu variable de la Statistique Générale de la France donnent les résultats suivants :

1923	France (100 valeurs)	Angleterre (95 valeurs)
—	—	—
1923. Janvier	115	104
Juillet	136	99
Août	141	98
Septembre	134	100

Remarquons qu'en France une partie de la hausse de 1923 est due à la dépréciation du franc qui a exercé son influence non seulement sur les valeurs étrangères, mais aussi sur les valeurs françaises. Quoi qu'il en soit, on peut admettre qu'en 1923 le marché des valeurs françaises a été très bon, et le marché anglais assez résistant.

La répercussion sur l'Europe du tassement commercial survenu aux Etats-Unis a été également de très faible intensité. Elle a toutefois déprimé le cours de certaines matières premières, telles que le cuivre et le caoutchouc.

*
*

La crise qui a éclaté aux Etats-Unis en 1923, quelque insignifiante qu'elle paraisse, méritait d'être examinée.

En effet, les perturbations de la bourse des valeurs et du marché commercial, si faibles qu'elles soient, ont leur importance. En outre, l'étude des crises légères n'est pas sans profit pour celui qui veut arriver à une connaissance plus profonde du mécanisme des crises. Elle fait voir des phénomènes de proportion diminuée et par suite différents de ceux qu'on observe dans les crises intenses.

Enfin, la crise de 1903, malgré sa faible acuité, a joué un rôle important en empêchant une crise beaucoup plus grave d'éclater en 1924. L'année 1924 s'ouvrira aux Etats-Unis, au point de vue économique, sous un jour favorable.

BARON MOURRE.