

JOURNAL DE LA SOCIÉTÉ STATISTIQUE DE PARIS

MOURRE

Les méthodes récentes de prévision des crises aux États-Unis

Journal de la société statistique de Paris, tome 69 (1928), p. 269-286

http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1928__69_269_0

© Société de statistique de Paris, 1928, 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/>

JOURNAL

DE LA

SOCIÉTÉ DE STATISTIQUE DE PARIS

N° 10. — OCTOBRE 1928

I

LES MÉTHODES RÉCENTES DE PRÉVISION DES CRISES AUX ÉTATS-UNIS

Je poursuivrai dans cette communication un double but, d'abord montrer ce qu'il faut penser des systèmes de prévision des crises qui ont été récemment construits aux États-Unis, systèmes qu'on a peut-être un peu trop vantés, mais qu'à l'heure actuelle on décrie parfois avec quelque injustice, et surtout bien établir qu'en matière de prévision des crises, l'économie politique doit s'allier à la statistique. Si ces deux sciences ne marchent pas étroitement d'accord, on risque d'arriver à des résultats erronés et incomplets. Sans la statistique, l'économie politique ne peut avoir des phénomènes qu'une idée bien vague et sans l'économie politique, la statistique, ne pénétrant pas les causes des phénomènes, risque de ne pouvoir en déterminer l'enchaînement. En un mot, tout système statistique de prévision des crises doit être accompagné d'une théorie des crises.

Système de prévision, théorie des crises, le comte Harvard, dont il sera surtout question ici, a l'un et l'autre. Sa théorie peut être rangée parmi celles qui attribuent aux crises une origine monétaire; elle ne constitue pas une nouveauté, aussi je tiens d'abord à rappeler très brièvement le nom ou même la doctrine des auteurs qui, plus ou moins clairement, plus ou moins heureusement, ont déjà frayé la voie en cette matière.

Bien entendu, je laisse de côté les économistes qui ont expliqué les crises d'une autre manière que par le manque de disponibilités liquides, si intéressantes que puissent être leurs conceptions.

De 1840 à 1873, en Angleterre, lord Overstone, Torrens, Bonamy Price et surtout le journal *The Economist*, dans un article anonyme, en Belgique, Émile de Laveleye, usant de développements plus ou moins clairs et plus ou moins exacts, attribuent les crises soit à une consommation excessive de capitaux, soit à une origine monétaire, soit aux deux causes à la fois.

En France, notre éminent et regretté Président, M. Yves-Guyot, dès 1878, montrait avec une grande clarté le rôle de l'épuisement des capitaux circulants dans la naissance des crises. Par contre, il n'a jamais attaché d'importance, même ultérieurement, au rôle de la monnaie.

Les idées de M. Yves-Guyot ont été adoptées, dans la suite, d'une manière plus ou moins explicite par des économistes allemands, M. Spiethoff et M. Pohle.

Juglar n'a pas eu sur les crises de théorie bien nette. Tantôt il a dit que les crises venaient de l'abus du crédit, ce qui est une vue sommaire et incomplète, tantôt il a attribué les crises à l'arrêt de la hausse des prix, mais le mécanisme causal évoqué par l'auteur a été peu clairement décrit. C'est, comme nous le verrons plus loin, dans la prévision des crises et non pas dans la recherche de leurs causes, qu'il faut chercher la véritable originalité de Juglar.

M. Colson, dans son *Cours d'Économie politique* (1), décrit ainsi le mécanisme de la crise : « Une pareille activité des transactions, dit-il en parlant de la période de prospérité, exigerait une grande abondance de *capitaux circulants* ; or, en pareil cas, ces capitaux subissent au contraire une diminution sensible, attaqués à la fois par l'importance anormale des *immobilisations*, quand, de tous côtés, les usines s'agrandissent et par celle des *consommations*, quand chacun croit pouvoir dépenser davantage. Les fonds de roulement appartenant en propre aux négociants se trouvent ainsi réduits, au moment même où les affaires sont plus actives et sont remplacées par un large appel au crédit, notamment sous la forme de l'escompte. M. Clément Juglar a bien montré que l'on peut mesurer, en quelque sorte, la marche de l'*inflation* des affaires au grossissement anormal du portefeuille des banques. En même temps, les reports en bourse absorbent une partie de plus en plus grande des disponibilités. » A la suite de l'activité exceptionnelle des transactions, les moyens de paiement font défaut, « ce qui entraîne nécessairement la hausse générale des prix ». La situation est alors fragile, le moindre incident suffit pour déclencher la crise.

M. Colson décrit ensuite la liquidation de la crise « période de prudence et de recueillement pendant laquelle les capitaux circulants se reconstituent, les réserves s'accumulent, la confiance se rétablit ». Cette théorie, que j'ai tantôt citée, tantôt résumée, analyse d'une manière complète les causes de la crise, épuisement des capitaux circulants, resserrement monétaire.

En 1910, aux États-Unis, M. Babson (2) donna l'ordre des phénomènes, tels qu'ils se déroulent au cours des crises :

- 1^o Période de l'élévation du taux de l'argent ;
- 2^o Période de hausse des obligations ;
- 3^o Période de prospérité générale ;
- 4^o Période de baisse des actions ;
- 5^o Période de baisse des marchandises ;
- 6^o Période de baisse des immeubles ;
- 7^o Période de dépression générale ;
- 8^o Période d'argent bon marché ;
- 9^o Période de hausse des obligations ;

(1) Tome II, p. 724, 1903.

(2) BABSON, *Business barometer for forecasting conditions*, 1910 (Babson Compiling Offices).

- 10° Période de hausse des actions;
- 11° Période de hausse des marchandises;
- 12° Période de hausse des immeubles.

Le cycle est alors terminé.

Bien entendu, les différentes périodes indiquées chevauchent dans une certaine mesure les unes sur les autres.

M. Babson n'a pas toutefois réussi à construire une véritable théorie expliquant clairement la genèse des crises. Il remarque seulement que toute phase d'activité est suivie d'une phase de dépression et il conclut que « la réaction est égale à l'action ». L'expérience montre que ce principe de mécanique transposé en économie politique n'est pas exact.

Enfin moi-même, en mars 1914, à la Société d'Économie sociale (1), je m'efforçais, tant au point de vue descriptif qu'au point de vue des causes, de donner un tableau complet des phénomènes qui caractérisent les crises, et je soulignais l'importance causale de la situation monétaire. Je me bornerai à citer textuellement quelques passages saillants de cette communication.

Je commençais par définir le phénomène étudié. « La courbe représentant l'activité commerciale doit être en temps normal continuellement ascendante; si cette courbe, au lieu de s'élever, fléchit, il y a crise. »

Quant aux causes de la crise, je les exposais de la manière suivante : « Les capitaux fixes naissent des capitaux circulants. Pour construire un chemin de fer, il faut des matières premières, du fer, du charbon, du bois, des approvisionnements, le travail des ouvriers.

« Si pour un motif quelconque, tel qu'une disette ou une consommation excessive, les capitaux circulants viennent à diminuer, la création des capitaux fixes est rendue difficile et une tendance à la crise se manifeste.

« Les mêmes phénomènes se produisent lorsque des travaux neufs trop nombreux, comme en 1907, drainent avec une rapidité excessive les capitaux circulants que l'épargne amasse continuellement. »

La monnaie s'enfuit alors « des encaisses des banques et des cachettes des particuliers pour se verser dans la circulation. Il ne peut en être autrement. D'une part, il faut bien exprimer la hausse des prix, tant des capitaux circulants que des valeurs à revenu variable; d'autre part, le volume des transactions augmente. Pour cette double cause, un afflux de monnaie est nécessaire.

« Voyant la monnaie s'enfuir des encaisses, les grandes banques, pour la retenir, la font payer plus cher aux emprunteurs, c'est-à-dire élèvent le taux de l'escompte.

« L'élévation du taux de l'escompte effraie les spéculateurs qui, opérant avec des fonds qui ne leur appartiennent pas, sont facilement impressionnables; ils redoutent même des dénonciations de crédit qui peuvent frapper les positions peu solides. »

En résumé, j'attribuais les crises à une cause primitive, épuisement des capitaux circulants, lequel produisait un effet qui était le resserrement monétaire, cause immédiate de la crise.

(1) *Les Crises d'essor économique et la situation actuelle*, séance de mars, *Réforme sociale* du 1^{er} mai 1914.

Puis, donnant une explication de l'ordre des phénomènes, j'ajoutais : « Il convient de remarquer que l'industrie ne fléchit que longtemps après l'ébranlement des valeurs de bourse. »

« Tel fut le cours des événements dans les crises exclusivement américaines de 1903 et de 1910 et dans la crise mondiale de 1907. Il faut en voir la cause dans l'extrême sensibilité du marché des valeurs tenant à ce que beaucoup de spéculateurs opèrent avec des capitaux empruntés : aussitôt que le loyer de l'argent s'élève, ils craignent de voir les banques restreindre leurs avances, ils prennent peur et se liquident volontairement. A cela, ajoutons que la majorité des porteurs d'actions ne savent, la plupart du temps, que fort peu de choses sur la valeur intrinsèque et sur le fonctionnement des entreprises dont ils ont les titres en portefeuille; effrayés par la baisse du marché à terme, ils deviennent la proie d'une crainte exagérée qui succède à une confiance excessive; bientôt l'affolement est général et la baisse se précipite.

« Les industriels, au contraire, ne sont pas traversés par les mêmes craintes; ils connaissent les entreprises auxquelles ils sont intéressés, puisqu'ils participent à leur direction; ils ont en outre leurs carnets de commandes bien garnis et n'ont aucune raison de baisser leurs prix, espérant le retour de la confiance. L'allure différente du marché des valeurs et de celui des marchandises s'explique donc par des raisons solidement fondées.

« *Savoir que la crise s'approche quand la Bourse subit un ébranlement violent est une connaissance précieuse pour l'industriel et le commerçant.* Il lui serait préjudiciable de liquider ses engagements trop tôt, de repousser les affaires s'annonçant comme fructueuses, par crainte du revirement qui viendra un jour ou l'autre. Mais, s'il sait que tant que le marché des valeurs reste ferme, aucun danger n'est à craindre, il peut encore s'engager avec la prudence toutefois comportée par une situation dont la hausse du taux de l'escompte et la cherté des marchandises révèlent la fragilité. Au contraire, l'effondrement des actions en bourse lui annonce la proximité de la crise. Il doit alors ne plus contracter que des engagements très courts, travailler avec des stocks réduits au minimum et, surtout, avoir une situation financière très saine. »

Cependant, la confiance ne revenant pas, « l'industrie se trouve privée des commandes que lui apportent, en temps normal, les entreprises nouvelles créées, soit directement par l'initiative privée, soit au moyen d'émissions publiques; les stocks s'accumulent aux usines; les prix des différentes catégories de marchandises baissent, la crise industrielle est ouverte.

« Comment va-t-elle se liquider? Les producteurs vont-ils s'entêter indéfiniment à ne pas livrer leurs marchandises? En présence de stocks qui grossissent, ils commencent à s'apercevoir que l'esprit d'entreprise est étouffé et ils se décident à diminuer leurs prix; comme ils veulent se débarrasser des marchandises en excédent, la baisse peut devenir profonde. Avec des prix moins hauts et des affaires moins nombreuses, une monnaie aussi abondante n'est plus nécessaire, la circulation se dégonfle, les encaisses des banques se remplissent, le taux de l'escompte s'abaisse.

« C'est alors que les phénomènes inverses de ceux que nous avons précédemment décrits font leur apparition. Quelques spéculateurs, quelques commerçants, tentés par les facilités de crédit que le bon marché de l'ar-

gent leur procure, se remettent à acheter des valeurs mobilières, à se lancer dans des entreprises nouvelles. Les affaires véreuses ont à peu près disparu et les émissions qu'on présente au public offrent un caractère de sécurité en général suffisante; elles sont facilement couvertes. Comme ces émissions ont pour but de faire face à des travaux d'utilité publique ou à des entreprises nouvelles, les commandes reviennent à l'industrie; le prix des matières premières et des denrées remonte et le cycle parcouru se retrouve de nouveau ».

Cette théorie a été reproduite en 1920 (1) par M. Persons, du Comité de l'Université Harvard. M. Persons n'a fait aucune allusion aux économistes qui avaient antérieurement exposé sur les crises une théorie identique à la sienne. On peut du reste fort bien s'expliquer qu'un écrivain américain n'ait pas eu connaissance de travaux français dispersés dans quelques pages de traité d'économie politique ou dans des articles de revue.

Voici le texte de M. Persons : « De la période de liquidation résulte la phase de dépression (*phase I*) qui se caractérise : 1^o par le bas prix des valeurs de bourse et le moindre volume de la spéculation; 2^o par la baisse du prix des marchandises et le déclin de l'activité commerciale. Cette situation prépare la voie à la reprise. Elle est en effet accompagnée d'une chute rapide du taux des prêts commerciaux. » Il devient alors préférable de diriger vers la Bourse les fonds disponibles « qui sont ainsi mis à la disposition de la spéculation. Celle-ci achète d'abord des obligations et des actions de premier ordre, puis, à mesure qu'elle se développe, se rabat sur des titres de qualité de plus en plus médiocre.

« Nous entrons alors dans la *deuxième* phase du cycle économique, où la spéculation est suivie d'un accroissement des affaires commerciales. Celles-ci, en effet, peuvent être financées par des fonds disponibles à un taux d'intérêt peu élevé. Il arrive toutefois un moment où les demandes de prêts émanant de la bourse des valeurs et du commerce ne peuvent être servies avec l'amplitude désirable.

« C'est le début de la *phase III*. Les spéculateurs, d'une part, les industriels et les commerçants, de l'autre, se trouvent en compétition. Ceux-ci sont depuis des années les clients des banques et, si une discrimination des prêts doit avoir lieu, elle se produit en leur faveur. Des fonds sont retirés du marché des valeurs et prêtés aux hommes d'affaires dont les besoins s'accroissent, à mesure que la hausse des prix se développe.

« Cette situation nous conduit à la *phase IV*, dont la principale caractéristique est le resserrement du crédit. La hausse du taux des prêts accompagne le drainage des fonds qui a lieu sur le marché des valeurs. Celui-ci n'est plus haussier, comme dans la phase II, ou hésitant, comme la phase III; il devient baissier. L'activité des affaires commerciales continue toutefois; elle absorbe l'argent disponible et fait baisser les réserves des banques. Parmi les nombreuses entreprises nouvelles, il y en a de peu solides; certains crédits ont été consentis qui sont gagés par des valeurs douteuses, ou des marchandises trop chères.

(1) *Review of Economic Statistics*, année 1920, p. 47. — Les personnes qui ne voudraient pas consulter dans le texte anglais les études du Comité Harvard, les trouveront résumées dans l'ouvrage de M. LACOMBE : *La Prévision en matière de crises économiques*, et dans un article de M. Aftalion, paru dans la *Revue d'Économie politique* de mai-juin 1927.

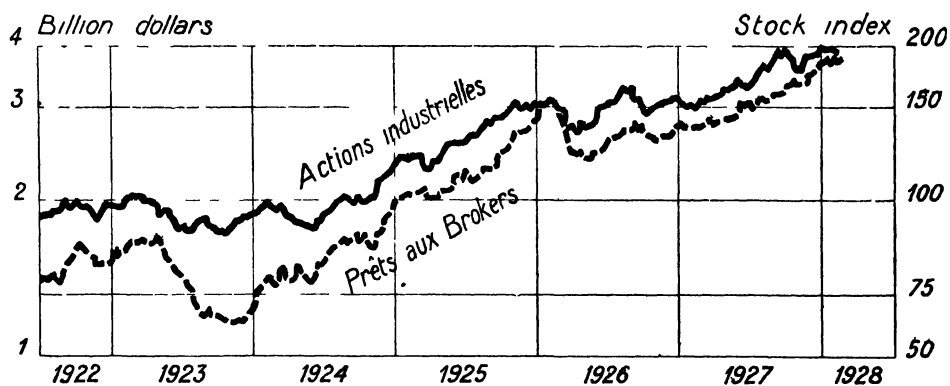
En d'autres termes, il y a des points faibles dans la structure des affaires commerciales et bancaires.

« Le manque de confiance, un événement fortuit quelconque suffisent à provoquer une liquidation plus ou moins sévère qui caractérise la *phase V*... On annule les commandes données aux usines, le chômage sévit, les taux d'intérêt sont en baisse, les réserves des banques grossissent. C'est la période de dépression des affaires, de laquelle nous sommes partis au début du cycle (1). »

On voit que la théorie du Comité Harvard ne diffère que bien peu des théories françaises qui lui sont antérieures. On n'y trouve guère qu'un trait nouveau, la compétition de la bourse des valeurs et du commerce au sujet de l'octroi des crédits.

Il faut reconnaître toutefois que le Comité Harvard a publié un très grand nombre de statistiques et d'études très documentées, où l'on peut puiser au sujet de la théorie des crises des renseignements utiles.

C'est ainsi qu'il a établi des courbes très suggestives montrant le parallélisme des cours des actions et des prêts consentis aux brokers (2).



Les cours des actions s'élèvent lorsque les prêts augmentent et fléchissent lorsqu'ils diminuent. Mais ceux-ci sont évidemment fonction de la situation monétaire. L'influence causale de la situation monétaire sur la bourse des valeurs se trouve donc démontrée par ces deux courbes.

Douterait-on de cette influence qu'il n'y aurait pour s'en convaincre qu'à lire les comptes rendus de la Bourse de New-York. En voici un pris au hasard sur plusieurs centaines qu'on pourrait citer.

Wall Street, par le *New York Herald* du 11 avril 1928 : « Le renchérissement de l'argent agita aujourd'hui Wall Street... Le marché s'ouvrit irrégulier et s'affaiblit ensuite.

« La hausse du *call money*, de 5 % à 6 %, taux le plus haut depuis un an, découragea les acheteurs. Bien qu'il n'y eût aucune chute profonde, les pertes de deux points furent générales et quelques actions eurent de plus fortes moins-values.

« L'annonce, faite dans la matinée, que le taux était relevé à 5 %, provoqua

(1) La même théorie a été reproduite, à peu près mot pour mot, dans un article de M. Grum, paru en 1925, dans l'organe du Comité de l'Université Harvard, la *Review of Economic Statistics*, p. 218.

(2) *Weekly Letters*, 3 mars 1918.

du malaise qui s'accroît encore parce que ce taux n'attire pas de fonds nouveaux en quantité suffisante pour compenser les retraits.

« Dans le milieu de l'après-midi, le *call money* monta à 6 %, mais le fait était attendu, de sorte que le marché supporta bien le coup.

« Les cours, qui, depuis le début de la matinée, étaient faibles, glissèrent encore un peu, mais remontèrent plus tard. Cette reprise, peu importante du reste, fut sans doute provoquée par les rachats des titres qu'on avait vendus sur la perspective d'une hausse du *call money*. » Voilà l'influence des taux de l'argent prise sur le vif !

M. Robert Wolff m'a objecté, à la séance de la Société qui a eu lieu en mars dernier, que grâce à l'intervention des Banques de Réserve Fédérale, la situation monétaire n'avait plus la même importance qu'avant la guerre.

Du fait qu'on surveille la pression dans une chaudière pour empêcher celle-ci d'éclater, il ne s'ensuit pas que la pression ne sera pas cause de l'éclatement, dans le cas où il se produirait. Une mauvaise situation monétaire restera toujours la cause des crises, mais si on réussit à empêcher la situation monétaire de devenir mauvaise, les crises n'auront plus lieu. La remarque de M. Wolff ne change rien à la théorie des crises; elle ne peut s'appliquer qu'à la suppression de leur cause.

Arrivera-t-on à un pareil résultat? Les crises n'ont-elles pas une tendance à devenir plus rares aux États-Unis? Il semble en tout cas que la périodicité triennale ou quadriennale semble rompue dans ce pays, car depuis 1923, aucune crise n'a encore eu lieu. La compression excessive des crédits n'entrave-t-elle pas le progrès industriel? Ce sont des questions qui méritent une étude spéciale et que je n'ai pas le temps d'aborder.

Il reste, pour bien saisir la théorie des crises, à débarrasser le terrain des erreurs qu'on y a accumulées. Je vise ici la théorie de la surproduction, que j'ai combattue avant et après la guerre.

Il convient d'abord de préciser le sens du terme surproduction. La définition la plus simple et qui sera peut-être la plus féconde est celle qui se conformera au langage ordinaire. Il y a surproduction, quand l'ensemble des demandeurs refusent d'acheter les produits qu'ils seraient en mesure d'acquérir, mais qu'ils considèrent comme ne répondant pas à leurs besoins actuels. Surproduction ne veut donc pas dire production au-dessus de la normale, mais production en excès sur les besoins.

Je n'ai jamais nié du reste que la surproduction générale fût la caractéristique des crises arrivées à leur période d'état. C'est là un phénomène évident, bien qu'il soit en contradiction avec la théorie classique de Jean-Baptiste Say. Du reste, comme l'a fait remarquer M. Aftalion en 1927, dans un article écrit en anglais paru dans la *Review of Economics Statistics* (1), organe de l'Université Harvard, l'indice général des prix baisse dans la dernière période de la crise, ce qui serait inexplicable si les marchandises n'étaient pas plus offertes que demandées, c'est-à-dire surproduites.

Mais, si la surproduction est la caractéristique de la crise, elle n'est nullement sa cause. Si en effet la surproduction provoquait la crise, elle la précé-

(1) P. 169.

derait et le cours des phénomènes serait le suivant : la production, au début de la période préparatoire de la crise, trouvant facilement preneur, augmenterait graduellement, puis, peu à peu, les besoins se saturant, la demande serait moins vive, les prix baisseraient et l'on aboutirait par une pente douce à la crise.

Mais, jamais dans aucun cas, les choses ne se sont passées ainsi. La surproduction se manifeste brusquement, au moment où les prix sont au plus haut, où le marché est en pleine effervescence, où l'on croit que la marchandise va manquer et où tout le monde se précipite pour en avoir.

Au moment de la crise de 1920, on a répété que les usines produisaient à force, que le public ne pouvant plus absorber les marchandises qui lui étaient offertes, parce que qu'il n'en avait nul besoin, les industriels avaient été obligés de les stocker et que telle fut la cause de la crise. Ce n'est là qu'une naive légende. Voici les indices de la production, tels que les a établis pour la France la *Statistique générale de la France* :

Année	1918.		100
—	1919.		60
—	1920.		64

C'est aux ruines accumulées par la guerre qu'il faut attribuer la faiblesse de ces chiffres. Comment, avec une production aussi déficitaire, peut-on parler de marchandises dont la quantité dépassait les besoins du public?

C'est le contraire qui est arrivé. La crise de 1920 a été amenée par le trop faible volume de la production. En présence de son insuffisance, les prix ont haussé dans une proportion plus grande que celle du déficit existant; il s'en est suivi un épuisement des réserves monétaires et, par conséquent, une crise.

Les statisticiens du Comité Harvard n'ont pas compris la cause de la crise de 1920.

M. Persons, qui, précédemment, avait annoncé la crise, pensait en février 1920 qu'elle serait peu intense. « La chute des prix et de l'activité commerciale, disait-il, ne sera pas aussi profonde que celle qui eut lieu en 1907. Dans la situation actuelle, on trouve des indications que la liquidation qui pourra survenir sera peu sévère et que la reprise sera rapide. » La raison qu'il en donnait est que la production et les stocks n'étaient pas excessifs, comme ils l'étaient en 1907 (1).

C'est là ne rien comprendre aux causes de la crise. La théorie du Comité Harvard, que j'ai citée plus haut, est exacte, mais elle est incomplète, car elle n'a pas été étendue aux crises de disette et d'insuffisance de production.

La guerre n'avait pas désorganisé la production américaine comme la production française, mais le passage de la guerre à la paix fut difficile aux États-Unis et entraîna une baisse de la production.

Voici, en effet, les indices de la production pour les États-Unis que M. Persons, en 1922, a établis pour 1918 et 1919 (2).

(1) *Review of Economic Statistics*, année 1920, p. 33.

(2) *American Economic Review*, mars 1922, Supplément.

Indices non ajustés.
(Base 100 en 1909-1913).

	1918	1919
Agriculture	107	109
Mines.	136	111
Manufactures	125	114

De la période 1909-1913 à l'année 1919, la population des États-Unis s'était accrue, et les Américains, s'étant habitués à mieux vivre, avaient plus de besoins. L'augmentation de la production en 1919 était donc très insuffisante.

M. Persons le reconnaît, puisque, selon la méthode appelée ajustement séculaire, et dont nous parlerons plus tard, il donne des indices rectifiés de la production représentant les écarts en plus ou en moins avec la production normale évaluée à 100.

Indices ajustés.
(Base 100 en 1909-1913).

	1918	1919
Agriculture	96	97
Mines.	107	85
Manufacture.	104	91

Qu'est-il arrivé? Tout le monde, pour obtenir la marchandise, a offert un prix plus élevé que son concurrent. Il y a eu, aux États-Unis comme en France, hausse des prix, spéculation, raréfaction monétaire et crise.

* * *

Bien saisir la cause des crises, c'est déjà quelque chose, mais cette connaissance serait incomplète, si elle n'était pas accompagnée d'un résultat pratique, c'est-à-dire si elle n'aidait pas à prévoir les crises.

Mon but n'est pas d'analyser tous les systèmes de prévision des crises, je n'en aurai pas le temps; je me limiterai à quelques-uns d'entre eux et j'accompagnerai cet exposé de certaines remarques d'une portée générale.

Le premier auteur qui s'est spécialisé dans la prévision des crises et s'est acquis dans ce domaine une réputation justifiée est Clément Juglar.

Juglar a eu le mérite d'avoir, en cherchant à prévoir les crises, porté la question sur le terrain statistique. L'ancienne économie politique se confinait trop souvent dans des discussions théoriques, où presque jamais les doctrines n'étaient confrontées avec la réalité; les économistes modernes mettent au service de leur science des faits et des chiffres. Juglar fut un des initiateurs de cette orientation.

Le système de prévision de Juglar est basé sur la situation monétaire. Juglar, en considérant la tension monétaire comme le symptôme annonciateur du déclin des affaires, appuyait sa méthode — peut-être sans le savoir, puisqu'il n'avait qu'une théorie indécise — sur l'étude même de la cause qui provoquait la crise. Il ne pouvait faire un choix plus judicieux. C'est par le rapport de l'encaisse au portefeuille des grandes banques que Juglar mesurait la

tension monétaire. La baisse anormale de ce rapport lui indiquait une situation dangereuse qui devait conduire à une catastrophe; sa hausse annonçait la reprise des affaires.

M. Lescure, et après lui M. Lacombe (1) ont fait remarquer que le système de prévision de Juglar pouvait se trouver en défaut. Aussi en 1913, en Allemagne, bien qu'il y ait eu une crise légère, l'encaisse de la Reichsbank « pour des raisons autant politiques qu'économiques, n'a cessé d'être renforcée ».

La critique est juste, mais elle prouve seulement qu'on ne peut en tout temps et en tout pays s'appuyer sur un symptôme unique pour déceler l'existence d'un phénomène économique. Certes, la situation monétaire reste toujours le seul signe qui puisse annoncer d'une manière exacte l'approche des crises, mais encore faut-il avoir le moyen de la connaître. Juglar l'a en général trouvé dans l'examen du bilan des banques; dans certains cas exceptionnels toutefois, celui-ci est impropre à montrer le niveau réel des disponibilités. Cela n'a rien d'étonnant; il pourrait en être de même pour tout autre signe de la situation monétaire qu'on pourrait choisir. Ainsi le taux de l'escompte devrait être en pareille matière le baromètre par excellence. En France, cependant, la faculté dont avant la guerre usait la Banque de France de substituer dans ses paiements l'argent à l'or, lui permettait de n'élever que rarement le taux de son escompte. Son examen pouvait donc être trompeur. Au contraire, aux États-Unis, le taux du papier commercial permettait de constater avec une précision suffisante le niveau des fonds disponibles. En éliminant les cas exceptionnels, on peut donc admettre que Juglar a réussi à démontrer l'exactitude de son système de prévision.

Après Juglar au ^{xx}e siècle, je dois signaler les travaux de M. Babson aux États-Unis, dont nous avons déjà parlé au sujet de l'ordre des phénomènes.

La « Babson's Statistical Association » a construit, pour mesurer le niveau de l'activité économique, un « baromètre » des affaires, dans lequel sont utilisés les nombreuses données statistiques : clearings, prix, recettes des chemins de fer, etc...

Je ne crois pas que les résultats obtenus par M. Babson soient très satisfaisants. M. March et moi en avons signalé la défectuosité à la séance de la Société de Statistique de mars 1913, où M. Babson exposa sa méthode.

Je n'ai pas le temps d'analyser en détail les procédés qu'a employés M. Babson pour construire son baromètre; mais, à cette occasion, j'attire l'attention sur la différence qui sépare les méthodes de prévision basées sur des indices multiples de celles qui utilisent un indice unique, comme la situation monétaire.

La prévision au moyen d'indices multiples peut être, ainsi que l'a exposé M. Dessirier dans sa dernière communication (2), ou souple ou rigide.

Le statisticien, qui emploiera la méthode souple, consultera les divers indices, tiendra compte des circonstances, de l'ambiance, de l'état des esprits et tirera des conclusions qui varieront avec le temps et le lieu.

Au contraire, le partisan de la méthode rigide voudra synthétiser et fixer le

(1) LESCURE : *Des crises générales et périodiques de surproduction*, p. 250. — LACOMBE : *La Prévision en matière de crises économiques*, p. 129.

(2) Séance de la Société de Statistique de mars 1928.

résultat de ses observations au moyen d'un chiffre; il s'efforcera aussi de créer des procédés techniques pouvant être reproduits dans l'avenir. Par exemple, les différents signes relevés par la statistique, tels que recettes des chemins de fer, prix, faillites, etc..., seront affectés d'un coefficient et le baromètre ainsi construit sur un modèle toujours identique, nous indiquera, prétendent ses inventeurs, le niveau exact de l'activité économique.

M. Dessirier préfère la méthode souple et je partage son opinion. La méthode rigide avec indices multiples nous conduit à l'arbitraire le plus subjectif. Quel coefficient donner aux recettes de chemin de fer? Lequel aux prix? Lequel aux faillites? Personne n'en sait rien. Comment bâtir quelque chose de stable sur une telle incertitude?

La méthode souple est moins prétentieuse, elle reconnaît les limites de la science et ne lui demande pas plus qu'elle ne peut donner. Mais, autant vaudra le statisticien qui la maniera, autant vaudra la méthode. Entre des mains expertes, elle pourra, je n'en doute pas, donner de bons résultats, mais elle restera toujours une méthode personnelle, puisqu'elle renonce à chiffrer ses conclusions. Je rappellerai cette parole de lord Kelvin : « Si votre connaissance est de celles qu'on ne peut mesurer, elle restera toujours une bien petite connaissance. » La méthode souple appartient certes un peu à la science, mais elle participe encore plus de l'art. Quant à la méthode rigide à indices multiples, c'est de la fausse science.

Pour ma part, j'ai toujours préconisé la méthode rigide à indice unique. Avec elle, les erreurs sont réduites au minimum. Reste à savoir si la méthode est féconde. Comment ne le serait-elle pas, si le signe choisi, la situation monétaire est la cause même de la crise? En observant la situation monétaire, il est inutile d'examiner les autres indices, puisqu'ils viennent tous se pondérer en elles. Attache-t-on de l'importance au trafic des chemins de fer, aux transactions sur les récoltes? Si réellement cette importance existe, l'intensité anormale de ces phénomènes viendra restreindre le niveau des disponibilités. Tout le monde sait qu'en automne, aux États-Unis, l'argent renchérit au moment du transport et de la vente des récoltes.

C'est une méthode rigide que celle adoptée par le Comité de l'Université Harvard.

Les statisticiens de ce comité avaient remarqué que certains phénomènes sont synchrones. Après avoir vérifié le fait au moyen de procédés techniques, ils réunissaient par groupe les phénomènes synchrones et les synthétisaient au moyen d'une courbe.

Le Comité Harvard obtenait ainsi trois courbes :

La courbe A, appelée celle de la *spéculation*, comprenant le rendement de dix obligations de chemins de fer, le cours des actions industrielles, le prix de vingt actions de chemins de fer, les clearings de New-York;

la courbe B, appelée celle des *affaires*, comprenant la production de fonte, les clearings autres que ceux de New-York, l'indice des prix de Bradstreet, celui du Bureau du Travail, les réserves des Banques de New-York;

la courbe C, appelée celle de la *monnaie*, comprenant le taux du papier commercial à quatre et six mois, celui du papier commercial à trois mois, les avances des Banques de New-York, les dépôts des Banques de New-York.

Une pareille méthode comporte d'assez graves inconvénients. Tous ces phénomènes divers fondus en une courbe unique sont sans doute synchrones, mais ils ne le sont qu'approximativement. Ainsi dans la courbe A étaient englobés le cours des actions et le revenu des obligations. Or, c'est un fait prouvé que le maximum de hausse des obligations est atteint, au cours d'un cycle économique, avant celui des actions. En fondant ensemble ces deux phénomènes, on les déforme donc d'une manière plus ou moins arbitraire. Ce n'est plus la réalité, mais une construction statistique empreinte de subjectivisme et, par conséquent, peu scientifique. Nous retombons à un degré moindre, il est vrai, dans les inconvénients que je viens de signaler à propos des méthodes rigides à indices multiples.

Le Comité Harvard s'est aperçu du reste qu'il avait avantage à simplifier sa méthode. Actuellement, la courbe A (spéculation) ne s'applique plus qu'à deux phénomènes, les clearings de New-York et les valeurs industrielles; la courbe B (affaires) comprend les clearings provinciaux et l'indice des prix; la courbe C (monnaie) n'est plus que celle du papier commercial de soixante à quatre-vingt-dix jours. Les inconvénients dont je parlais subsistent, mais ils sont très atténués.

La méthode de prévision du Comité Harvard au moyen de ces trois courbes est la suivante : la hausse de la courbe C (monnaie) annonce la baisse de la courbe A (spéculation); le maximum de la courbe B (affaires) n'est atteint qu'après celui de la courbe A.

M. Dessirier, dans sa dernière communication (1) a souligné la simultanéité des maxima des prix de gros et des valeurs à revenu variable. Cette constatation paraît être en complète contradiction avec l'ordre des phénomènes tels que je viens de l'énoncer.

La remarque de M. Dessirier est cependant exacte, mais elle ne s'applique qu'à un pays et à une période bouleversés par des phénomènes anormaux, la France de 1919 à 1928. Les maxima des prix et des actions coïncident dans les années 1920, 1924, 1926 et 1927.

La crise de 1920 fut en France d'un caractère très particulier. Comme nous l'avons déjà vu, la production fut en 1919 et 1920 très déficitaire. Il y eut donc en France une hausse considérable des prix; on spécula autant sur les marchandises que sur les actions, ce qui, en général, n'a pas lieu. Les deux marchés étaient donc aussi sensibles, aussi fragiles l'un que l'autre et furent en même temps touchés par la baisse.

Aux États-Unis, où le déficit de la production fut bien moindre, les prix, selon la règle ordinaire, ne baissèrent que longtemps après les actions (2).

En 1924, tous les prix, ceux des actions et ceux des marchandises, furent dominés par le change. On se rappelle les attaques qui eurent lieu contre le franc dans les deux premiers mois de l'année et la déroute de la spéculation à la baisse, contre laquelle on avait dirigé la « masse de manœuvre ». La ten-

(1) *Journal de la Société de Statistique de Paris*, mai 1928.

(2) En outre des graphiques du Comité Harvard, on peut consulter ceux publiés par M. LENOIR, *Bulletin de la Statistique générale de la France*, 1922.

sion du change a fait monter le prix de la vie, a provoqué des arbitrages de valeurs à revenu fixe en faveur des valeurs à revenu variable, a stimulé les achats de l'étranger à la Bourse de Paris. Cette force s'exerçant à la fois sur les marchandises et sur les valeurs les a fait simultanément hausser; quand elle a relâché sa pression, elle a provoqué leur fléchissement également simultané.

Il en fut de même en 1926, où la livre, qui avait monté jusqu'à 240, fut précipitée de cette hauteur pour retomber au-dessous du niveau actuel.

Reste l'année 1927. Sans tenter une explication précise que je n'ai pas eu le temps de mettre sur pied, rappelons que là encore eut lieu un concours de circonstances exceptionnelles : le retour de la confiance, les perspectives d'une stabilisation ultérieure provoquèrent sur le marché des valeurs une hausse qui fut traversée par quelques prises de bénéfices. Il est possible que le hasard seul ait fait coïncider les deux maxima. On ne peut du reste tirer aucune conclusion d'un cas unique.

Pour ma part, je considère que la méthode de prévision du Comité Harvard, que je critiquerai sur des points de détail, est correcte dans son ensemble, et j'aurais bien mauvaise grâce à ne pas l'admettre, puisque cette méthode de prévision est la mienne. Je suis en effet obligé de remarquer que sur ce point, plus que sur aucune question importante en matière de crise le Comité Harvard n'a la priorité.

J'ai déjà indiqué que M. Badson avait dès 1910 signalé d'une manière précise l'ordre de succession des phénomènes, sans toutefois donner à cette succession une explication causale.

D'autre part, j'ai, dans une communication faite à la Société de Statistique en mars 1913, établi la courbe du papier commercial à New-York (courbe C de Harvard), dont les taux avaient été relevés, chaque semaine, de 1900 à 1913. Me basant sur les trois crises qui avaient éclaté dans cette période aux États-Unis, 1903, 1907, 1910, je montrais que la hausse de cette courbe, étant la cause de la crise, en était aussi le signe avant-coureur, qu'elle annonçait la baisse des actions (courbe A de Harvard), première manifestation de la crise. Enfin, en mars 1914, à la Société d'Économie sociale, j'ai montré pourquoi les prix (courbe B de Harvard) ne baissaient que tardivement.

Mon système de prévision était donc dans les grandes lignes le même que celui du Comité de l'Université Harvard. Il n'en différait que par quelques points accessoires.

Le Comité Harvard a inventé un procédé nouveau, qui, en lui-même, constitue une amélioration, d'importance ~~très~~ secondaire du reste, mais dont il a fait un tel abus que la prévision des crises y a perdu plutôt que gagné; je veux parler de l'élimination de la ligne séculaire et de la variation saisonnière.

Qu'est-ce que la ligne séculaire, ou, si l'on veut, ligne de longue durée?

Prenons comme exemple la marche des prix. Si l'on veut étudier les oscillations des prix, au cours des crises, on se trouve gêné par une force qui agit sur eux et qui est indépendante des crises. C'est la variation du pouvoir d'achat de la monnaie. Les prix sont en hausse aux États-Unis depuis 1898. Il est facile de démontrer que cette hausse n'est pas due entièrement à l'activité plus grande du commerce, mais qu'elle est partiellement attribuable à l'augmentation des

moyens de paiement supérieure à celle du volume des affaires. Cette tendance à la hausse des prix, due à la dépréciation de l'or, qui se poursuit pendant de nombreuses années, constitue la ligne séculaire des prix. Dans les graphiques rectifiés de Harvard, elle sera considérée comme inexistante.

De même, certains phénomènes économiques, tels que la production des différentes espèces de marchandises, sont en augmentation constante, par suite de l'accroissement de la population, de l'outillage industriel, des terrains nouveaux mis en culture. Si l'on veut connaître les variations cycliques de ces phénomènes imputables aux crises, il sera plus commode d'éliminer le pourcentage moyen d'augmentation annuelle qu'ils subissent.

Je ne méconnaissais pas l'utilité de cette correction; elle constitue certainement un progrès, mais elle est parfois délicate et peut donner lieu à des erreurs. Celles-ci sont surtout à craindre, quand il y a un changement de direction dans la ligne de longue durée, dont on peut ne s'apercevoir que plusieurs années après. On risque alors de prendre pour une variation temporaire du phénomène ce qui, en réalité, est une variation durable. Tel fut le cas, par exemple, pendant la guerre, où la courbe des prix américains eut une hausse beaucoup plus rapide que dans la période précédente.

En outre, l'élimination de la tendance séculaire n'est dans la prévision des crises que d'une faible utilité.

Pour ce qui concerne la courbe C (monnaie), les taux élevés du papier commercial produisent toujours sur la bourse des valeurs un même effet dépressif et on n'a guère à se préoccuper de la tendance séculaire, très peu accentuée du reste.

Quant aux actions, peu importe qu'elles soient en hausse ou en baisse depuis de nombreuses années; si le taux du papier commercial s'élève, leur baisse dans les deux cas est certaine.

Quant aux prix, on peut être sûr que si le taux du papier commercial s'élève à un niveau dangereux et si les actions ont baissé, ils fléchiront aussi à leur tour, quelle que soit la direction de leur ligne de longue durée.

L'élimination de la tendance séculaire est donc beaucoup plus utile pour mesurer l'intensité des mouvements cycliques au cours des crises que pour prévoir les crises.

L'élimination de la variation saisonnière peut rendre certains services. Si les mouvements de hausse ou de baisse des actions, d'après les recherches du Comité Harvard, sont indépendants de l'époque de l'année, il n'en est pas de même des fluctuations du taux de l'escompte qu'il peut être utile de ramener à la moyenne normale. On sait en effet qu'aux États-Unis, ce taux se tend à l'automne et diminue en été.

Le Comité Harvard a toutefois le plus grand tort de n'utiliser la plupart du temps que des graphiques où les variations saisonnières sont éliminées. Supprimer un phénomène sous prétexte qu'il est temporaire, est une grave erreur. Le bon sens indique que s'il faut probablement attribuer moins d'importance à un phénomène qui ne doit pas durer qu'à un phénomène permanent, on ne peut cependant le négliger.

L'élévation du taux de l'escompte à l'automne a beau n'être que temporaire, elle n'en est pas moins réelle et décourage les emprunteurs. En outre, beaucoup

de personnes peu réfléchies ne voient que le fait immédiat et ne se préoccupent pas de la disparition d'un phénomène dans l'avenir; ils négligent par conséquent la variation saisonnière.

Pour notre part, nous croyons que la cherté de l'argent, temporaire ou non, produit toujours des effets dépressifs et qu'ils ne sont que très peu atténués par la considération de la variation saisonnière.

En résumé, il est toujours dangereux de déformer la réalité au moyen d'une méthode statistique. Celle-ci, si excellente soit-elle, renferme une part d'arbitraire, car, à une méthode, on peut toujours en substituer une autre. Des constructions statistiques, comme celles édifiées par le Comité Harvard, peuvent rendre des services, mais elles ne doivent pas faire perdre de vue les choses telles qu'elles sont.

Aussi le Comité Harvard, au lieu de ne présenter dans la plupart des cas que les graphiques ajustés, devrait en général leur juxtaposer les courbes des faits réels. La prévision des crises ne ferait qu'y gagner.

On a adressé au système de prévision de Harvard un reproche qui n'est pas fondé. On a remarqué que depuis 1923, la courbe A (spéculation) est en très forte progression, sans qu'une crise s'en soit suivie. Mais la théorie des crises n'indique nullement que la hausse de la courbe A (spéculation) doit être nécessairement suivie de la baisse de la courbe B (courbe des affaires). Ce qu'il importe de surveiller, c'est la courbe C (celle de la monnaie). Sa hausse seule peut amener une baisse de la courbe A et une crise.

Pour quelle raison les actions peuvent-elles monter pendant plusieurs années, sans qu'une tension monétaire ait lieu, sans qu'une crise se déclare? C'est là une importante question qui mérite d'être traitée à part et que je n'aborde pas aujourd'hui.

Malheureusement, le Comité Harvard s'est placé pour répondre à la critique qui vient d'être formulée, dans une position défavorable. Il a bien adopté au sujet des crises une théorie exacte, mais il paraît ne pas s'en être suffisamment pénétré. Après un exposé de cette théorie en 1920, sous la signature de M. Persons, et en 1925, sous celle de M. Crum, en termes à peu près identiques, il l'a en quelque sorte rétractée en 1927 dans un article rédigé en commun par MM. Bullock, Persons et Crum : « Si une de ces courbes, disent-ils, est plus importante que les autres, c'est celle de la monnaie; et cela tient au fait que l'argent bon marché est un stimulant puissant de la spéculation et des affaires, tandis que l'argent cher exerce sur les affaires une influence déprimante très marquée... Mais cela ne signifie pas et n'a jamais signifié que nous regardions l'argent cher comme la seule cause déterminant la marche de la spéculation et des affaires. Au contraire, nous voyons que les trois facteurs dont nous avons fait état dans nos graphiques sont en constante réaction mutuelle... et qu'aucun d'eux n'est dégagé de l'influence des autres... Nous estimons que la monnaie fait partie d'un ensemble de forces complexes agissant les unes sur les autres et que c'est seulement par moments que son influence stimulante devient prédominante (1). »

Il y a dans ces remarques une part de vérité, mais la pensée des auteurs ne se dégage pas clairement. Quelle est cette réaction mutuelle des phénomènes?

(1) *Review of Economic Statistics*, 1927, p. 79.

Si la situation monétaire perd par moments, partiellement ou complètement, son influence causale, quelles sont alors les forces qui déterminent la « konjunktur », pour parler comme les Allemands? Les économistes du Comité Harvard ont entouré leur théorie d'un nuage qu'ils n'ont pas dissipé. Je revierdrai tout à l'heure sur cette question.

Il nous reste à examiner très brièvement la méthode préconisée par M. Karsten, au moyen de laquelle les crises sont prévues non plus par l'observation de la situation monétaire, mais par la marche des prix. En 1926, M. Karsten, dans le *Journal de la Société américaine de Statistique* (1), s'exprimait ainsi : « Le Comité Harvard s'est trompé en estimant que les mouvements de la courbe A (spéculation) précèdent les mouvements de la courbe B (affaires). D'après lui, la courbe A annonce la courbe B, tandis que nous avons toujours observé que la courbe B est en réalité la courbe causale et que la courbe A n'est que... sa résultante, son effet.

A ces affirmations audacieuses, nous apportons deux preuves : une preuve logique et une preuve statistique. »

La preuve logique donnée par M. Karsten est que si les affaires sont languissantes, si les prix sont bas, beaucoup d'argent reste disponible pour le marché des valeurs; inversement, des prix élevés des marchandises, des affaires actives signifient que l'argent pouvant s'employer à la Bourse est rare.

La preuve statistique donnée par l'économiste américain est qu'il obtient des coefficients de corrélation plus satisfaisants entre les courbes A et B que le Comité Harvard entre les courbes A et C.

Remarquons que M. Karsten n'opère pas sur des courbes exprimant les faits réels, mais sur des courbes qu'il transforme selon une méthode qui lui est propre. Cette méthode, d'après le Comité Harvard, qui a rigoureusement répondu aux attaques de Karsten (2), contient une part d'arbitraire sur laquelle l'auteur n'a donné aucune explication. De là à conclure que M. Karsten fait varier ses courbes selon les besoins de la cause, il n'y a qu'un pas, qui a été franchi du reste par le Comité Harvard. Je ne puis entrer dans les détails de ce débat, mais je suis persuadé que les arguments du Comité Harvard l'emportent sur ceux de son contradicteur.

Il y a toutefois dans le point de départ de M. Karsten une part de vérité. Il est possible, dans une certaine mesure, de prévoir les crises par l'examen de la courbe des prix, mais, selon moi, cette méthode de prévision est très inférieure à celle qui s'appuie sur la situation monétaire. C'est ce que je vais essayer de démontrer.

Tout d'abord, si l'on veut prévoir les crises au moyen des prix, il est nécessaire d'éliminer la tendance séculaire. Si on néglige de le faire, les variations du pouvoir d'achat de la monnaie rendent les comparaisons très difficiles entre le présent et le passé.

C'est alors que la supériorité de la situation monétaire, comme signe de prévision, devient éclatante. Quand le taux du papier commercial de premier ordre de trois à quatre mois atteint 5% environ, il y a des chances que les actions soient parvenues à leur maximum. C'est ce qui se dégage de l'expérience du passé.

(1) *Journal of the American Statistical Association*, décembre 1926.

(2) *Review of Economic Statistics*, avril 1927

Bien entendu, une pareille prévision ne sera qu'approximative. A un même degré de tension monétaire ne correspond pas exactement le même degré de hausse ou de baisse du marché des valeurs. Les prévisions économiques sont toujours entachées d'une certaine imprécision, parce qu'elles se heurtent à des réactions psychologiques qu'on ne peut mesurer.

Au contraire, quel niveau des prix pourra-t-on indiquer comme dangereux? Prenons comme base l'année 1897, depuis laquelle les prix sont en hausse aux États-Unis. A quel chiffre de l'indice des prix faudra-t-il vendre ces actions? Sera-ce à 110, à 150, à 200? Personne n'en sait rien.

Toutefois, si l'on élimine la variation séculaire, une prévision au moyen des prix devient possible. Le Comité Harvard parlait des réactions mutuelles ayant lien entre les trois courbes A, B et C. Le fait est exact. Aussi n'importe laquelle de ces courbes peut-elle, en principe, sinon en pratique, servir à la prévision des autres. Si la monnaie diminue dans les réserves, passe dans la circulation et fait hausser les prix des marchandises et les actions, on peut voir dans quelle partie du cycle on est parvenu, en examinant, soit la monnaie, soit les prix, soit les actions. C'est absolument comme si on faisait passer de l'eau d'un réservoir dans un autre. On peut voir quelle quantité d'eau un des réservoirs a perdu ou bien quelle quantité d'eau l'autre a gagné. Les deux procédés sont en principe également valables mais il s'agit d'employer le plus commode et le plus sûr.

Vaut-il mieux, pour connaître la situation, considérer la baisse des réserves monétaires ou la hausse des prix?

Pour toutes sortes de raisons, il est préférable de se servir de la monnaie. Les raisons de ce choix sont multiples.

D'abord, la première manifestation de la crise est la baisse des actions et celle-ci est sous la dépendance *immédiate* de la situation monétaire. Les spéculateurs en bourse se préoccupent des taux et des facilités du crédit; ils ne prêtent par contre que peu d'attention au cours des marchandises.

En outre, si l'affaiblissement de la situation monétaire fait hausser l'indice des prix des marchandises et si la hausse de cet indice affaiblit la situation monétaire, il ne s'ensuit nullement qu'elle soit la seule cause agissant sur celle-ci.

L'indice des prix de gros ne comprend ni les salaires, ni les prix de détail c'est-à-dire la rémunération des intermédiaires qui s'ajoute aux prix de gros. La hausse des prix des capitaux fixes de toutes catégories, immeubles, actions, etc., les émissions en cours abaissent également les réserves monétaires. Enfin celles-ci diminuent non seulement par suite de la hausse des prix, mais aussi par l'augmentation du volume des affaires. Pour reprendre notre comparaison précédente, les réserves monétaires représentent un réservoir unique d'où un liquide s'écoulera pour alimenter plusieurs autres réservoirs représentés par les prix de gros, les émissions, le volume des affaires, etc... Si nous examinons la baisse du liquide dans le réservoir monnaie, nous serons exactement fixés sur ce qu'il a perdu; mais, si, au lieu de pratiquer cet examen, nous nous bornons à constater de combien le niveau du réservoir prix s'est élevé, nous ne serons qu'incomplètement renseignés, parce que nous aurons négligé de surveiller les autres réservoirs, volume des affaires, émissions, actions, etc...

Comment s'étonner que, dans ces conditions, le Comité Harvard ait trouvé des coefficients de corrélation plus élevés entre la courbe monnaie et la courbe actions qu'entre la courbe prix et la courbe actions? La situation monétaire annonce donc beaucoup mieux que les prix la baisse des actions.

Ajoutons que le taux du papier commercial représente la réalité elle-même. Quand un emprunteur doit payer $4\frac{1}{2}$ au lieu de 4, il est exactement fixé. Au contraire, un indice des prix qui monte de 100 à 110, par exemple, n'est qu'une représentation de la réalité qui peut être un peu infidèle.

En outre, avant de se servir des prix, il faut faire la correction séculaire, nouvelle source d'erreur.

Remarquons encore que les variations des taux du papier commercial sont plus faciles à étudier que celles des prix; elles sont dans les crises graves d'un ordre de grandeur de 100 %. Celles des prix, la crise de 1920 exceptée, sont de faible amplitude. Pendant la crise de 1907, les prix de gros aux États-Unis (indice du Bureau du Travail, indice non ajusté) baissèrent seulement de 7 %.

Enfin, le papier commercial est coté chaque jour dans les journaux; pour connaître les fluctuations des prix, il faut attendre la publication des nombres indices, qui n'a lieu qu'avec un certain retard.

Nous pensons que tous ces inconvénients multiples doivent faire condamner, dans la prévision des crises, l'emploi des prix comme indice unique.

En résumé, les crises ont pour cause immédiate une mauvaise situation monétaire. Le Comité de l'Université Harvard a basé sur cette théorie un système de prévision, exact dans son ensemble, mais dont la priorité ne lui appartient pas. Il a eu deux mérites importants, il a publié sur les crises et sur l'évolution économique de nombreuses études documentées qui sont une mine précieuse pour les travailleurs de tous les pays; il a réussi à faire connaître ses travaux dans le monde entier et a ainsi contribué à atténuer les crises en enseignant les moyens de les prévoir.

Baron MOURRE.