

**Université de Neuchâtel**

Section des Sciences commerciales, économiques et sociales  
de la Faculté de droit

---

# **La signification économique des mouvements boursiers**

THESE

présentée à la Section des Sciences commerciales, économiques et  
sociales de la Faculté de droit de l'Université de Neuchâtel  
pour obtenir le grade de docteur ès sciences commerciales et  
économiques

par

**Hans Neukomm**

Schaffhouse

*Licencié ès Sciences commerciales et économiques  
de l'Ecole des Hautes Etudes Commerciales de St. Gall*

---

Lachen — Buchdruckerei A. Kessler, Gutenberg — 1950

Monsieur Hans Neukomm, de Hallau (Ct. Schaffhouse), est autorisé à imprimer sa thèse de doctorat ès sciences commerciales et économiques, intitulée: «La signification économique des mouvements boursiers». Il assume seul la responsabilité des opinions énoncées.

Neuchâtel, le 24 mars 1950

Le Directeur de la Section des sciences  
commerciales, économiques et sociales

*P. R. Rosset.*

Qu'il nous soit permis d'exprimer ici toute notre reconnaissance à Monsieur le Professeur Paul-René Rosset pour la proposition du sujet de cette thèse et pour les précieux encouragements qu'il n'a cessé de nous donner aux cours de l'élaboration de cet ouvrage.

Nous ne voulons pas manquer non plus de dire ici combien nous sommes obligés à Monsieur René Deluz, Professeur à Lausanne, pour les corrections de style et grammaticales.

TABLE DES MATIERES

	pages
Bibliographie . . . . .	XI
Introduction . . . . .	1
Chapitre I: <i>La formation des prix à la bourse des valeurs mobilières</i> . . . . .	5
A. La formation des prix sur le marché des actions . . . . .	7
1. Les facteurs principaux ou directs . . . . .	7
a) Le facteur de rendement ou le dividende . . . . .	7
b) Les facteurs de crédit . . . . .	11
1. L'influence du marché monétaire . . . . .	12
2. L'influence du marché financier . . . . .	15
2. Les facteurs subordonnés ou indirects . . . . .	18
a) L'influence d'un changement dans la production . . . . .	19
b) L'influence des prix des marchandises . . . . .	20
c) L'influence d'une manipulation monétaire . . . . .	23
d) L'influence d'une inflation . . . . .	27
e) Autres facteurs . . . . .	29
1. Le facteur politique . . . . .	30
2. Le facteur international . . . . .	31
3. Le facteur psychologique . . . . .	33
3. Les facteurs boursiers . . . . .	34
a) L'influence de la position technique . . . . .	34
b) L'influence de la forme commerciale . . . . .	36
B. La formation des prix sur le marché des obligations . . . . .	38
a) La tendance vers l'équilibre . . . . .	38
b) Les facteurs personnels . . . . .	40
1. L'influence des banques . . . . .	41
2. L'influence des capitalistes . . . . .	43
3. L'influence des spéculateurs . . . . .	45

Chapitre II: <i>Les fluctuations des cours dans les cycles économiques</i> . . . . .	48
Preliminaires . . . . .	48
1. L'évolution des cours des valeurs mobilières dans la phase descendante . . . . .	49
2. Dans la reprise . . . . .	50
3. Dans la prospérité . . . . .	51
4. Dans la crise . . . . .	53
Chapitre III: <i>Les effets des fluctuations des cours sur l'économie et la conjoncture</i> . . . . .	55
Preliminaires . . . . .	55
1. L'influence des mouvements boursiers sur le marché monétaire . . . . .	56
a) Le problème . . . . .	56
b) Les besoins de capitaux à la Bourse . . . . .	57
1. Les besoins de crédit pour les affaires au comptant . . . . .	58
2. Les besoins de crédit pour les affaires à terme . . . . .	60
3. Les besoins de disponibilités à la Bourse haussante . . . . .	62
a) Le volume des échanges augmente par suite d'une élévation du nombre des transactions . . . . .	64
b) Le volume des échanges augmente par suite d'une hausse des cours . . . . .	65
c) Les besoins de capitaux pour les transactions hors Bourse . . . . .	67
d) Le marché monétaire et la spéculation aux Bourses étrangères . . . . .	68
e) Les effets de l'absorption dans les cycles économiques . . . . .	69
f) La relation causale: hausse des cours — baisse des prix des marchandises . . . . .	71
g) La signification économique des pertes et des bénéfices boursiers . . . . .	72
h) Résumé . . . . .	76
2. L'influence des mouvements boursiers sur le volume du crédit . . . . .	78
a) Le problème . . . . .	78
b) La signification économique du crédit . . . . .	79
1. Nature et caractéristique des crédits boursiers . . . . .	81
2. Les effets économiques des crédits boursiers . . . . .	83

c) Crédits industriels ou crédits boursiers? . . . . .	85
d) Les mouvements boursiers et le volume du crédit . . . . .	86
1. Les mouvements boursiers et les changements factices du taux de l'intérêt . . . . .	87
2. L'influence de la capitalisation boursière sur la politique de crédit des banques . . . . .	90
e) Résumé . . . . .	96
3. L'influence psychologique des mouvements boursiers sur l'économie . . . . .	97
Conclusions . . . . .	101

BIBLIOGRAPHIE

- Abbott Ch. C.: The New York Bond Market, 1920—1930, Harvard University Press, Cambridge 1937
- Argentarius: Briefe eines Bankdirektors an seinen Sohn, dans «Die Börse», Berlin 1922
- Benning B.: Der «schwarze Freitag» dans «Effektenbörse und Volkswirtschaft», Jena 1929
- Bory Ernest: Science pratique de la Bourse, Lausanne 1945
- Bouniatian M.: Crédit et conjoncture. Paris 1933
- Bouniatian M.: Wirtschaftskrisen und Ueberspekulation, München 1908
- Boven Pierre: Le prix normal, Paris 1924
- Burkhalter J.: Der schweizerische Effektenmarkt 1922—1932, Thèse Zurich 1938
- Cassel G.: Theoretische Sozialökonomie, 5. Auflage, Leipzig 1932
- Chamberlain L. and Edwards G. W.: Principles of Bond Investment, New York 1927
- Coper R.: Die Kursbildung an der Effektenbörse, Thèse Berlin 1931
- Corthésy Ch.: Les fluctuations économiques et boursières, Lausanne 1944
- Donner Otto: Die Kursbildung am Aktienmarkt dans «Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung», Sonderheft 36, Berlin 1934
- Engländer O.: Preise und Konjunktur, Brünn-Prag-Leipzig-Wien 1931
- Fasel H.: Die Preisbildung am deutschen Devisen- und Effektenmarkt, Thèse Würzburg, Krefeld 1931
- Freude S.: Die Bestimmungsfaktoren der periodischen Schwankungen am Aktienmarkt, Thèse Frankfurt am Main 1929
- Frickley E.: Economic fluctuations in the United States, Harvard University Press, Cambridge-Massachusetts 1942
- Gater R.: Die Konjunktur-Prognose des Harvard Institutes, Thèse Zurich 1931
- Göppert H.: Ueber das Börsentermingeschäft in Wertpapieren, Berlin 1914
- Gunzert R.: Effektenmarkt und Konjunkturverlauf dans «Münchener Volkswirtschaftliche Schriften», Heft 6, Jena 1929
- Haberler G.: Prospérité et dépression, Genève 1943
- Halm Georg: Das Zinsproblem am Geld- und Kapitalmarkt dans «Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik», 125. Band, Jena 1926
- Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 4. Auflage, Band VIII
- Harris S. E.: Inflation in the American Economy, New York-London 1945
- Hayek F. A.: Geldtheorie und Konjunkturtheorie, Wien 1929

- Hesse F.: Die deutsche Wirtschaftslage von 1914—1923, Jena 1938
- Horwitz E.: Die Kursbildung am Aktienmarkt seit der Stabilisierung, Thèse Berlin 1929
- Jaffé E.: Das englische Bankwesen, Leipzig 1905
- Jöhr W. A.: Die Nachkriegsdeflation, St. Gallen 1945
- Kessler Walter: Spekulation und Kursbildung, Thèse Berne 1946
- Keynes J. M.: Vom Gelde, München und Leipzig 1932
- Kurz H.: Die Schweizer Effektenbörsen, Zurich 1931
- Lange O.: Die Preisdispersion als Mittel zur statistischen Messung wirtschaftlicher Gleichgewichtsstörungen, Leipzig 1932
- Lebrun J.: Les marchés à terme et l'exception de jeu en Belgique, Louvain 1945
- Lüscher R.: Die Entwicklung der schweizerischen Börsen seit 1914 mit besonderer Berücksichtigung der Basler Börse dans «Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft», Jahrgang 1926
- Machlup F.: Börsenkredit, Industriekredit und Kapitalbildung, Wien 1931
- Marjolin R.: Prix, monnaie et production, Paris 1941
- Merzbach L.: Die Börsenkredite dans «Bankarchiv» Band 26, Berlin 1926/27
- Mises L. von: Theorie des Geldes und der Umlaufmittel, 2. Auflage, München-Leipzig 1924
- Mitchel W. C.: Der Konjunkturzyklus, Leipzig 1931
- Neumann F.: Die Krisen der Hausseüberspekulation auf der Effektenbörse und ihre wirtschaftlichen Auswirkungen, Thèse Berlin 1934 (Teildruck)
- Noble H. G. S.: The New York Stock Exchange in the Crises of 1914, New York 1915
- Owens R. N. and Hardy Ch. O.: Interest Rates and Stock Speculation, Washington 1930
- Plenge J.: Von der Diskontpolitik zur Herrschaft über den Geldmarkt, Berlin 1913
- Philipps, Mc Manus, Nelson; Banking in the Business Cycle, New York 1937
- Prion W.: Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, 2. Auflage, München-Leipzig 1929
- Reisch R.: Rückwirkungen der Börsenspekulation auf den Kreditmarkt dans «Zeitschrift für Nationalökonomie», Wien 1929
- Renou Pierre: La dévaluation du franc suisse, Bordeaux 1939
- Schabacker: Stock Market Theory and Practice, New York 1931
- Schumpeter J. A.: Business Cycles, New York-London 1939
- Simiand F.: Les fluctuations économiques à longue période et la crise mondiale, Paris 1932
- Snyers Th.: L'inflation fiduciaire en Allemagne, Thèse Liège 1923
- Somary F.: Bankpolitik, 2. Auflage, Tübingen 1930
- Sombart W.: Der moderne Kapitalismus, Band III, München-Leipzig 1924
- Spethoff A.: «Krisen» dans «Handwörterbuch der Staatswissenschaften» 4. Auflage

- Statistisches Handbuch des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes, Zürich 1944
- Veesenmayer E.: Die Neugestaltung des Effektermingeschäfts dans «Effektenbörse und Volkswirtschaft», Jena 1929
- Wagemann: Konjunkturlehre, Berlin 1928
- Warren G. F. and Pearson F. A.: Gold and Prices, New York-London 1935
- Weber Adolf: Depositenbanken und Spekulationsbanken, 4. Auflage München und Leipzig 1938
- Weber Adolf: Geld, Banken, Börsen, Leipzig 1939
- Weber Adolf: Allgemeine Volkswirtschaftslehre, 3. Auflage, München-Leipzig 1930
- Wormser O.: Déflation et dévaluation, Thèse Paris 1938
- Zweifel Fr.: Förderung und Lenkung industrieller Produktion durch steuerpolitische Massnahmen, Berne 1948

## Introduction

Ce travail est un essai sur la signification économique des mouvements boursiers.

Cette institution méconnue que resta longtemps la Bourse devient une fois de plus un sujet d'étude. Aujourd'hui il y a encore des préjugés contre la Bourse, et, dans la littérature, la querelle des questions boursières n'est pas encore vidée; en portant un jugement critique sur cette institution; on en exagère souvent les défauts et les mauvais résultats et on en méconnaît les avantages. Cependant aujourd'hui on trouverait à peine quelqu'un pour en réclamer sérieusement l'abolition: les fonctions de la Bourse sont indispensables dans un régime capitaliste.

La Bourse est un marché qui exerce une double fonction, l'une passive, l'autre active.

D'une part, la Bourse est le point de concentration de toutes les opinions sur la conjoncture. Il se forme ainsi une tendance, allant du présent à l'avenir, qui fait de la Bourse un baromètre économique; celui-ci, quoique moins sûr que la colonne de mercure montrant les fluctuations atmosphériques, réagit cependant plus ou moins sensiblement à tout changement dans la structure économique. Il ne faut toutefois pas prêter à la Bourse le don de divination et lui demander de prédire dans tous les cas les fluctuations économiques, puisque les opinions n'y sont faites que par des hommes qui, comme tous les hommes peuvent se tromper, et qui de plus sont naturellement inclinés aux exagérations.

D'autre part, la Bourse est dans l'économie un marché actif et dans une certaine mesure indépendant. C'est seulement par l'intermédiaire de la Bourse, en coopération avec les banques, que les épargnes des petits capitalistes trouvent leur chemin dans les canaux de l'économie et que, achetant une obligation ou une action, l'épargnant contribue à stimuler la production. L'acheteur d'un titre peut facilement le réaliser lorsqu'il a besoin de disponibilités, sans que la pro-

duction de l'entreprise en question en souffre, car un autre acheteur le remplace immédiatement. Ainsi la Bourse est le lieu où les capitaux à court terme sont transformés à long terme et réciproquement.

Chaque progrès technique exige pour son application des capitaux considérables. Seule la Bourse est capable à la longue de supporter le risque de fournir des capitaux aux entreprises nouvelles. Les banques, dont nous ne voulons nullement contester l'utilité pour le financement de nouvelles entreprises, ne peuvent remplir cette fonction que si elles ont la possibilité de mobiliser le crédit et par là de se décharger du risque, entièrement ou en partie, à la Bourse. La Bourse est pour ainsi dire l'organe de croissance de l'économie.

En outre, par l'intervention de la spéculation, qui est le nerf de la Bourse, celle-ci doit assurer la liquidité, qui serait totalement insuffisante si à la Bourse l'offre de capital faisait face uniquement à la demande de capital. On sait que l'offre et la demande de capitaux évoluent temporairement d'une manière tout à fait indépendante: la demande plutôt brusquement, l'offre de façon soutenue. Comme les dépôts bancaires, la Bourse doit offrir une possibilité de vendre les titres à un prix qui ne soit pas le résultat de la situation momentanée du marché mais qui tienne compte de l'évolution à longue échéance. La Bourse doit donc se soucier du risque du marché. Dans sa fonction de financer le progrès technique, la tâche de la Bourse est de sauvegarder la permanence de l'offre et de la demande de capitaux et de titres, c'est-à-dire de négocier l'échange et, par là, d'assurer une formation continue des prix.

Cependant l'élimination du seul risque du marché ne suffit pas. Il est vrai qu'elle accentue par là l'offre de capital en augmentant la valeur du placement, mais ce sont surtout les titres connus qui en profitent. La plupart des capitaux de placement demandent une plus grande sécurité, pour le capital et pour le rendement, que ne peuvent le fournir les entreprises nouvellement fondées et moins bien connues. L'offre de capital est le plus souvent trop petite pour supporter des risques relativement grands. Pour garantir des capitaux aux entreprises nouvelles ou moins bien connues, la Bourse doit éliminer le risque qui réside dans l'évolution future de ces entreprises. Les titres doivent être placés provisoirement, jusqu'à ce que les entreprises aient répondu à l'attente, (ce qui diminue le risque) avant que la masse des capitaux de placement s'engage.

Les titres faisant l'objet des transactions en Bourse se divisent en deux grandes catégories. Du point de vue juridique, on distingue les titres qui représentent des droits d'associés et les titres de créance. Du point de vue économique, les titres sont divisés selon qu'il s'agit de valeurs à revenus variables ou invariables. Pour connaître l'importance des titres dans l'économie, il faut en voir les caractéristiques. La plupart du capital investi dans la production est représenté sur le marché des valeurs mobilières. Les valeurs à revenus variables constituent la propriété en capital réel <sup>1)</sup>, et les valeurs à revenus fixes sont couvertes par du capital réel <sup>2)</sup>. Les titres sont par conséquent (au moins dans la plupart des cas) des certificats de capital réel. Cependant cette constatation ne veut pas dire que la valeur totale des titres soit égale à la valeur totale du capital réel correspondant. Nous verrons dans le premier chapitre quels sont les facteurs qui dérangent cet équilibre. Mais une corrélation entre ces deux grandeurs ne peut être niée. Il s'ensuit logiquement que le marché des valeurs mobilières doit se maintenir en relation avec l'évolution des cycles économiques, tâche que nous entreprendrons de démontrer dans le deuxième chapitre.

Notre travail se divise donc en trois chapitres. Quoique le sujet proprement dit ne soit traité que dans le troisième chapitre, la nature complexe et les particularités du marché des valeurs mobilières ont rendu nécessaire un premier chapitre pour examiner d'où proviennent les fluctuations des cours? et un deuxième chapitre: comment se présentent-elles dans les cycles économiques? Pour la compréhension des problèmes du troisième chapitre, les deux premiers sont indispensables. Une étude scientifique et systématique des questions qui se posent dans le troisième chapitre manque dans la littérature. Seuls à notre connaissance MM. Machlup <sup>3)</sup>, Gunzert <sup>4)</sup> et Kurz <sup>5)</sup> ont traité quelques-uns des problèmes qui nous intéressent ici spécialement. Nombreux sont par contre les articles de journaux qui méconnaissent les lois et la diversité économiques et souvent produisent ainsi de fâcheux résultats. Nous essayerons de combler cette lacune; mais étant donné l'envergure des problèmes qui se posent, il ne peut être question de les mettre tous en lumière dans le cadre de ce travail. Notre but est de

1) «Realkapital» c.a.d. capital constaté par des droits de propriété.

2) Cassel G.: Theoretische Sozialökonomie, p. 559.

3) Machlup F.: Börsenkredit, Industriekredit und Kapitalbildung, Wien 1931

4) Gunzert R.: Effektenmarkt und Konjunkturverlauf, Jena 1929.

5) Kurz H.: Die Schweizer Effektenbörsen, Zürich 1931.

poser des jalons, de susciter des controverse. Nous nous bornerons donc à montrer les effets des fluctuations des cours sur l'économie ainsi que leurs conséquences éventuelles sans entrer dans trop de détails.

## Chapitre I

### La formation des prix à la Bourse des valeurs mobilières

La tâche de ce chapitre consiste à montrer quels sont les facteurs qui provoquent les fluctuations des cours. Il ne s'agit pas de développer une nouvelle théorie des cours, d'abord parce qu'une telle recherche serait en dehors de notre travail, et ensuite parce qu'il existe une littérature abondante à ce propos. Nous nous bornerons à une énumération, qui restera forcément sommaire.

Pour des raisons de clarté, et vu la différence juridique et surtout économique des deux sortes principales de titres, il nous paraît préférable, d'examiner séparément la formation des différents prix. Une telle distinction ne va pas sans un grave inconvénient; car certains facteurs, comme celui de rendement, n'affectent que le marché des actions, tandis que d'autres facteurs affectent les deux marchés. Notre étude distincte des deux marchés risquerait ainsi d'entraîner des répétitions fastidieuses. Pour les éviter, nous ne parlerons qu'une fois des facteurs qui influencent les deux marchés. Etant donné l'importance pour les deux marchés des facteurs de crédit, nous avons jugé bon de montrer d'emblée leur influence sur le marché des actions comme sur celui des obligations. C'est pour la clarté également que nous parlerons des facteurs personnels en traitant de la formation des prix sur le marché des obligations, quoique leur influence se manifeste également sur le marché des actions.

Sur un marché où règne la libre concurrence, le prix des valeurs mobilières, le cours, est en définitive, comme tout autre prix, le produit de l'offre et de la demande. Comme l'offre et la demande des valeurs mobilières se concentrent à la Bourse, celle-ci est le seul lieu et le plus parfait possible de la formation des prix des titres. Une autre théorie des prix, dit que les prix sont formés par la pensée et l'action de certains hommes <sup>1)</sup>. Il est vrai que les hommes, en général,

---

<sup>1)</sup> Cité de Prion W.: Die Preisbildung an der Effektenbörse: dans la préface de la 1<sup>re</sup> édition.

ne réagissent pas sans réfléchir, mais ils se basent sur des motifs qui, en définitive, sont toujours les facteurs déterminants de l'offre et de la demande, sans lesquelles il n'y aurait pas de prix.

Les acheteurs et les vendeurs de titres se basent sur deux considérations essentielles <sup>2)</sup>:

- 1) la comparaison du rendement d'un titre avec le rendement d'un autre investissement (principe de rendement),
- 2) la quantité d'argent disponible sur le marché des titres (principe des moyens disponibles).

Ce sont les facteurs principaux de la formation des prix, parce que dans chaque cas, ils expliquent de façon satisfaisante l'évolution du niveau général des cours pendant une année, et mieux encore pour des périodes plus longues.

Ces facteurs principaux sont déterminés par d'autres facteurs comme la production, les prix des marchandises, les chiffres d'affaires, etc. En d'autres termes, ils sont les résultantes des différents facteurs subordonnés ou indirects, qui, eux, ne font varier les cours que par leur influence sur les facteurs principaux ou directs. Une hausse de la production, par exemple, ne suffirait pas à elle seule à expliquer une hausse des cours: elle ne pourrait les hausser que si la rentabilité en était augmentée. C'est pourquoi il ne faut pas admettre sans réserves les théories prétendant que des changements dans la production ou dans les prix font varier aussi l'indice des cours.

Pour expliquer les fluctuations à court terme, les facteurs principaux et subordonnés ne suffisent pas. Il faut aussi prendre en considération le facteur boursier ou la spéculation, qui se manifeste par l'influence de la position technique (grandeur des engagements à la hausse ou à la baisse), et de la forme commerciale (si la spéculation est à vue ou à terme).

La spéculation qui se fonde sur des événements quelconques peut aussi faire varier les cours, et cela dans le sens qui paraît normal comme dans la direction opposée. Ici les facteurs indirects jouent le rôle de facteurs principaux. C'est le cas notamment quand la nouvelle d'une augmentation de la production fait monter les cours quoique la rentabilité soit diminuée parce que le point optimum est dépassé ou que les produits ne peuvent être écoulés.

---

<sup>2)</sup> Donner O.: Die Kursbildung am Aktienmarkt, Berlin 1934, p. 5.

La spéculation est un facteur indépendant, qui ne peut faire varier à la longue la tendance de fond du marché des titres. Elle ne cause que des fluctuations à court terme, qui oscillent autour de la tendance de fond. On peut imaginer aussi bien des hausses momentanées dues à la spéculation quand la tendance de fond est à la baisse, que des baisses à court terme quand la tendance de fond est à la hausse.

## A. LA FORMATION DES PRIX SUR LE MARCHÉ DES ACTIONS

### 1. Les facteurs principaux ou directs.

En examinant la formation des cours des actions, nous pouvons dire qu'elle est la capitalisation du rendement d'après le taux d'intérêt momentané. En exprimant ceci par une formule, nous obtenons:

$$C = \frac{T}{D \cdot 100} \quad \begin{array}{l} T = \text{taux de capitalisation } ^1) \\ C = \text{cours} \quad D = \text{dividende} \end{array}$$

Ce sont donc le dividende et les deux taux d'intérêts représentés par le taux de capitalisation, qui déterminent directement le cours d'une action.

#### a) Le facteur de rendement ou le dividende.

A première vue, il paraît naturel que l'actionnaire prenne le dividende comme base de ses transactions, puisque le dividende représente le rendement d'une société anonyme. Aussi les statistiques nous montrent que les cours correspondent en général avec les dividendes. Mais il existe néanmoins des évolutions contraires; et les raisons de cette

<sup>1)</sup> C'est Mr. G. Halm qui a montré ce qu'est le taux de capitalisation. «Entsprechend den beiden verschiedenen Arten von Kapitaldisposition . . . , ergeben sich zwei wesentlich verschiedene Preise: Der Zinssatz des Geldmarktes und der Zinssatz des Kapitalmarktes. Dementsprechend fehlt es aber an einem einheitlichen Kapitalisationszinsfuß, denn ein einheitlicher reiner Zinssatz, dem

corrélation négative sont facile à retrouver. Tout d'abord, les dividendes, qui sont le reflet de la rentabilité d'une société anonyme, ne correspondent pas nécessairement aux bénéfices nets. Aujourd'hui c'est même de moins en moins le cas, à cause de la politique des dividendes, pratiquée par la plupart des sociétés. Une grande partie des bénéfices réalisés ne sont pas distribués, mais utilisés pour le financement autonome ou versés dans des fonds de stabilisation des dividendes ou encore employés pour des buts sociaux. Par cette mesure, les dividendes versés aujourd'hui sont souvent trop bas; dans la dépression il seront toutefois plus élevés que si l'on n'avait pas pratiqué la politique de la stabilisation des bénéfices. A ce moment, c'est également une mesure destinée à influencer les cours à la hausse, en se procurant des possibilités d'émission favorables.

Ensuite les dividendes sont versés à la fin de l'exercice. Ce versement n'exerce aucune influence sur les cours, car ces dividendes sont déjà compris dans les cours. Enfin, il ne faut pas sousestimer les autres facteurs qui influencent les cours, et en particulier l'influence des personnes qui envisagent l'évolution future. Ainsi «in 1942, for example, when total corporate earnings after taxes were 74 per cent higher than in 1937, stock prices were 41 per cent lower»<sup>2)</sup>. La cause de cette situation anormale, réside dans le fait que la situation économique de l'avenir était très incertaine à cause de la guerre en Europe. La situation changea déjà en 1942 après la déclaration de guerre des Etats-Unis à l'Axe, et les cours commencèrent à s'adapter aux bénéfices au fur et à mesure que les chances de gagner la guerre augmentaient.

Les statistiques qui essayent de démontrer la corrélation entre l'évolution des dividendes et celle des cours devront donc avancer la courbe des dividendes ou des bénéfices nets de plusieurs mois par rapport à la courbe des cours, c'est-à-dire faire coïncider la courbe des dividendes avec la période où, sans être encore versés, ces bénéfices ont été réalisés. Mr. Donner<sup>3)</sup> avance la courbe des dividendes de 9

---

er entsprechen könnte, existiert ja nicht. Wenn wir uns an die schon erwähnte Tatsache erinnern, dass die Bewegung der Realdividende im grossen Ganzen die Mitte hält zwischen der Bewegung des Diskontsatzes einerseits und des landesüblichen Zinsfußes andererseits, müssen wir auf die Vermutung kommen, dass der Kapitalisationszinssatz als ein mehr oder weniger exakter Mittelwert aus den beiden Wurzeln des reinen Zinssatzes abgeleitet wird.» (op. cit., p. 103/104)

2) Harris: Inflation in the American Economy, New York-London 1945, p. 235.

3) Donner O.: op. cit. p. 8.

mois: c'est une opération plutôt arbitraire, car on ne sait guère à quel moment les bénéfices ont été réalisés effectivement.

Du fait que les dividendes ne correspondent plus aujourd'hui aux bénéfices nets, la rentabilité est devenue le motif dominant de l'évolution des cours. Pour étudier l'évolution de la rentabilité, il faut se baser sur les statistiques des bénéfices nets des sociétés. Evidemment les données ne peuvent être prises telles quelles, puisque la vérité des bilans laisse souvent à désirer; cependant la ligne générale peut être acceptée *grosso modo*.

Des recherches ont montré que les bénéfices nets et les cours évoluent au même rythme, et cela non seulement dans l'évolution à très longue échéance, mais aussi dans l'évolution cyclique. Même l'évolution mensuelle montre une corrélation positive qui, sans être de la même intensité, suit cependant la même direction <sup>4)</sup>.

Après avoir indiqué la relation entre l'évolution des dividendes ou des bénéfices nets et celle des cours, il faut signaler les éléments permettant de prévoir l'évolution de la rentabilité, puis les personnes exerçant une influence sur la formation des cours. Parmi les éléments qui constituent les principaux points d'appui pour l'estimation de la rentabilité nous citons les commandes, les achats de matières premières, l'engagement de la main d'oeuvre, la production, les chiffres de vente, etc. Cela nous mènerait trop loin de développer: ajoutons simplement que ces chiffres ne doivent pas être serrés de trop près, car il ne s'ensuit pas nécessairement une augmentation ou une diminution de la rentabilité.

Les personnes qui exercent une influence sur les cours constituent un facteur important et indépendant; nous nous en occuperons spécialement dans la deuxième partie du chapitre sous la rubrique: les facteurs personnels.

Selon le principe de rendement, il doit exister une corrélation positive entre l'évolution et la relation des rendements des actions et celles des autres rendements du marché du crédit. Dans l'évolution du rendement des actions ou du taux du bénéfice net <sup>5)</sup>, on a constaté dans tous les pays une constance remarquable dans la relation de la

<sup>4)</sup> Donner O.: op. cit. p. 8—9.

<sup>5)</sup> Le taux du bénéfice net se calcule en divisant le cours par le bénéfice net. Aux Etats-Unis, un cours qui est 20—30 fois le bénéfice net, est considéré comme spéculé à l'excès. Un cours de 7—8 fois le bénéfice net est un cours sousestimé. (cité de Schabacker, op. cit. p. 407 et suivantes)

rentabilité ou du taux du bénéfice net avec les taux des marchés monétaire et financier, dont les premiers étaient plus élevés depuis 1870 jusqu'à la première guerre mondiale. La première guerre mondiale a créé des changements énormes. Le rendement plus élevé des actions que des obligations est devenu au contraire plus bas. Ainsi Mr. Donner <sup>6)</sup> écrit à ce propos: «Seit Beginn der 70er Jahre lag die Aktienrendite in Deutschland und in den Vereinigten Staaten um ungefähr  $1\frac{1}{2}$  ‰, in Frankreich um ungefähr  $\frac{3}{4}$  ‰ über der jeweiligen Rendite erstklassiger festverzinslicher Papiere. In Deutschland z. B. verharrte die Aktienrendite in den Jahren 1927—1929, ungeachtet einer starken Erhöhung des allgemeinen Zinsniveaus, etwa auf Vorkriegsstand; sie war damit um rund  $\frac{1}{3}$  niedriger als die Verzinsung der Rentenpapiere und um rund  $\frac{1}{5}$  niedriger als der Privatdiskont. Tendenziell ähnlich, wenn auch mit graduellen Unterschieden, waren die Umschichtungen in Großbritannien und in den Vereinigten Staaten von Amerika.»

Les marchés sont liés entre eux. Pour des raisons de concurrence, une certaine solidarité devrait exister entre le rendement des actions d'une part et les taux d'intérêts des marchés monétaires et financiers d'autre part. Car le public n'achètera des actions que si le rendement est en proportion convenable avec le rendement des autres placements de capitaux (papiers à revenus fixes, avoirs en banque, hypothèques, etc.). Aussi les entreprises n'émettent généralement pas d'actions s'il leur est possible d'obtenir d'une autre manière des capitaux à meilleur marché. Si le public en plaçant ses fonds, se laisse décisivement influencer par le rendement, et si les sociétés anonymes ont la possibilité de se servir en tout temps des autres marchés de capitaux, le rendement des actions et les taux d'intérêts doivent être en étroite relation.

L'escompte a généralement des taux très bas à cause de sa sûreté et de sa faculté de mobilisation. C'est seulement faute de liquidité du marché monétaire, qu'il dépasse le rendement des obligations ou même celui des actions. En général, le rendement des obligations est au-dessous du rendement des actions, parce que l'incertitude sur le niveau des dividendes demande une prime pour le risque. La stabilisation des dividendes et la familiarisation du public avec les actions diminuent cette prime de risque. C'est pourquoi la différence de rendement sur les deux marchés est devenue moins sensible.

<sup>6)</sup> Donner O.: op. cit., p. 13/14.

Le rendement des actions ne tombe au-dessous du rendement des obligations qu'en période de prospérité, quand le public se fait des idées fantaisistes sur les chances de l'évolution économique. Mr. Donner écrit à ce sujet: «Im September 1929 betrug die durchschnittliche Rentenrendite 4,76 %, die durchschnittliche Aktienrendite nur 2.92 %» 7).

A longue échéance, l'évolution du rendement des actions doit suivre l'évolution du taux de l'escompte et du rendement des obligations.

A courte échéance, la relation n'est pas très grande pour les raisons suivantes: le rendement des obligations est connu, par contre celui des actions ne l'est pas; car le rendement du capital investi en actions n'apparaît qu'à la fin de l'exercice. Nous savons cependant que la Bourse anticipe le versement des dividendes, mais il n'existe pas de sûreté absolue dans l'évaluation de la rentabilité, ce qui empêche d'établir à l'avance une comparaison exacte entre les divers rendements. Il faut signaler aussi le fait que les investissements de capitaux sont limités par la tradition et par l'estimation des risques. Diverses institutions sont obligées d'investir leurs capitaux en fonds d'Etats. L'entrepreneur ne peut pas choisir librement entre l'obligation et l'action. Une augmentation de la dette en obligations représente pour lui un risque plus élevé, du fait que le paiement des intérêts est fixe, tandis que la bonification aux actionnaires peut être adaptée à la conjoncture; d'autre part, l'obligataire devient le porteur du risque si la dette en obligations est grande par rapport au capital-actions.

Par conséquent, l'évolution du cours des actions et celle du cours des obligations ne sera pas nécessairement parallèle à courte échéance. Durant des périodes plus longues, ce parallélisme peut aussi être dérangé sérieusement par des troubles monétaires, quand l'élément rendement perd de son importance au profit de l'élément sécurité.

#### *b) Les facteurs de crédit.*

Après avoir examiné l'influence du facteur de rendement sur la formation des cours, envisageons maintenant l'influence des autres facteurs directs: le marché monétaire et le marché financier.

7) Donner O.: op. cit., p. 16.

### 1. L'influence du marché monétaire.

Le marché monétaire a joué de tout temps un rôle très important dans l'économie. Par conséquent il est naturel que la Bourse, baromètre de la vie économique et politique, réagisse à tout changement des taux du marché monétaire, si elle estime qu'un tel changement peut avoir une signification économique.

Les taux du marché monétaire (taux de l'escompte, des reports, du lombard) ont une double influence sur la formation des cours. Nous venons de voir qu'un changement des taux de capitalisation (dont les taux du marché monétaire font partie,) peuvent provoquer des fluctuations des cours, en ce sens qu'une augmentation du taux de capitalisation a tendance à faire baisser tout d'abord presque automatiquement les cours des obligations, tandis qu'une diminution des taux de capitalisation tend à les faire monter. En conséquence, les cours des actions doivent s'adapter aux nouvelles conditions de crédit selon la nouvelle base de capitalisation. Il va sans dire que ces changements des cours ne se font pas avec une rigueur mathématique, car il y a d'autres facteurs, qui peuvent influencer les cours dans une autre direction. Mais la spéculation ne peut s'éloigner à la longue de la base de capitalisation.

En outre, les taux auxquels les spéculateurs empruntent leurs capitaux ont une influence sur la demande de crédit et par conséquent sur les cours; c'est ce qu'on appelle le principe des moyens disponibles. La Bourse peut être très sensible aux fluctuations du marché monétaire, dont le pouvoir n'est pas seulement économique mais aussi psychologique. Si l'argent est liquide et bon marché, les taux du marché monétaire ont tendance à baisser. L'argent bon marché a pour caractéristique d'augmenter les achats sur le marché des biens et à la Bourse, et par là de faire monter les prix et les cours. Si l'argent est rare et cher, les taux du marché monétaire ont tendance à monter, ce qui peut faire baisser les cours. L'exemple classique de l'influence du marché monétaire sur les cours est le «vendredi noir» du 13 mai 1927 en Allemagne. Les grandes banques berlinoises annonçaient, sur l'initiative de la Reichsbank, une limitation rigoureuse des reports, parce que la hausse des cours ne semblait plus être en rapport avec la rentabilité des entreprises. La baisse qui en résultait ne pouvait être expliquée que par cette restriction. Toutefois une telle politique est rare et ne peut remplir son but que dans les pays où le régime ban-

caire est entièrement contrôlé par l'Etat. Car les banques, qui sont avant tout des haussiers, sont rarement inclinées à freiner la hausse. Elles ne sont pas seulement intéressées à la hausse en vue de faire des bénéfices sur le chiffre d'affaire mais aussi pour les affaires d'émission. Prenons comme exemple l'année 1928/29 aux Etats-Unis, où les Federal Reserve Banks tâchaient depuis l'été 1928 de freiner la hausse, en avertissant les Member Banks du danger qu'elles couraient et en augmentant le taux de l'escompte officiel. Les Member Banks ne croyaient pas au danger et n'admettaient pas que le «boom» pût s'écrouler. Aussi, tandis que les Federal Reserve Banks accompagnaient leurs appels à la prudence d'une limitation des crédits boursiers, la National City Bank déclarait au contraire qu'elle était prête à augmenter ces crédits<sup>8)</sup>.

Les taux du marché monétaire peuvent donc influencer les cours, mais ce n'est pas une règle. Car si les cours des actions étaient décisivement influencés par les taux du marché monétaire, les courbes respectives devraient suivre des directions contraires. Il ne manque pas de travaux, où des économistes croient avoir établi une corrélation négative entre ces deux courbes<sup>9)</sup>. En réalité, il y a au contraire une tendance au parallélisme. Cette apparente erreur se dissipe dès que l'on se rend compte que les causes et les effets des cours et du marché monétaire sont plus complexes. Trois possibilités peuvent se présenter<sup>10)</sup>:

- a) Le marché monétaire influence directement le marché des actions (la baisse des taux peut amener la hausse des cours),
- b) Le marché monétaire influence indirectement le marché des actions en ce sens que des changements des taux du marché monétaire peuvent provoquer des changements dans la production, l'écoulement, les prix des marchandises, etc. (une hausse des bénéfices fait monter les cours),
- c) Le marché monétaire et le marché des actions peuvent réagir dans la même direction pour des causes communes. La production peut diriger aussi bien les fluctuations du marché monétaire que celle du marché des actions. Ainsi une diminution de la production peut provoquer en même temps une baisse des cours qu'une baisse du taux de l'escompte.

<sup>8)</sup> Donner O.: op. cit., p. 25.

<sup>9)</sup> Owens and Hardy: Interest Rates and Stock Speculation, Washington 1930.

<sup>10)</sup> Donner O.: op. cit., p. 32.

C'est en surestimant les facteurs directs et indirects qu'on arrive à la corrélation négative des deux courbes.

L'exemple classique de la dépendance des cours par rapport au marché monétaire nous est donné par le 13 mai 1927 en Allemagne. L'annonce d'une restriction des reports amenait des ventes de titres, qui faisaient baisser le niveau des cours, quoique la production et la rentabilité fussent favorables.

Les taux d'intérêts du marché monétaire ne peuvent influencer les cours des actions indirectement que dans la mesure où la conjoncture dépend du loyer de l'argent. Si la conjoncture économique se forme sous l'influence d'autres facteurs, la dépendance indirecte sera négligeable. Or nous savons que l'influence des taux d'intérêts sur la conjoncture n'est que relative. La baisse du taux de l'escompte ne suffit pas à elle seule à déclencher un mouvement ascendant, pas plus que la hausse ne peut freiner le «boom», à moins, d'être très forte. Ainsi aux Etats-Unis, après la crise de 1929, l'essai de baisser les taux du marché monétaire et de faire monter les cours en vue de stimuler la production a été un coup manqué.

La courbe des taux d'intérêts du marché monétaire ne permet que rarement à elle seule, mais seulement en relation avec la courbe des rendements, de donner des indices quant aux tendances de l'évolution sur le marché des actions. Quand les taux d'intérêts baissent et la production aussi (comme c'est presque toujours le cas) on ne peut s'attendre à une hausse des cours.

Pour pouvoir tirer des conclusions d'un changement des taux d'intérêts du marché monétaire sur le marché des actions, il est nécessaire de prouver que ce changement sur le marché monétaire est suffisant pour changer décisivement les chances de profit des entreprises. Dans ce cas seulement on peut conclure au renversement des cours.

En examinant l'influence du marché monétaire sur les mouvements boursiers, il est intéressant d'élucider la question: à quel moment du cycle économique la Bourse a-t-elle le plus grand besoin de l'aide du marché monétaire? D'après le professeur A. Weber<sup>11)</sup> la hausse à la Bourse se placerait dans une période où le marché monétaire serait relativement liquide. Si le marché monétaire commençait à se rétrécir, la demande de crédit de la spéculation diminuerait en

<sup>11)</sup> Weber A.: Allg. Volkswirtschaftslehre, p. 444.

même temps, accompagnée d'une diminution de l'activité boursière et d'une baisse des cours.

Il est vrai que la Bourse précède les fluctuations de la vie économique, et que les besoins de crédit de la Bourse sont souvent très grands dans la reprise et dans la première moitié de la prospérité, donc à un moment où le marché monétaire est encore caractérisé par une abondance de capitaux. D'autre part, il ne manque pas d'exemples contraires: nous n'avons qu'à prendre la situation à New York, en 1929, où un grave manque de liquidité du marché monétaire coïncidait avec le «boom» et avec la hausse des cours. Nous voyons qu'il n'est pas possible de formuler de règle à ce sujet.

Plus que douteuse nous paraît cependant la thèse de Gunzert<sup>12)</sup> lequel est d'avis, qu'en temps de prospérité, où les besoins de crédit de l'industrie et du commerce sont le plus grands, les besoins de la spéculation diminueraient de plus en plus. Si la Bourse est une institution au service de l'industrie et du commerce, il n'y a pas de raison pour que, lorsque les crédits directs augmentent, les crédits indirects (à la Bourse) diminuent. A notre avis, les besoins de la Bourse augmentent et diminuent avec les besoins de l'économie, et seul, le degré d'intensité des deux marchés peut varier. Nous reviendrons sur cette question dans le dernier chapitre.

## 2. L'influence du marché financier.

A côté de l'influence du marché monétaire, les cours des actions sont également influencés par les taux du marché financier. C'est le rendement des obligations qui détermine leur taux d'intérêt. Les fluctuations des rendements changent aussi bien la base de capitalisation que l'offre et la demande de capitaux sur l'un ou l'autre des deux marchés. Etant donné que les obligations sont des titres avec des taux à long terme, les rendements des obligations ne donnent pas de meilleurs indices pour la détermination de l'évolution des cours des actions que les taux du marché monétaire.

Faisons quelques remarques sur le rapport entre les deux marchés. L'idée du public, de certains banquiers et de théoriciens<sup>13)</sup> est que les actions et les obligations ont des fluctuations inverses. D'autre part, les économistes de l'institut de conjuncture en Allemagne croient

<sup>12)</sup> Gunzert: op. cit., p. 49.

<sup>13)</sup> Somary: Bankpolitik, p. 226.

avoir prouvé que les fluctuations des obligations précèdent celles des actions dans la plupart des cas <sup>14)</sup>).

Sur cette évolution contraire des cours des actions et des obligations se base l'idée qu'aux changements dans l'offre et la demande sur l'un des deux marchés doit nécessairement correspondre un changement inverse sur l'autre marché. On argumente de la façon suivante: La hausse des cours des actions a pour conséquence de liquider les papiers à revenus fixes et de pousser à profiter de cette hausse en achetant des actions. Les cours des actions montent, les cours des obligations baissent. Inversement quand les cours des actions baissent, pour n'importe quelle raison, la peur de subir des pertes pousse les actionnaires à vendre leurs actions pour investir la contrevaletur en avoirs bancaires ou en obligations. Même si l'on voulait admettre une telle répartition dans l'investissement d'un marché à l'autre, l'évolution inverse des cours ne pourrait être justifiée que dans une économie statique.

Nous savons que chaque période de prospérité amène une expansion du crédit et chaque dépression une contraction. Dans ces conditions, il est bien possible que les deux marchés de titres suivent une évolution analogue, sinon de la même intensité.

Dans les niveaux des taux d'intérêts des marchés de crédit on peut constater un certain changement, en ce sens que les taux du marché monétaire varient plus vite que les taux du marché financier. La cause en est que l'adaptation à l'évolution cyclique se fait par les taux du marché monétaire pour tout le marché du crédit <sup>15)</sup>.

Voyons maintenant brièvement l'évolution des fluctuations des cours des actions et des obligations dans la phase ascendante. Une augmentation de la production commence en général avec un taux d'intérêt à long terme en baisse: les cours des obligations montent. Le marché des actions est soumis à une double impulsion, celle d'une production ou d'une rentabilité améliorée et celle d'une augmentation ou du moins du maintien de la liquidité du crédit. L'évolution des cours des obligations et des actions va donc parallèlement. Si cette évolution continue, il est possible que les marchés du crédit se rétrécissent. Les cours des obligations commencent à tomber ou à monter moins vite que les actions, cependant que les cours des actions montent. Il est bien probable qu'à ce moment des obligataires réaliseront

14) Wagemann: Konjunkturlehre, p. 140.

15) Halm: op. cit., p. 100.

leurs titres pour acheter des actions. Cette situation ne peut cependant durer longtemps, car d'une part la contraction du marché du crédit et d'autre part la baisse absolue ou relative des cours des obligations tendent à la hausse du loyer de l'argent. Du moment où cette hausse se produit, le marché des obligations regagne l'intérêt des capitalistes et des spéculateurs, ce qui provoque une répartition dans le sens opposé; c'est-à-dire que la demande sur le marché des obligations augmente au détriment de la demande sur le marché des actions. C'est le cas dans la crise et dans la dépression.

Le resserrement des marchés de crédit est le signal d'une phase économique, dans laquelle les moyens de crédit ne sont plus disponibles pour alimenter l'expansion. Signalons que ce n'est pas le taux d'intérêt élevé qui oblige les entrepreneurs à se garder de nouveaux investissements; ce qui leur importe, c'est de savoir, si ce taux est élevé ou bas par rapport au «taux naturel», c'est-à-dire au rendement du capital investi.

L'évolution du marché des actions, dans la phase ascendante, dépend en grande partie si cette augmentation du taux d'intérêt peut susciter une diminution du rendement des sociétés. Si ce n'est pas le cas la hausse continue, amoindrie au plus par l'augmentation du taux de capitalisation. Si, par contre, la situation économique devient défavorable, la tendance de l'évolution boursière s'oriente d'après la conjoncture.

Voyons l'évolution des fluctuations des cours dans la phase descendante. Dans la première partie, nous constatons une baisse des bénéfices et des cours des actions. Les cours des obligations baissent aussi, ou en tout cas leur rendement est bas. Si la baisse de la rentabilité industrielle continue, les cours des actions continuent à baisser, tandis que ceux des obligations se maintiennent ou baissent moins fortement. Vers la fin de la phase descendante le public commence lentement à investir, et, naturellement, il préfère investir en obligations, qui lui assurent un rendement stable. C'est à ce moment que les cours des obligations montent légèrement, tandis que les cours des actions restent encore en stagnation. Cette vue schématique n'a cependant rien de rigoureux; nous en reparlerons au chapitre suivant. Si l'on a pu constater que l'évolution des cours des obligations précède en général celle des actions, ce «lag» ne peut être déterminé de façon certaine.

On ne doit pas s'attendre à une hausse générale des cours des actions, à partir du niveau atteint pendant la crise ou la dépression, aussi longtemps que le marché des obligations ne donne aucun signe d'animation. Cependant, de cette constatation empirique il ne s'ensuit pas que la hausse des cours des obligations soit la cause de celle des actions. Les cours des actions ne montent que si l'aisance du marché du crédit, qui se reflète dans la hausse des cours des obligations, suffit à provoquer un relèvement de la conjoncture économique ou si un autre facteur provoque une augmentation de la rentabilité. La hausse des cours des actions ne doit pas, en général, être considérée comme achevée, tant que les cours des obligations montent. La baisse, due à la conjoncture, des cours des actions est annoncée ou accompagnée par une baisse sur le marché des obligations. Il est cependant difficile d'en conclure au renversement probable des cours des obligations. Si la hausse des cours des actions est déjà fort avancée, un changement des cours des obligations permet, généralement, d'admettre que la plus grande partie de la hausse est passée: elle signale l'entrée d'une passe dangereuse. Si la baisse des cours des obligations dure quelques mois, à une vitesse accélérée, on peut s'attendre à une baisse des cours des actions. La baisse des cours des actions ne cesse généralement pas avant que la baisse des obligations se soit arrêtée.

## 2. *Les facteurs subordonnés ou indirects.*

Après avoir parlé des deux facteurs qui ont une influence directe sur les cours des actions, examinons maintenant ceux qui les influencent médiatement, soit par leur effet sur les facteurs principaux.

Plus encore que les effets des facteurs principaux, ceux des facteurs subordonnés ne sont pas uniformes, de sorte qu'ils ne permettent jamais à eux seuls de tirer des conclusions exactes en ce qui concerne l'évolution des cours, mais seulement dans la mesure où ils modifient les facteurs principaux.

*a) L'influence d'un changement dans la production .*

La relation entre la production et les cours des actions est parfois très vague. Pourquoi n'y a-t-il pas toujours une corrélation positive?

Déjà les bénéfices bruts ne doivent pas nécessairement évoluer parallèlement avec la production, parce que les bénéfices bruts ne dépendent pas uniquement de la quantité vendue, mais aussi du prix de vente et du prix de revient, et parce que la quantité produite ne correspond pas toujours à la quantité vendue. En outre les bénéfices nets ne sont pas en rapport constant avec les bénéfices bruts, parce que les frais variables, tels que salaires, frais d'organisation commerciale et technique, peuvent augmenter ou diminuer plus ou moins que proportionnellement. Ainsi une entreprise reçoit des commandes qui nécessitent une augmentation de sa production. Au cours de la production, les ouvriers viennent à demander une hausse des salaires qui renverse les prix de revient et qui nécessiterait une augmentation des prix de vente. Si l'entreprise n'arrive pas à augmenter les prix de vente, soit parce qu'elle s'est engagée à livrer aux prix fixés dans le contrat, soit parce qu'une augmentation des prix de vente empêcherait l'écoulement des produits, l'augmentation de la production, au lieu d'augmenter la rentabilité, a causé une diminution de la rentabilité. Il est par conséquent possible qu'une augmentation de la production aille avec une diminution des bénéfices ou seulement avec une faible augmentation. C'est la caractéristique dans la période intermédiaire entre la prospérité et la crise, quand les bénéfices diminuent tandis que la production continue.

Cependant on ne peut ignorer le facteur production dans l'évolution des cours des actions. Car dans une économie basée sur le principe de la propriété privée des moyens de production, où les entrepreneurs cherchent à atteindre la plus grande rentabilité, une augmentation de la production n'est possible qu'avec la perspective de faire des bénéfices. Il s'agit donc d'établir dans quelle mesure on peut utiliser les statistiques de production et de voir si l'on peut en tirer valablement des conclusions.

La hausse des cours peut commencer avec une augmentation des commandes. Ce n'est pas toujours le cas, notamment si l'augmentation des commandes s'annonce passagère. Ce n'est que dans un concours

durable de la hausse des cours des obligations, de la liquidité du marché du crédit et de l'augmentation des émissions sur le marché des obligations, que l'augmentation des commandes et de la production permet d'attendre une hausse des cours des actions. Si la hausse des commandes et de la production est généralement un symptôme précédant la hausse des cours des actions, la diminution de la production au contraire, suit dans la plupart des cas la baisse des cours des actions. Ce n'est toutefois pas une vérité absolue, puisqu'en 1929, aux Etats-Unis, la production diminuait déjà depuis juillet 1929, tandis que la chute des cours se produisit au commencement d'octobre seulement<sup>16)</sup>. Si la spéculation avait tiré la conclusion qui s'imposait à la vue de la diminution de la production, la chute des cours aurait été sans doute moins catastrophique. Mais elle ne voulait pas croire à la baisse de la prospérité et d'autre part elle n'était pas intéressée à entreprendre des engagements à la baisse aussi longtemps que la spéculation à la hausse lui paraissait profitable.

La production seule n'est pas un baromètre sûr quand il s'agit de prévoir la baisse des cours des actions. Mais quand la production baisse, que les taux d'intérêts à long terme montent ou sont relativement élevés, et que les prix des marchandises baissent, les cours des actions ont la tendance de suivre la baisse; c'est là une règle absolue.

#### *b) L'influence des prix des marchandises.*

Les fluctuations des prix des marchandises influencent le marché des actions dans deux sens: par l'influence sur les bénéfices et par l'influence sur le marché du crédit.

##### 1. L'influence des prix des marchandises sur les cours des actions par l'effet sur les bénéfices.

Cet effet est double. Il se produit soit un changement dans la relation entre prix et coûts, soit un bénéfice ou une perte sur le stock des marchandises.

a) Quand les prix des marchandises augmentent, toutes choses égales d'ailleurs, les bénéfices des entreprises augmentent, parce que les

---

<sup>16)</sup> Donner O.: op. cit., p. 49.

prix montent pendant la période où les marchandises sont produites, tandis que les coûts de production restent en arrière. La tendance des cours des actions sera à la hausse.

Dans une période de prix en baisse, les profits sont réduits, et des entreprises font faillites. Si la baisse des prix des marchandises est forte, la tendance des cours des actions serait à la baisse ou, du moins, ils montent plus lentement que dans une période de prix en hausse. «In the United States, from 1897 to 1913, prices of industrial stocks rose an average of 3,1 % per year based on the middle year as 100. In the 17 years of falling prices ending with 1896, stock prices advanced only 1,3 % per year.»<sup>17)</sup>

Le parallélisme entre les prix des marchandises et les bénéfices n'est cependant pas une loi absolue. La hausse et la baisse des prix ne correspondent pas dans chaque cas à une augmentation ou une diminution des bénéfices. Il est possible que les coûts de production baissent dans une plus forte proportion que les profits, parce que les prix des produits baissent moins que les prix des matières premières, ou parce que le progrès technique produit une diminution des coûts de production supérieure à la diminution des prix des produits. C'est toutefois l'exception.

b) Un changement du niveau général des prix n'amène pas seulement un changement dans la relation des prix de revient et de vente, mais il influence aussi directement les bénéfices. Deux prix qui sont à un niveau bas et en relation défavorable peuvent donner un résultat mauvais ou relativement bon, selon que les prix ont baissé avant ou bien s'ils viennent d'un niveau plus bas encore.

Dans le premier cas les entreprises font des pertes sur les stocks destinés à faire face aux vieux contrats, dans le second, elles réalisent des bénéfices sur les stocks. Déjà le passage d'une période de prix en baisse à une période de stabilité, quel qu'en soit le niveau, peut signifier une amélioration comparativement à la période où le niveau des prix était plus élevé, mais où les prix baissaient; d'autre part, une stagnation des prix à un niveau élevé peut signifier une altération, comparée à la période où le niveau des prix était bas, mais avec des prix en hausse.

---

<sup>17)</sup> Warren and Pearson: op. cit., p. 411.

2. L'influence des prix des marchandises sur les cours des actions par l'effet sur le marché du crédit.

Toute variation des prix des marchandises modifie, toutes choses égales d'ailleurs, le volume des échanges (quantité fois prix) et, par conséquent, le volume du crédit nécessaire à ces échanges. Si l'offre en capital ne s'adapte pas à la demande, (par création de capitaux ad hoc, immigration de capitaux étrangers) il s'ensuivra une pression. L'adaptation peut se faire par l'élargissement du volume du crédit, qui, pratiqué sans tenir compte de la productivité, aboutit à l'inflation, ou bien par un changement des taux d'intérêts. C'est donc de la rigidité des systèmes bancaires que dépend l'effet des changements des prix des marchandises sur les cours des actions. Ainsi, aux Etats-Unis, avant l'institution du Federal Reserve System, on devait s'attendre, faute de crédit, à de nettes répercussions des prix des marchandises sur les cours des actions. Une hausse des prix des marchandises tendrait donc à produire une hausse des taux d'intérêts. Dans la mesure où les prix des marchandises influenceraient le marché du crédit et dans la mesure où les facteurs de crédit influenceraient les cours des actions, une évolution contraire entre les cours des actions et les prix des marchandises devrait se produire. Nous savons que cette hypothèse ne se réalise pas en réalité, parce que l'influence des facteurs de crédit est moins grande que celle du facteur de rendement. Ainsi l'influence des prix des marchandises sur les cours des actions par l'effet sur le marché du crédit est telle, que ce dernier n'est pas à même de faire diverger l'évolution de la courbe des cours des actions et celle des prix des marchandises, mais, tout au plus, d'affaiblir le parallélisme.

Un des faits les moins discutés de l'histoire économique est que, dans un système de libre concurrence, les prix des marchandises et les taux de l'intérêt tendent à se relever ou à s'abaisser simultanément et dans la même direction.

On avait pu constater ce parallélisme dans tous les pays jusqu'à la période avant la seconde guerre mondiale. C'est alors que les prix des marchandises se sont relevés, mais il n'y a pas eu cette fois des hausses des taux d'intérêts.

Cette évolution — unique dans les annales de l'économie — s'explique aisément: grâce au contrôle établi pendant la guerre, les gouvernements ont acquis un monopole de fait sur leurs marchés moné-

taire et financier, ce qui leur a permis, grâce aux crédits fournis par les banques centrales et les autres banques, d'appliquer des procédés largement autocratiques pour fixer les conditions de leurs emprunts.

Ainsi, en éliminant l'influence du facteur de crédit, le parallélisme entre les prix des marchandises et les cours des actions est devenu encore plus prononcé.

*c) L'influence d'une manipulation monétaire.*

Nous entendons par une manipulation monétaire l'adaptation de la monnaie nationale aux monnaies étrangères, qui peut se faire soit par la dévaluation soit par la revalorisation, selon que la monnaie nationale est considérée comme surévaluée ou sousestimée par rapport à la monnaie étrangère.

Nous ne parlerons ici que de la dévaluation, la revalorisation ayant simplement les effets contraires.

La dévaluation est la réduction du poids d'or d'une monnaie <sup>18)</sup>. Son but est de stimuler l'activité économique et d'équilibrer la balance des paiements. Bien entendu, il ne faut pas perdre de vue que, dans chaque pays, la dévaluation peut se produire dans des circonstances différentes.

Tandis que l'Angleterre a dévalué en 1931 à un moment où les prix baissaient rapidement, la monnaie de la Belgique et celles des anciens pays du bloc-or ont été dépréciées à un moment où la tendance des prix était de nouveau ascendante. Aussi les dévaluations peuvent se faire à des pourcentages tout différents. Tandis que l'Angleterre et les Etats-Unis ont procédé à une dévaluation de 40 %, l'une en 1931, les autres en 1933, la couronne tchèque a perdu 16,6 % et le florin hollandais a perdu 20.0/0 de sa valeur, la première en 1934, l'autre en 1936. Les dévaluation du passé se firent dans des conditions économiques différentes, ce qui explique que les développements ne furent pas les mêmes. Cependant les facteurs matériels n'étaient pas seuls en cause: les facteurs psychologiques, eux aussi étaient fort divers. L'homo oeconomicus, agissant conformément à des règles rigides, n'est qu'une création du cerveau. Les impulsions humaines sont souvent déraisonnables et imprévisibles. Ainsi dans des circonstances

<sup>18)</sup> Wormser: Déflation et dévaluation, Paris 1938, p. 172.

extérieurement similaires, le même facteur économique peut amener des résultats différents. Cela ne signifie pas qu'il n'existe aucune règle. Il est toujours possible de démontrer l'existence d'effets communs, puisque des causes communes engendrent des effets communs.

Aussi les effets d'une dévaluation sont différents selon que la dévaluation se produit après des débats publics et parlementaires ou si elle vient par surprise. Dans le premier cas, les effets d'une dévaluation sont prévus, ce qui n'empêche pas que ces effets peuvent être surestimés ou bien sousestimés. Si la dévaluation constitue un facteur de surprise, on doit s'attendre à une hausse des cours plus brusque.

Quels sont les effets de la dévaluation? L'influence de la dévaluation sur le marché monétaire se manifeste par une liquidité croissante. Cette liquidité est amenée par exemple par la conversion en monnaie nationale de placements en monnaies étrangères de propriété indigène ou par le remboursement d'emprunts étrangers. La conséquence de cette liquidité du marché monétaire peut amener la baisse du taux officiel de l'escompte et du taux des avances sur nantissement.

Sur le marché financier, la liquidité du marché monétaire et la baisse du taux de l'escompte peuvent être la raison d'une demande accrue: les cours des titres montent, tandis que leur rendement fléchit. Ainsi Renou<sup>19)</sup> écrit à ce sujet: «Les obligations 3½ % série A-K CFF qui cotaient 88 à la fin d'août 1936 (rendement 4,53 %) atteignaient en septembre 1937 le cours de 103 (3,27 %)». Il faut cependant se rendre compte que le remboursement anticipé, qui devait avoir lieu en avril 1938, tendait également à la hausse. Renou continue: «L'indice de 12 obligations fédérales s'est augmenté du 4<sup>me</sup> trimestre 1936 de 4,1 % et jusqu'au 4<sup>me</sup> trimestre 1937 de 54 %, et l'indice des actions (87 sociétés) s'est augmenté de 57 % et de 76 % respectivement». Il va sans dire qu'une simple étude des fluctuations nominales sur le marché des valeurs serait incomplète, voire inutile, si ces fluctuations n'étaient pas comparées aux coûts de la vie et aux cours des changes. Le premier facteur est d'importance pour le porteur de titres indigène. Le deuxième facteur permet de calculer les bénéfices réels et les pertes réelles enregistrés par le porteur de titres étranger.

Signalons que la toute première réaction du marché des valeurs peut être défavorable aux obligations. Le public surestime parfois la

---

<sup>19)</sup> Renou P.: La dévaluation du franc suisse, p. 186 et suivantes.

hausse imminente du coût de la vie ou les bénéfices offerts par les sociétés et se détourne des valeurs à revenus fixes. Il peut en résulter, sinon une baisse provisoire, du moins une hausse moins marquée. Toutefois, après un certain temps, des facteurs plus profonds parviennent à dominer la première impulsion psychologique, et ainsi le chemin vers la hausse est déblayé.

La dévaluation stimule également l'activité boursière. Prenons comme exemple l'activité boursière des bourses de Bâle et de Zurich après la dévaluation en 1936. Les Bourses, peu actives depuis quelques années, furent fermées le 28 et 29 septembre 1936, c'est-à-dire les deux jours ouvrables qui suivirent le décret de dévaluation. Dès leur réouverture, les transactions atteignirent des chiffres «record». Les ordres d'achat affluèrent de tous côtés, ce qui provoqua un redressement marqué des cours. Citons encore une fois Renou<sup>20</sup>): «Le mouvement boursier qui dépend de deux facteurs: du volume des transactions et des cours, s'est élevé du 4<sup>me</sup> trimestre 1935 au 4<sup>me</sup> trimestre 1936 de 249 % et jusqu'au 4<sup>me</sup> trimestre 1937 de 58 %. Si l'on admet que les obligations représentent les  $\frac{2}{5}$  du mouvement boursier et les actions les  $\frac{3}{5}$ , le chiffre d'affaire en Bourse correspondant doit avoir augmenté de 66 %. Or il s'est amenuisé de 249 à 58 %, c'est-à-dire, que l'effet boursier de la dévaluation suisse avait déjà cessé de se faire sentir une année à peine après la dépréciation monétaire.»

Quelle est maintenant l'influence de la dévaluation sur les prix des marchandises et, par là, sur les cours des actions? La dévaluation provoque une hausse du niveau des prix. Cette hausse est cependant moins que proportionnelle à la baisse du change. Toutes choses égales d'ailleurs, la dévaluation ne fait monter que les biens faisant l'objet d'un commerce avec l'étranger. Pour ce qui est des marchandises importées, cette élévation correspond, mutatis mutandis, à la dépréciation de la monnaie (par rapport à l'or ou aux devises étrangères). Si la hausse du prix d'un produit manufacturé étranger est subie entièrement, celle des matières premières ne se répercute sur l'ensemble des prix nationaux que de façon lente, étant donné l'importance des frais de fabrication et des frais généraux. Quant aux prix des marchandises exportées, ils s'élèvent du fait de l'accroissement de la demande étrangère, à condition que ces marchandises s'écoulent sur un marché très vaste. Par conséquent, les marchandises produites par et

<sup>20</sup>) Renou P.: op. cit., p. 186.

pour le marché intérieur ne paraissent pas devoir directement subir, quant à leurs prix, des modifications du fait de la dépréciation monétaire.

On peut pallier à l'élévation des prix des importations par un abaissement des droits de douane, à condition que les finances publiques permettent une telle intervention. On peut aussi éviter une élévation des prix des marchandises exportées en faisant appel à l'intérêt des producteurs et commerçants indigènes: ceux-ci s'efforceront de consolider et d'étendre leur clientèle sur le marché étranger.

La diminution du loyer de l'argent également peut théoriquement entrer en ligne de compte pour la formation des prix.

Le jeu de ces différents facteurs peut donc enrayer la hausse des prix nominaux. A l'inverse, les consommateurs peuvent déclencher une hausse des prix, s'ils procèdent à des achats massifs sous l'emprise de la panique ou dans un esprit de spéculation. Ainsi donc, dans le cas d'un pays qui dévalue sa monnaie isolément, il existe des forces qui tendent à faire monter les prix et d'autres capables de freiner cette hausse des prix.

L'effet stimulant de la dévaluation est connu. Elle suscite l'espoir d'un commerce accru, résultant de la diminution de la valeur-or des prix intérieurs, un allègement du fardeau de l'endettement et une diminution des salaires réels, résultant de la hausse de ces mêmes prix, exprimés en monnaie-papier. Ces espoirs souvent ne se réalisent pas. En Angleterre, par exemple, la prime à l'exportation provenant de la dépréciation de la monnaie s'est trouvé annulée par les mesures de défense de l'étranger contre la concurrence anglaise. La baisse brusque des prix mondiaux constituait aussi en Angleterre un des principaux obstacles à toute hausse de quelque importance. Les deux facteurs opposés, une tendance mondiale à la baisse et la dévaluation, ont amené la stabilité. Les bénéfiques n'ont ni augmenté ni diminué, ainsi de même les salaires réels.

De telles considérations ne sont pas toujours à l'esprit du public. Confondant la chute de la livre avec le franc suisse, escomptant des réactions analogues sur les marchés des valeurs, la Bourse prédit, intentionnellement ou inconsciemment, une hausse brusque des cours des actions. Par la déviation sans retenue de ces ordres d'achat, elle provoque elle-même cette hausse. Cependant dès qu'il apparaît que l'économie ne se ranime pas conformément à l'attente, une réaction se fait

sentir. Les cours des valeurs mobilières baissent, comme cela s'est passé en Angleterre, vers le milieu de 1932, parfois même au-dessous du niveau d'avant la dévaluation.

Si l'on peut constater, après une dévaluation, une hausse des cours des valeurs mobilières, cette hausse n'est pas de la même intensité pour toutes les valeurs. Il va de soi que certains groupes sont plus sensibles que d'autres aux dépréciation monétaires. De façon générale, on peut s'attendre à ce que les actions des entreprises d'exportations soient influencées d'une façon plus favorable que celles des entreprises concentrant leur activité sur le marché intérieur. C'est une règle générale: dans la pratique, on observe néanmoins d'importantes exceptions.

Des recherches qui ont été entreprises par différents instituts de conjoncture (Harvard, Berlin) démontrent que la hausse éruptive après une dévaluation ne dure, en général, que quelques mois. En ce qui concerne les actions, les pertes subies du fait de la dépréciation monétaire furent parfois compensées; ce qui fut rarement le cas pour les obligations. De là, on a pu tirer la conclusion que les placements en obligations sont peu indiqués à la veille d'une dévaluation imminente.

#### *d) L'influence d'une inflation.*

L'inflation se caractérise par une hausse des prix, dont la cause est l'augmentation du volume monétaire par rapport au volume des biens et des services. La déflation est le phénomène économique contraire.

Comme nous avons laissé de côté la revalorisation, nous nous abstenons de parler de la déflation, dont les effets sont opposés à ceux de l'inflation.

L'inflation est caractérisée par une hausse des prix de tous les biens, dont nous avons déjà examiné les effets sur les cours des actions. Cependant les effets d'une inflation sur les cours sont tellement caractéristiques qu'une étude à part nous paraît ici à sa place.

L'une de ces particularités est l'inefficacité des facteurs de crédit. Il est connu que les prix de vente sont plus sensibles que les éléments

des coûts de production. Donc, la hausse des prix donne aux entrepreneurs une relation des prix plus favorable et, par conséquent, un meilleur rendement. Les cours des actions, qui sont donc exclusivement sous l'influence du facteur de rendement, montent davantage que s'ils étaient également sous l'influence des facteurs de crédit.

L'autre effet caractéristique de l'inflation sur les cours se manifeste au moment où le public devient conscient de la dépréciation monétaire. Alors il se réfugie dans les valeurs «réelles», en s'efforçant de vendre des obligations, dont la sécurité lui paraît douteuse, et il achète des valeurs réelles. Cette répartition des capitaux provoque des fluctuations des cours qui se manifestent par une nouvelle hausse des actions et par un affaiblissement relatif de la hausse des cours des obligations. La hausse des cours des actions et des obligations de première classe sera encore plus grande dans les États où le marché des monnaies étrangères est sous le contrôle de l'État. Les cours des actions des entreprises qui ont une valeur de substance élevée peuvent monter plus vite que ne baisse la valeur interne et externe de la monnaie. Cependant dans une période d'inflation, la dépréciation monétaire est le plus souvent plus rapide que l'augmentation des prix, ce qui provoque une gêne générale dans l'industrie et le commerce. «Alors qu'au 3 novembre 1922, en Allemagne, le dollar avait haussé de 125 fois, comparativement à janvier 1920, la hausse moyenne des valeurs de Bourse n'était que de 43 fois leurs prix en janvier 1920, celle des actions industrielles était de 42 fois, celle des valeurs étrangères de 84 fois et enfin celle des emprunts de l'État de 2,5 fois»<sup>21)</sup>. Cette situation, qui se fait sentir à la Bourse, démontre que les valeurs nationales ne suivent plus la hausse des changes. La conséquence est que les entrepreneurs, trompés par l'augmentation de la valeur nominale de leurs produits, comptent des bénéfices exagérés et souvent distribuent de forts dividendes, alors que s'ils calculaient en valeur-or, ils constateraient des pertes. Envisageons ceci par un autre exemple pratique: «Parmi les entreprises importantes qui ont distribué les plus forts dividendes, on voit, par exemple, que la société «Phoenix» a distribué 50 % de dividende en 1921/22, et 25 % en 1920/21, 20 % 1919/20, et 10 % en 1913/14 avec le même capital actions à peu près, mais en 1919/20, le mark valait à peu près, 0,10 mark-or, en 1920/21 0,04 mark-or et en 1921/

<sup>21)</sup> Snyers: L'inflation fiduciaire en Allemagne, p. 72.

22 0,004 mark-or. Ces dividendes deviennent donc 2 % en 1919/20, 1 % en 1920/21 et 0,2 % en 1921/22» <sup>22)</sup>).

Il faut remarquer que le calcul du rendement en or importe surtout à l'acheteur étranger qui aurait fait un placement en Allemagne. Pour le capitaliste indigène, il faudrait tenir compte de l'indice des prix et surtout de celui du coût de la vie. Seulement, dans ces rendements élevés réside un danger: on ne sait plus qu'ils correspondent à la réalité et s'ils ne résultent pas de simples plus-values des postes de l'actif par suite de la dépréciation monétaire.

L'importance de la formation des prix et par conséquent de la Bourse diminuent. La formation des cours qui représente, comme nous l'avons vu, la capitalisation du rendement par les taux d'intérêts donnés à cette période, devient illusoire, à défaut d'une mesure stable. Le rendement des valeurs à revenus variables devient une inconnue, parce qu'en période d'inflation les comparaisons deviennent impossibles. Aussi la valeur intrinsèque des actions se soustrait-elle à toute estimation, quand on ne calcule pas en valeur-or. Les entreprises font de bons bénéfices et distribuent de forts dividendes, mais on s'aperçoit un beau jour que le capital circulant a disparu, et que les amortissements du capital investi ont été insuffisants.

#### e) *Autres facteurs.*

Nous pourrions continuer de prendre toutes sortes de données statistiques et d'en faire des «règles» à propos de leurs relations avec le marché des actions. Nous y renonçons pour les raisons suivantes:

En analysant le marché des actions, il faut se rendre compte que les faits économiques n'influencent les cours que dans la mesure où ils changent la rentabilité. Comme nous avons montré dans les pages précédentes que les facteurs indirects n'influencent pas toujours la rentabilité ou la situation du marché du crédit, nous ne pouvons pas établir des relations claires et précises entre les facteurs indirects et les cours des actions. Il est inutile de vouloir mettre en relation directe toutes les séries statistiques avec les cours, comme par exemple les augmentations ou diminutions des virements postaux, les recettes des chemins de fer ou les versements dans les caisses d'épargne.

<sup>22)</sup> Snyers: op. cit., p. 73.

L'inutilité et le danger de tirer de données isolées des conclusions pour prédire l'évolution économique nous ont montré les erreurs des instituts américains qui ont la prétention de prédire la conjoncture économique. Il y a des facteurs qui influencent les cours, mais leur influence ne peut être que vaguement appréciée. Nous pensons aux inventions, aux catastrophes naturelles, aux guerres, etc. Ce que nous savons, c'est que la Bourse réagit plus ou moins fortement à toutes ces influences. Des fluctuations qui s'opposeraient au fondement économique, c'est-à-dire au principe de rendement, ne sont guère possibles à la longue. Chaque mouvement des cours mal fondé est une action dont la réaction ne se fait pas attendre.

Une énumération complète de tous les facteurs qui influencent les cours des actions ne rentre pas dans le cadre de notre travail, il nous paraît cependant raisonnable de dire quelques mots à propos de certains facteurs qui ont une plus ou moins grande influence sur la formation des cours. Ce sont les facteurs politique, international et psychologique.

### 1. Le facteur politique.

Le facteur politique, qui n'est pas un facteur propre puisqu'il influence la formation des cours par l'effet sur la vie économique, exerce une action importante sinon déterminée. Les cours sont sous l'influence des événements politiques, tant nationaux qu'internationaux. La Bourse, baromètre économique, est en même temps un baromètre politique. Prenons quelques événements politiques de l'année 1947 pour démontrer leur influence sur les cours des actions.

Ainsi, en février 1947, on pouvait remarquer une certaine instabilité de la tendance sur les marchés suisses, lors de l'abolition du contrôle des prix aux Etats-Unis.

Au mois d'avril se produisait une baisse sensible, dont la cause ne pouvait être que l'échouement de la conférence des ministres des affaires étrangères à Moscou.

Dans les mois de mai et de juin, c'étaient les vagues de grèves aux Etats-Unis et en France qui avaient une influence paralysante sur les cours.

Le bon commencement de la conférence des ministres des affaires étrangères à Paris stimula légèrement la tendance qui, cepen-

dant, baissa de nouveau après le refus du plan Marshall par les Russes et le dénouement de la conférence. Mais la note devint quand même optimiste, lorsqu'on apprit que le plan Marshall serait exécuté malgré l'absence des Russes.

La conférence des quatre à Londres n'influença presque pas les cours. Le commencement relativement bon de la conférence, en novembre, ne pouvait pas influencer la tendance favorablement, et l'échec qui suivit bientôt n'exerça aucune répercussion sur les cours. La politique isolationniste de la Russie fit naître la formation de blocs est et ouest, et la Bourse réagit plutôt favorablement à l'affermissement de ces blocs.

Par ces quelques dates politiques, nous avons suggéré l'influence du facteur politique sur la formation des cours. Il ne pouvait échapper à l'observateur attentif que ce facteur influence les cours comme tout autre facteur économique: quand l'événement politique était censé amener une amélioration de la situation économique pour le pays en question, la tendance des cours était à la hausse; quand on l'estimait de nature à altérer la situation économique, la tendance des cours était à la baisse.

## 2. Le facteur international.

Le temps n'est plus où les marchés financiers d'un pays avaient une tendance essentiellement nationale. Autrefois, la tendance des marchés internationaux n'exerçait pas une grande influence sur la tendance des marchés nationaux. La rapidité actuelle des communications d'un pays à l'autre et l'interdépendance économique mondiale ont en quelques années transformé l'évolution de la Bourse. On n'ignore pas que les grandes Bourses internationales exercent souvent une influence déterminante bien au-delà des frontières d'où elle provient.

### Liaison directe.

Alors qu'autrefois les marchés de Paris et de Londres seuls étaient un baromètre pour les autres Bourses, aujourd'hui les Etats-Unis, qui devinrent le créancier de l'Europe après la première guerre mondiale et encore davantage après la deuxième, doivent maintenant occuper une place prépondérante dans le réseau des Bourses internationales. En quelques années, le marché de New York surclassa ceux de Londres

et de Paris, qui bientôt n'évoluèrent plus que sous l'influence de la tendance américaine. Cette influence ne s'entend naturellement que pour les marchés libres, c'est-à-dire pour les pays, dont les frontières économiques et financières sont ouvertes.

Les marchés des titres de divers pays peuvent être liés entre eux directement ou indirectement.

On traite les mêmes titres sur les marchés boursiers de divers pays. La compensation internationale des cours se fait par l'arbitrage. Les notations ne peuvent différer à la longue, à condition que le marché des devises soit libre. «Die andauernde Aufwärtsbewegung in den Sommermonaten 1929 in New York, von der die Märkte der deutschen Schweiz eher nachteilig beeinflusst waren, brachte zwei Genfer Valoren, Dank ihren in den Vereinigten Staaten gelegenen Aktiven, eine intensive Belegung ein»<sup>23)</sup>. «Die Flucht in die Sachwerte in Oesterreich und Ungarn als Folge der Hochinflation brachte in der Schweiz den Arbitragepapieren mit Wien und Budapest eine stark gesteigerte Nachfrage ein»<sup>24)</sup>.

Une autre dépendance directe existe quand, sur différentes places, sont traitées des actions de sociétés indépendantes, mais seulement lorsque la rentabilité de ces sociétés dépend des conditions internationales. C'est le cas de certaines industries de matières premières, aux débouchés internationaux et aux prix de vente uniformes dans les divers pays. Les fluctuations des matières premières entraînent dans différents pays des changements dans la rentabilité de certaines branches d'industries.

Une autre dépendance provient d'une part des placements de capitaux pour la répartition des risques internationaux, d'autre part, d'une spécialisation simultanée sur différentes places étrangères. On sait que les propriétaires de grands capitaux répartissent leurs risques en choisissant les formes de placement les plus diverses et en investissant dans les branches et les pays les plus divers (Investment Trusts). Des achats internationaux peuvent facilement favoriser une hausse, de même que des ventes peuvent aggraver la baisse des cours.

#### Liaison indirecte.

La conjoncture internationale influence la conjoncture nationale. D'ici émane une certaine solidarité des marchés de titres. Il s'agit d'une

<sup>23)</sup> Burkhalter: op. cit., p. 23.

<sup>24)</sup> Burkhalter: op. cit., p. 19.

solidarité des conjonctures boursières par la solidarité des conjonctures économiques. C'est parce que la tendance internationale influence la tendance nationale, qu'on voit, par exemple, une faiblesse des valeurs d'étain en Amérique provoquer en Suisse une baisse de titres nationaux d'une autre nature.

### 3. Le facteur psychologique.

D'où proviennent les fluctuations à court terme empêchant la Bourse de suivre une ligne qui correspondrait aux principes de rendement et de crédit? Elles ont sans doute deux raisons, le facteur psychologique et la spéculation.

L'homme de la rue croit facilement que les fluctuations boursières se font uniquement selon les tendances du public. Il doute que les cours puissent s'orienter d'après les dividendes, les prix, la production. En réalité, il peut avoir raison pour les fluctuations à court terme. Mais des tendances qui s'éloignent des principes de rendement et de crédit sont tôt ou tard démenties par les faits. Cela ne veut pas dire que l'interdépendance économique se fasse purement mécaniquement. Au contraire, les taux d'intérêts, les prix, la production et toutes sortes de dates économiques, ne peuvent varier qu'à l'aide d'actes humains. Donc un changement dans la rentabilité d'une entreprise ne peut se refléter dans les cours que lors des achats et des ventes de ses titres. Et pour faire ces achats et ces ventes, l'élément psychologique joue un rôle qu'il ne faut pas sousestimer. Il n'est probablement pas possible de se rendre compte exactement de sa signification et de ses différentes manifestations. Mais, certainement, il ne faut pas ignorer ce facteur, qui, à certaines périodes, devient le principal pour la détermination des cours. Dans les périodes de «boom» surtout, l'élément psychologique a une influence qu'on pourrait appeler mystique. Comme la nature humaine incline à l'exagération, le public surestime les possibilités de la prospérité, et la spéculation professionnelle, qui connaît la mentalité du public, en tient compte dans ses engagements. Dans la phase descendante le facteur psychologique est moins efficace, mais on observe qu'une amélioration ne peut pas se produire tant que chacun s'attend au pire.

Pour l'explication de l'évolution des cours, à longue échéance, les influences psychologiques n'ont qu'une importance relative. Autrement les cours ne pourraient dépendre des facteurs objectifs. Cepen-

dant les fluctuations à courte échéance sont très souvent la suite de tendances momentanées. En d'autres termes, les déviations des cours de la ligne droite, ne sont qu'en relation très vague avec la rentabilité, la production, les taux d'intérêts, etc.

### 3. *Les facteurs boursiers.*

Avant de parler de l'influence de ces facteurs sur la formation des cours, il faut préciser ce qu'on entend par spéculation. Il n'est toutefois pas question de parler longuement de la spéculation, de sa technique ou de sa justification économique, problèmes fort intéressants mais hors de notre sujet.

Dans la littérature et dans la pratique on voit souvent dans le motif la différence essentielle entre la transaction spéculative et la transaction de placement. On oppose la spéculation au placement, en disant que la première tend à la réalisation de bénéfices en profitant de la différence des cours, tandis que le second cherche un rendement stable et relativement élevé. Cette vue ne peut être admise en principe, car le capitaliste place ses fonds en tenant compte aussi bien des bénéfices résultant d'une différence éventuelle des cours que du rendement.

Une distinction meilleure est celle qui remonte aux sources des capitaux, selon que les titres sont achetés au moyen de capitaux propres ou à l'aide du crédit. La principale différence entre ces deux genres de demande réside dans le fait que l'achat de titres à crédit comporte la revente obligatoire de ces mêmes titres, et c'est cette contrainte qui donne à l'achat à crédit le caractère spéculatif de la transaction commerciale.

#### *a) L'influence de la position technique.*

La Bourse connaît les engagements effectifs et les engagements spéculatifs, dont les derniers constituent la part la plus importante. S'il en était autrement, la Bourse ne serait pas à même de remplir ses fonctions économiques. Parmi les engagements spéculatifs, on distingue ceux à la hausse et ceux à la baisse. Si les positions à la hausse l'emportent sur les positions à la baisse, la tendance est celle d'une aug-

mentation dans l'offre future en titres; si au contraire les positions à la baisse l'emportent, la tendance est à une augmentation dans la demande future en titres. La relation entre ces deux positions s'appelle la position technique.

Ainsi l'offre totale en titres comprend: les ventes effectives, les ventes spéculatives (en spéculant à la baisse, sans livraison de titres) et les ventes spéculatives pour balancer les engagements à la hausse (Glattstellung). De même, la demande totale en titres comprend: les achats effectifs, les achats spéculatifs (engagements à la hausse) et les achats spéculatifs pour balancer les engagements à la baisse.

Il est clair que si les engagements spéculatifs sont grands, la conception générale ne peut être modifiée sans que la relation entre achats et ventes effectifs soit changée. D'autre part, l'offre et la demande effectives ne peuvent influencer les cours si en même temps des transactions spéculatives ont lieu en direction opposée.

La contradiction qu'on constate souvent entre l'évolution économique et le mouvement des cours est le plus souvent la cause d'influences spéculatives. Ainsi, lorsque les cours baissent malgré une évolution économique favorable et un marché du crédit liquide, ou si les cours montent quand la perspective économique et les marchés du crédit sont défavorables.

Pour connaître exactement l'influence de la position technique sur les cours, il faudrait se faire une idée de la relation entre les échanges effectifs et les échanges spéculatifs. Mais comment mesurer les engagements spéculatifs? Il y a deux méthodes: la méthode directe et la méthode indirecte.

1. La méthode directe. On se sert de statistiques de la grandeur des engagements effectifs et spéculatifs aux termes de liquidation.

2. La méthode indirecte. On observe les symptômes.

a) On observe le taux d'intérêt des crédits boursiers. Plus grands sont les engagements à la hausse, plus grand est le volume du crédit pour la prolongation, et le taux de prolongation a une tendance à la hausse. Mais les taux de report ne s'orientent pas seulement d'après la demande de crédit, ils dépendent aussi du niveau général des taux d'intérêts. Pour l'estimation des engagements, il faut toujours se rendre compte aussi des changements dans la relation entre le taux de report et les autres taux d'intérêts du marché monétaire. Cependant dans une

économique en progrès, l'observation du marché du crédit ne peut donner que des conclusions très relatives en ce qui concerne l'établissement de la position technique.

b) On étudie la relation entre les cours des papiers spéculatifs et ceux des papiers qui sont moins propres à la spéculation. Partout où il y a un marché à terme et un marché à vue, on compare ces deux marchés. Cependant une telle comparaison n'aurait de sens pour démontrer l'influence de la spéculation qui si, seules, les opérations à terme se prêtaient à la spéculation, et que les opérations à vue représentaient le placement effectif. Et encore, les papiers qui n'ont pas les mêmes particularités ne montreraient jamais la même évolution des cours, même s'ils étaient traités sous la même forme commerciale. «Es ist leicht zu beweisen, daß die Kurse der Terminpapiere sich gleichmäßiger bewegen als die Kurse der Kassapapiere und umgekehrt. Alles hängt von der Wahl der Papiere ab.»<sup>25)</sup> La comparaison du marché à terme avec celui à vue n'a également qu'une importance relative pour l'estimation de la spéculation sur la formation des cours.

*b) L'influence de la forme commerciale.*

Nous entendons par la forme commerciale la manière de spéculer à vue ou à terme. Il est intéressant de voir comment les praticiens et les auteurs jugent l'importance de la forme commerciale en général et spécialement leur influence sur la formation des cours. Les uns, qui se recrutent surtout parmi les cercles boursiers, prétendent que le commerce à terme aurait tendance à amoindrir les fluctuations des cours, tandis que les autres, parmi lesquels on trouve les adversaires de la Bourse et aussi des économistes, sont d'avis qu'il accentue au contraire les fluctuations des cours<sup>26)</sup>. Quelle est en réalité l'influence de la forme commerciale? Les effets ne sont pas uniformes. Selon les circonstances, le commerce à terme peut accentuer ou diminuer les fluctuations. Dans la règle on peut admettre que son influence est si minime qu'il ne vaut pas la peine d'en parler. Le commerce à terme n'a d'influence que lorsqu'il est la cause d'une augmentation des échanges spéculatifs ou d'une concentration de la spéculation sur des titres principalement traités à terme.

<sup>25)</sup> Göppert: Ueber das Börsentermingeschäft in Wertpapieren, p. 65.

<sup>26)</sup> Argentarius (pseudonyme de Lansburgh): Die Börse, p. 62.

La forme commerciale varie selon la liquidité du marché monétaire et les habitudes des spéculateurs. Comme le crédit ne fait jamais défaut, le public, qui spéculé de préférence à la hausse, est indifférent à la forme commerciale. Le spéculateur professionnel, qui spéculé aussi bien à la hausse qu'à la baisse, est plutôt pour le commerce à terme, surtout quand il y a manque de titres. Il est possible en effet que le commerce à terme provoque une augmentation de la spéculation des professionnels. Cette augmentation fait monter les échanges, ce qui peut inciter le public à spéculer à terme et à agrandir encore les échanges. Mais nous n'en savons pas plus en ce qui concerne l'influence sur la formation des prix. Car la spéculation professionnelle, qui peut spéculer avec le public, contre lui, ou sans lui, peut influencer les cours dans un sens ou dans l'autre.

## B. LA FORMATION DES PRIX SUR LE MARCHÉ DES OBLIGATIONS

### *a) La tendance vers l'équilibre.*

En comparant les fluctuations du marché des actions avec celles du marché des obligations on remarque d'emblée que les fluctuations du premier sont beaucoup plus grandes que celles du second. Pour en connaître la cause il faut voir la caractéristique, la nature de l'obligation.

L'obligation est une reconnaissance de dette, un papier de crédit partiel, dont l'acheteur est le créancier, l'émetteur le débiteur. La rémunération est fixe contrairement à ce qui se passe pour l'action, et le créancier a généralement droit au remboursement. La différence principale entre l'action et l'obligation consiste dans le fait que pour les actionnaires le paiement des intérêts est variable, tandis que pour les obligataires, l'intérêt est fixe durant toute la période que court l'obligation. Si le débiteur a une dénonciation anticipée, la dette peut être remboursée avant le terme fixé dans le contrat, ce qui peut donner lieu à une conversion dans un emprunt avec un taux d'intérêt plus bas ou plus élevé selon la situation du marché du crédit. Tandis que sur le marché des actions, le facteur de rendement influence les cours des actions dans une mesure prépondérante, il n'en peut être ainsi sur le marché des obligations. Le facteur de rendement y joue tout de même un rôle, mais beaucoup plus modeste que sur le marché des actions.

Si le rendement nominal est constant, il n'en va pas de même pour le rendement réel ou effectif. Du fait que le payement des intérêts s'effectue toujours sur la valeur nominale, tandis que l'émission se fait souvent au-dessus ou au-dessous du pair, dès le début le rendement effectif ne correspond rarement au rendement nominal. La grandeur du taux d'intérêt que l'émetteur veut accorder est en dépendance étroite avec le rendement des obligations du même genre. Ainsi dans une période de dépression ou de reprise, la demande augmente

sur le marché des obligations, ce qui fait monter les cours et baisser le rendement effectif. Par conséquent, le taux nominal d'une nouvelle émission devrait être adapté au rendement effectif des anciennes obligations. Ce phénomène n'a d'ailleurs rien d'extraordinaire lorsqu'on considère le taux d'intérêt en fonction de l'offre et de la demande de crédit. Sur cette question, la théorie n'est cependant pas unanime. Si le taux d'intérêt est déterminé par la relation entre l'offre et la demande de crédit, il est clair que l'augmentation de la demande sur le marché des obligations, qui correspond à une augmentation de l'offre de capitaux, tend à diminuer le taux d'intérêt.

Tandis que la valeur nominale des actions n'exerce aucune influence sur le cours des actions, la valeur nominale des obligations influence ses cours, à cause du remboursement qui s'effectue toujours au pair. Plus le terme de remboursement approche, plus la valeur des cours s'approche de la valeur nominale. C'est une autre raison pourquoi les fluctuations s'éloignent moins fortement de la valeur nominale des obligations.

Les cours des obligations dépendent aussi du degré de risque, lequel dépend, de son côté, de la situation financière et commerciale de l'entreprise ou de la corporation publique et de la situation économique. Mais outre ces éléments qui influencent la sécurité de ces titres, le cours des obligations est en relation intime avec le marché du crédit, à longue comme à courte échéance.

La tendance des taux du marché financier et du marché monétaire à se mouvoir en harmonie est bien connue, et l'on admet généralement que les prix des capitaux à court et à long terme sont en intime relation, quoique la nature précise de cette relation ne soit pas toujours reconnue, malgré les recherches de Mr. Halm <sup>1)</sup> sur ce sujet. On n'a pas non plus établi clairement si le mouvement des taux du marché monétaire est le facteur immédiat qui fait changer les taux du marché financier <sup>2)</sup>, ou si les mouvements des deux genres de taux sont motivés par une cause commune <sup>3)</sup>. En présence de cette

---

<sup>1)</sup> Halm: op. cit.

<sup>2)</sup> Chamberlain and Edwards: op. cit., p. 580: «In a period of rising interest rates . . . the market price of bonds will tend to decline in direct proportion to the element of pure interest involved in the return of the securities . . . irrespective of their credit position.»

<sup>3)</sup> Owens and Hardy: op. cit., p. 173: «It seems at least as reasonable to suppose that the declining interest rates of short term money and the advancing prices of bonds are both effects of a common cause.»

divergence d'opinions, nous sommes d'avis que toutes deux ont quelque chose de vrai. Il y a, dans le marché du crédit, des connexions évidentes, qui tendent à harmoniser les mouvements des taux à court et à long terme; mais il y a aussi des mouvements des taux d'intérêts qui ne peuvent pas être expliqués par cette relation. On doit donc admettre qu'il y a d'autres facteurs qui affectent l'un ou l'autre ou les deux types de taux d'intérêts, en produisant des résultats tantôt semblables, tantôt contraires.

Les mouvements des taux à court et à long terme tendent à s'harmoniser parce que, dans certaines limites, les capitaux à court et à long terme donnent à l'emprunteur différentes méthodes d'acquisition et au prêteur différentes méthodes d'investissement. Quand les taux à long terme sont relativement élevés, les emprunteurs demandent des capitaux à court terme, et les prêteurs tendent à investir dans le marché à long terme. Par conséquent, l'espace entre les deux taux d'intérêts doit s'amoinrir.

Il y a naturellement plusieurs facteurs qui affectent les taux d'intérêts. L'activité des affaires, le tempérament du peuple, les mouvements d'or, la politique des banques centrales, la grandeur des réserves du système bancaire, pour n'en citer que quelques-uns. Quoique chaque facteur influence les taux d'une manière différente et avec une intensité différente, le mécanisme que nous venons de montrer plus haut, servant à harmoniser les mouvements des taux d'intérêts, tend à empêcher ces différents facteurs de produire des mouvements divers dans les taux d'intérêts.

#### *b) Les facteurs personnels.*

C'est pour des raisons d'ordre et de clarté que nous avons jugé préférable de ne parler de ces facteurs que maintenant, quoique leur influence se manifeste aussi bien sur le marché des actions que sur celui des obligations.

Nous entendons par facteurs personnels l'influence qui émane des diverses personnes ou groupes de personnes qui achètent et vendent à la Bourse. Nous acceptons la classification de Prion <sup>4)</sup> comme celle qui tient compte le mieux de la qualité des personnes, leur connaissance du marché et leur pouvoir d'achat.

<sup>4)</sup> Prion: op. cit., p. 2°

D'après cet auteur, les personnes qui participent aux affaires boursières se classent en trois catégories :

1. Les banques, comme émetteurs de titres;
2. Les capitalistes, qui achètent les valeurs pour placer leurs fonds;
3. Les spéculateurs, qui cherchent à tirer bénéfice des fluctuations des cours.

#### 1. L'influence des banques.

Les banques s'occupent de l'émission des valeurs mobilières et en font le commerce pour leur propre compte et pour le compte d'autrui; de plus, elles sont les prêteurs de fonds pour la spéculation. De par ces fonctions, elles ont une certaine influence sur la formation des cours des papiers-valeurs.

Les corporations publiques et les sociétés privées sont les producteurs de valeurs mobilières. Celles-ci sont émises par l'intermédiaires des banques. Une nouvelle émission a lieu aux conditions qui correspondent au rendement des valeurs du même genre. Souvent on émet à des conditions un peu plus favorables, surtout quand l'aisance du marché du crédit laisse à désirer et que l'émission court le risque de ne pas être entièrement souscrite. Dans ce cas, le cours d'introduction à la Bourse sera établi un peu plus haut que le cours de l'émission, afin qu'une certaine offre prenne place et permette quelques échanges. La disparité éventuelle entre le rendement de la nouvelle obligation et celui des anciennes obligations du même genre donnera naissance à des fluctuations des cours, jusqu'à ce que l'équilibre des rendements soit établi. Peu après l'introduction de l'obligation à la Bourse, le nouveau cours se trouve en équilibre avec les autres cours. C'est alors par l'intervention des spéculateurs et des banques que les cours continuent à fluctuer. Les banques ne sont en général pas inéressées aux fluctuations des cours, mais aux cours élevés, à cause du crédit d'émission. Si les banques ne trouvent pas assez d'acheteurs, elles retiennent les ventes, de façon à n'émettre qu'une partie, gardant le reste pour quand la situation sera devenue plus favorable. En retenant l'offre, elles font hausser les cours, ce qui apparaît dans le fait que le premier cours est généralement plus élevé que le prix de l'émission. Pour les banques cela constitue un bénéfice. L'intérêt des banques peut être ou bien de faire de grands bénéfices par l'émission ou bien de posséder

une clientèle durable, ce qui les oblige à fixer les premiers cours au niveau correspondant à la valeur réelle des titres. C'est dans les périodes d'inflation que le danger est grand de voir les banques profiter pour faire des bénéfices de la demande exagérée d'après les valeurs de substance. C'est cependant une politique à courte vue, et le public qui s'est fait prendre se le rappellera quand les temps auront changé.

Il peut arriver que les cours baissent même après une émission entièrement souscrite. Cela provient souvent de ce que les titres furent achetés en grande partie par des spéculateurs et revendus après l'introduction, ce qui oblige les banques à les racheter, parce qu'elles sont intéressées aux cours élevés. Au lieu de vendre les titres qu'elles ont acheté elles-mêmes, les banques sont obligées d'acheter souvent à un cours plus élevé, ce qui les prive du bénéfice de l'émission. Quoiqu'un grand nombre de ces souscriptions spéculatives ne soient pas dans l'intérêt des banques, il est indifférent du point de vue économique, si ce soient les banques ou les spéculateurs qui fassent les bénéfices. L'intervention de la spéculation augmente les échanges, elle rend ainsi les titres plus liquides.

Plus importante est l'influence des banques provenant du commerce journalier des valeurs mobilières à la Bourse. Elles ont intérêt à surveiller constamment leurs papiers et à acheter et vendre pour régler l'offre et la demande. Ce n'est pas toujours facile: d'une part les cours ne doivent pas fluctuer, pour ne pas inquiéter les possesseurs de titres, d'autre part les achats et les ventes ne peuvent souvent se faire qu'à perte.

Chaque papier est surveillé attentivement par une ou plusieurs banques, qui s'occupent de l'évolution de son cours; car il est impossible que l'offre et la demande soient toujours de la même grandeur. Ces fluctuations peuvent souvent être annulées par l'action des banques. Si les banques tirent de cette intervention un avantage personnel, cet avantage réside dans le fait que les titres peuvent toujours être achetés et vendus sans grandes fluctuations des cours. L'inconvénient de cette fonction c'est que les cours peuvent être influencés d'une manière volontaire; ils peuvent ainsi s'éloigner pour un certain temps de leur valeur réelle.

L'intervention des banques pour surveiller les cours est une question fort discutée, surtout dans les cercles boursiers. La question est

plus facile à poser qu'à résoudre. Le président d'un institut de crédit français a dit: «Soutenir les cours, c'est fausser les cours»; cette observation n'est pas juste dans tous les cas. Si les banques soutiennent les cours qui ont fait l'objet de transactions spéculatives exagérées, il n'y a rien à reprendre à cette intervention, puisqu'elle contribue à rétablir le prix effectif du titre. Par contre les interventions qui ont pour but de fausser la tendance de fond du marché sont mauvaises. D'ailleurs de telles opérations ne peuvent atteindre leur but que passagèrement.

Plus l'offre et la demande non limitées sont grandes, plus il est facile pour les banques d'influencer les cours, par exemple en limitant les échanges aux cours fixés par elles. On est arrivé à restreindre l'influence du banquier sur la formation des cours grâce à la limitation par le public spéculateur. Cependant la limitation n'est pas sans inconvénient; car des ordres restent souvent inexécutables, si le banquier a la possibilité de fixer les cours un peu plus haut ou plus bas que la limitation.

Enfin les banques exercent une influence sur la formation des cours par la manipulation des taux pratiqués par la spéculation, dont nous avons vu les effets sur les cours au paragraphe des facteurs de crédit.

## 2. L'influence des capitalistes.

Ce sont les personnes qui achètent les valeurs mobilières comme placement durable de leurs propres fonds. La notion de capitaliste n'est peut-être pas très heureuse, car ce mot est encore utilisé dans un autre sens. C'est pourquoi la littérature anglaise a remplacé ce terme par celui de «investor». Comme ce n'est pas un terme familier dans la langue française, nous garderons cependant le terme de capitaliste, tout en précisant que nous le prenons strictement au sens indiqué ici.

Les capitalistes investissent à longue échéance, et les fluctuations des cours ne les intéressent que secondairement, souvent comme une source d'inquiétude; d'abord parce que les capitalistes s'intéressent à des papiers au rendement élevé, et ensuite parce qu'ils achètent là où les cours ont une tendance à la hausse, en d'autres termes, ils cherchent la sécurité. En cette qualité ils se rapprochent des spéculateurs et spécialement du public spéculateur. Les capitalistes gardent leurs titres longtemps, bien qu'en période de prospérité, il leur arrive aussi de vendre

pour réaliser des bénéfices. Le fait qu'ils gardent leurs titres, même en périodes de trouble, est un grand avantage pour la formation des cours. Car toute spéculation à la baisse est vouée à l'échec si elle ne réussit pas à décider les propriétaires à vendre leurs titres. Les capitalistes peuvent ainsi contribuer au nivellement des cours. Dans une période de «boom» également, quand le public et les spéculateurs professionnels spéculent tous deux à la hausse, seuls les capitalistes sont capables de freiner. Ils sont de plus fort intéressants pour les banques lors d'une émission: le succès d'une émission peut dépendre si les titres sont achetés par des capitalistes ou par des spéculateurs.

En examinant l'influence des capitalistes sur la formation des cours, il faut distinguer entre le public capitaliste, qui ne connaît généralement pas la situation économique, pas plus que la situation financière des entreprises, et d'autre part les «insiders». Les premiers investissent suivant les conseils donnés par les banques; il est ainsi facile au banquier de placer les titres qui l'intéressent, lui, et l'histoire des émissions nous apprend que le public a souvent subi des pertes sur des titres que lui avaient été recommandés par les banques.

Si l'influence du public capitaliste sur la formation des cours n'est donc pas considérable, les avis divergent en ce qui concerne les «insiders». A notre avis, la question dépend de la concentration des capitaux. L'«insider» qui ne possède que quelques titres ne peut pas influencer les cours par ses transactions. Tout autre est l'influence des industriels capitalistes ou des conseillers d'administration riches en capital, quand par exemple ils cherchent à prendre de l'influence sur une autre industrie. Cette influence commence avec l'acquisition d'une participation, qui octroie un fauteuil au conseil d'administration. L'influence se développe ensuite par des achats périodiques d'actions, exécutés souvent par des hommes de paille, jusqu'à ce que la majorité soit atteinte. De tels achats ont naturellement la tendance à faire monter les cours.

Ainsi les capitalistes ne contribuent pas seulement au nivellement des cours, mais aussi, ils provoquent des fluctuations qui ne correspondent pas toujours à la situation commerciale et financière des entreprises.

### 3. L'influence des spéculateurs.

Pour compléter ce que nous avons dit plus haut de la spéculation, considérée dans son action sur les cours, ajoutons quelques mots sur les diverses personnes qui spéculent et, par là, influencent les cours. Les spéculateurs cherchent à tirer bénéfice des écarts temporaires des cours; leurs intérêts sont donc très différents de ceux des capitalistes. Ce sont les fluctuations des cours qui intéressent d'abord le spéculateur, non la rentabilité ni la sécurité; ces éléments, ainsi que la situation économique et le marché monétaire l'intéressent, mais indirectement, parce qu'ils contribuent à former les cours. C'est pourquoi la querelle sur la justification de la spéculation, qui dure encore de nos jours, ne saurait être vidée tant que l'on considère la spéculation comme une masse homogène, dont les caractères seraient les mêmes toujours et partout. La terminologie en usage dans la presse et aussi dans la littérature prête souvent à confusion; il faut donc distinguer entre spéculation professionnelle ou spéculation tout court et spéculation non professionnelle ou du public.

#### a) Le spéculation professionnelle.

Cette spéculation peut être utile ou non. Elle est utile quand, par exemple, dans une période de dépression, des spéculateurs ont acheté des actions d'entreprises mal en point dont ils prévoyaient le redressement avec une amélioration de la situation économique. Ces entreprises, dont les fondements techniques et commerciaux étaient solides furent assainies et sauvées d'un désastre complet. Sans doute, ces spéculateurs ont risqué leurs fonds et surtout leur personnalité, on ne peut donc leur faire un reproche s'ils ont pu revendre ensuite leurs titres avec de grands bénéfices.

Par contre, cette spéculation devient malsaine quand elle cherche à tromper le public afin de réaliser des bénéfices.

Quelle est l'influence de la spéculation professionnelle sur les cours? En intensité, cela dépend de son volume: l'influence croît si la conjoncture boursière est ferme, elle diminue lorsque celle-ci est faible. Quant à la nature de cette influence, c'est-à-dire si la spéculation réduit ou amplifie les fluctuations, il n'est pas possible de répondre uniformément. C'est avant tout une question de morale boursière.

En principe, la spéculation diminue les fluctuations par l'anticipation sur les futurs mouvements des prix. La spéculation est économiquement utile quand elle spéculé à juste titre, c'est-à-dire conformément à la valeur intrinsèque des titres. Mais comme l'utilité économique et l'intérêt personnel ne coïncident pas nécessairement, la spéculation peut également aggraver les fluctuations des cours. L'influence de la spéculation ne peut être déterminée uniformément, parce qu'elle se compose d'une masse hétérogène, où les personnes ont des connaissances du marché différentes et des intentions diverses. La spéculation professionnelle profite de l'ignorance du public; elle n'agit pas toujours selon ce qui serait «juste»; mais il lui arrive aussi de laisser la conduite au public et de prendre temporairement le rôle de suivant. La spéculation, même en connaissance d'exagération, ne s'engage pas contre le public quand elle peut espérer des gains en suivant les engagements du public.

b) La spéculation non professionnelle.

Il faut distinguer trois groupes: d'abord les industriels, les directeurs et les conseillers d'administration; ensuite les directeurs et les employés des banques; enfin le public.

Le premier groupe connaît le mieux la situation des entreprises. Ces personnes sont donc dans une situation privilégiée; leur influence peut être relativement grande pour la formation des cours.

Les banquiers font souvent les mêmes transactions que les personnes du premier groupe. Mais il est difficile de justifier la spéculation des employés de banque, car elle se fait souvent au détriment du public.

Le public est la condition sine qua non de la spéculation, car sans public pas de spéculation. En général, le public ne comprend pas grand'chose aux affaires de la Bourse; il ne connaît pas non plus la situation financière des entreprises. Il doit s'orienter chez son banquier ou chez des industriels ou bien il spéculé en comptant sur son flair ou sur la chance. Ces clients ne sont pas des spéculateurs mais des joueurs, dont la place serait plutôt à la table d'un casino. Le public joue le rôle passif de celui qu'on cherche à influencer en le poussant à l'achat ou à la vente. Le plus souvent il croit que les cours reflètent l'image fidèle de la valeur des titres. Si la valeur réelle monte il croit que les cours doivent suivre le mouvement; il achète, oubliant souvent

que la hausse est également provoquée par ses achats. C'est lui qui achète le dernier, et, pour finir, il reste assis sur les cours élevés.

Ajoutons encore quelques mots sur la spéculation au moyen des obligations. La grande stabilité des cours, dont nous avons parlé, n'est pas favorable à la fantaisie de la spéculation. C'est seulement quand la sécurité est ébranlée, ou si les taux du marché du crédit sont instables, que la spéculation s'intéresse davantage aux emprunts. Alors les obligations peuvent subir des fluctuations relativement grandes. Prenons l'exemple de l'obligation standard suisse, le 3<sup>1</sup>/<sub>2</sub> % CFF, série A-K, qui atteignait au commencement de la guerre de 1914 le cours minimum de 53,90<sup>5)</sup>.

Les obligations suisses sont en général bien placées et ne sont par conséquent pas favorables à la spéculation. Aussi longtemps que la structure économique et politique ne change pas, la spéculation sur le marché des obligations ne saurait s'animer.

---

<sup>5)</sup> Lüscher R.: Die Entwicklung der schweiz. Börsen seit 1914 mit besonderer Berücksichtigung der Basler Börse, dans «Zeitschrift für schweizerische Statistik und Volkswirtschaft», Jahrgang 1926, p. 8.

## Chapitre II

### Les fluctuations des cours dans les cycles économiques

#### PRELIMINAIRES

Le présent chapitre ne prétend être autre chose qu'une analyse raisonnée mais empirique du marché des titres dans les cycles économiques. Des deux parties en présence, le marché de titres est ici, comme au premier chapitre, la partie passive: il est soumis à des fluctuations d'ordre cyclique.

Pour pouvoir déterminer ces fluctuations des cours, nous devons d'abord connaître les symptômes propres à chaque phase, puis, nous devons admettre un des schémas cycliques.

En ce qui concerne les symptômes, le cadre de notre travail ne permet pas d'en donner une explication. Nous nous en dispensons d'autant plus facilement que toutes les théories des cycles sont approximativement d'accord sur ce point.

Pour le problème technique, nous acceptons le schéma des phases cycliques du professeur Haberler <sup>1)</sup>, qui distingue quatre phases ou plutôt les deux phases et les deux points de renversements suivants:

1. La phase ascendante (phase de prospérité ou expansion),
2. La phase descendante (phase de dépression ou contraction),
3. Le renversement de la courbe ascendante, c'est-à-dire le passage de la prospérité à la dépression (la crise au sens technique),
4. Le renversement de la courbe descendante, c'est-à-dire le passage de la dépression à la prospérité (la reprise),

Nous procéderons ainsi: après avoir déterminé pour chaque phase les symptômes caractéristiques, nous analyserons les chiffres d'émission sur les deux marchés, puis l'évolution des cours; enfin nous signa-

---

<sup>1)</sup> Haberler: Prospérité et dépression, p. 301/302.

lerons brièvement l'activité de la spéculation; cette dernière question étant traitée au chapitre suivant.

*1. L'évolution des cours des valeurs mobilières dans la phase descendante.*

Parmi les symptômes de la dépression la baisse de la production saute aux yeux. Les affaires sont mauvaises, le pessimisme règne. L'épargne, qui devrait servir à l'investissement, reste improductive. L'offre en capital est grande, mais la demande fait défaut, de sorte que le niveau des prix tendant à la baisse. Tout cela fait que les taux d'intérêts sont bas. Les marchés du crédit sont liquides, spécialement le marché monétaire, ce qui fait baisser le taux de l'escompte plus que les taux à long terme. A mesure que le pessimisme diminue cette différence entre les deux taux d'intérêts décroît, et les achats d'obligations et d'actions de première qualité font monter légèrement les cours.

Si l'on considère le chiffre des émissions sur le marché des obligations, on voit que ce sont surtout les taux relativement bas et la demande accrue de valeurs sûres qui stimulent ces émissions. C'est alors que l'émission d'obligations peut dépasser celle des actions<sup>2)</sup>. En outre l'émission d'obligations est favorable à l'émetteur parce que les taux bas permettent d'émettre à des cours relativement élevés. En outre, il faut signaler qu'une grande partie de ces émissions sont faites pour consolider des dettes déjà existantes.

Sur le marché des actions, la situation est tout autre. On sait que dans cette période les besoins de capitaux sont minimes. Aussi les changements d'entreprises privées en sociétés anonymes sont rares; car, d'une part, les cours d'émission pour les actions sont relativement bas, et d'autre part, il manque la demande: il n'y a pas d'acheteurs pour les actions, car le rendement en est bas.

Nous avons vu que l'évolution des cours des obligations dépend dans une large mesure des taux d'intérêts. Comme ceux-ci sont bas, les

<sup>2)</sup> Spiethoff A.: «Krisen» dans «Handwörterbuch der Staatswissenschaften», 4e édition, p. 33.

cours sont relativement élevés. Cette tendance sera encore accrue par la demande venant d'une part de la spéculation, d'autre part des capitalistes, qui cherchent avant tout la sécurité. Les cours des obligations peuvent donc avoir une légère tendance à la hausse.

Les actions, pour lesquelles le facteur de rendement joue le rôle prépondérant dans la formation des cours, ont une tendance à la baisse<sup>3)</sup>. Et si certaines entreprises versent des dividendes relativement élevés grâce à leur politique des dividendes, cet état de chose ne suffit généralement pas à tromper le public.

La spéculation est faible; cependant elle n'est pas tout à fait morte. Car les banques y voient alors l'unique source de placement pour l'épargne. Quoique le public s'abstienne de la Bourse, pour laquelle il a une grande méfiance, la spéculation professionnelle reprend, ce qui fait monter les échanges. Les bilans des banques montrent des postes de report et des lombards croissants. C'est dans cette période que la spéculation sur les obligations devient quelque peu intéressante.

## 2. *Dans la reprise.*

La reprise, qui peut avoir les causes les plus diverses, est caractérisée par la fin de la stagnation, qui fait place à une animation plus grande des affaires. Le pessimisme disparaît lentement, et l'optimisme naissant encourage les entrepreneurs à faire de nouveaux investissements. C'est le moment où la baisse des prix a pris fin. Les taux du marché monétaire, qui étaient à un niveau très bas, y restent ou ne montent que très lentement. Le marché financier, lui aussi, est très liquide, et ses taux d'intérêts ne montent généralement pas encore, malgré la demande croissante.

La situation est extrêmement favorable pour de nouvelles émissions d'obligations et d'actions. Tandis que, dans la première partie de cette période, la demande est plus grande sur le marché des obligations que sur le marché des actions, vers la fin de cette période, le public commence à investir en actions, et de plus en plus à mesure qu'il prend conscience du relèvement économique. Les émissions, dont le chiffre est élevé, ne servent plus seulement, comme c'était le cas

---

<sup>3)</sup> Cassel G.: op. cit., p. 560.

dans la dépression, à consolider des dettes, mais dans une large mesure à l'augmentation de la production.

Dans cette situation, quelle est l'évolution des cours des obligations et des actions? Logiquement la hausse des bénéfices des entreprises et la diminution de la prime de risque, ainsi que l'aisance du marché du crédit doivent renforcer la demande sur le marché des actions: celui-ci s'oriente à la hausse, ce qui ne veut pas dire que le marché des obligations ait nécessairement à souffrir de cet état, et que son évolution soit par là orientée à la baisse. Il est probable que la demande croissante sur le marché des actions aille au détriment de la demande sur le marché des obligations. Cependant l'extrême liquidité du marché du crédit permet l'alimentation des deux marchés, de sorte que le marché des obligations n'évolue généralement pas dans un sens contraire à celui des actions.

Dans la reprise, la spéculation se ranime, et elle peut être très vive vers la fin de cette phase. A mesure que la situation économique s'améliore et que les bénéfices des entreprises augmentent, la spéculation professionnelle s'orient du marché des obligations vers celui des actions d'autant plus que la spéculation sur le premier devient moins avantageuse à cause de la stabilisation des taux d'intérêts. Les banques la favorisent aussi en ce que, n'étant pas encore à même d'investir suffisamment du capital-épargné par des crédits directs, elles donnent facilement des crédits boursiers.

Cette spéculation se pratique d'abord uniquement entre professionnels; mais vers la fin de la phase, la hausse des cours incite le public à spéculer aussi. Toutefois, au début, son influence n'est pas encore bien grande sur la formation des cours; ce n'est qu'à la fin que les bilans des banques montrent des postes de report et de lombard relativement élevés.

### *3. Dans la prospérité.*

C'est la période qu'on désigne dans le langage commun comme celle de «bonne conjoncture». La situation économique est caractérisée par une forte augmentation de la production et par une augmentation de la masse monétaire. Comme l'augmentation de la masse de monnaie

en circulation fait monter les revenus, et par conséquent le pouvoir d'achat, et que la production se développe aussi, exigeant de nouveaux investissements, les prix tendent à monter. Le marché du crédit, qui était liquide, commence à se rétrécir; l'épargne, quoiqu'en hausse, suffit de moins en moins à la demande de capitaux, de sorte que le volume du crédit va croissant, à cause de l'augmentation des échanges et des prix. Sur le marché monétaire, les taux d'intérêts s'élèveront si cette hausse n'est pas entravée par la politique bancaire.

A mesure que la prospérité continue, le marché du crédit devient moins aisé à cause de la demande croissante de l'économie. En conséquence les cours des obligations marquent une tendance à la baisse ou du moins à la stagnation, tendance renforcée encore par la hausse du taux d'intérêt capitalisé, de sorte que l'émission des obligations diminuera, vu leur rentabilité défavorable en comparaison des bénéfices de l'économie, effectivement réalisés ou simplement estimés.

Toutefois les obligations des industries peuvent faire exception. En effet vers la fin de la prospérité les entrepreneurs préfèrent souvent émettre des obligations, car du moment que les bénéfices n'augmentent plus l'émission de nouvelles actions causerait des pertes aux anciens actionnaires <sup>4)</sup>.

Dans la première partie de la prospérité, l'émission d'action va croissant. Les besoins effectifs de l'industrie en capitaux, le climat favorable à l'émission des actions, provoqué par l'augmentation croissante des bénéfices et reflété par des cours d'émission relativement élevés, la situation défavorable sur le marché des obligations, laissent prévoir les chiffres d'émission les plus élevés de toutes les phases <sup>5)</sup>. A mesure que le marché du crédit se contracte, une diminution des chiffres d'émission doit s'ensuivre. On notait autrefois l'échec des émissions d'obligations comme typique de cette phase. Aujourd'hui où les banques souscrivent ferme, en ne fournissant au marché que les titres qui pouvant être absorbés par lui, un tel échec n'est plus possible; le signe le plus visible de cette contraction est la diminution des émissions d'obligations et la baisse des cours moyens d'émission.

L'émission des obligations dépend de l'évolution des taux du marché du crédit. Les cours ont une tendance à la baisse, tandis que le rendement s'améliore. Cette évolution qui est justifiée économique-

<sup>4)</sup> Weber Ad.: *Depositbanken und Spekulationsbanken*, p. 254.

<sup>5)</sup> Gunzert: *op. cit.*, p. 29.

ment, mais qui se fait au détriment des débiteurs, parmi lesquels se trouve en premier lieu l'Etat, a été entravée ces dernières années par la politique de l'argent à bon marché. Ce n'est pas trop dire que constater que nous récoltons aujourd'hui largement les fruits de cette politique «bienfaitrice».

Comme nous l'avons vu, les cours des actions ont une tendance à la hausse. Cette hausse des cours est justifiée jusqu'à un certain point; car les affaires marchent bien et les bénéfiques augmentent. Nous disons jusqu'à un certain point seulement, car la spéculation contribue aussi pour sa part à cette hausse des cours. Et ce n'est pas seulement le public, mais encore les spéculateurs professionnels qui font monter les cours au-dessus de la valeur effective des titres.

La spéculation à la hausse sur les actions est vive au commencement de la prospérité; elle diminue selon Gunzert à mesure qu'on approche de la crise, ce qui se manifeste par une diminution des crédits boursiers dans les bilans des banques <sup>6)</sup>.

C'est seulement vers la fin de la prospérité, quand la hausse des taux du marché monétaire et d'autres signes laissent prévoir un changement de la situation économique que les spéculateurs professionnels s'engagent à la baisse. Le public, qui généralement ne se rend pas compte du changement de la situation économique, continue ses engagements à la hausse, d'autant plus que la hausse des dividendes continue. Vers la fin du «boom», quand le marché du crédit a perdu toute liquidité, il arrive que les propriétaires d'actions soient réduits à vendre leurs titres pour se procurer des disponibilités. Souvent ces titres sont alors rachetés au moyen de monnaie déthésaurisée, et la baisse des cours qui en résulte des ventes massives sera encore renforcée par les engagements à la baisse des spéculateurs professionnels. La baisse des cours sera d'autant plus grande qu'à ce moment les acheteurs feront défaut.

#### 4. Dans la crise.

La crise est la phase ou le point de renversement caractérisé par le passage de la tendance à la hausse à la baisse. C'est la baisse de la production et des prix, renforcée encore par la politique des banques,

---

<sup>6)</sup> Gunzert: op. cit., p. 30.

qui, pour garder leur liquidité, restreignent le volume du crédit. Alors se produisent en grand nombre les suspensions de paiements et les faillites. Sans parler de leurs répercussions économiques, ces faillites sont extrêmement défavorables pour le marché des titres, parce qu'elles aggravent la méfiance et mettent en danger la situation financière d'entreprises même parfaitement saines.

L'épuisement du marché des capitaux surcharge le marché monétaire, dont les taux atteignent le maximum. Abstraction faite du manque de capital, ce sont la confiance et le désir d'investir à longue échéance qui font ici défaut. Seuls, les titres relativement sûrs (obligations d'Etat) sont encore achetés; mais vu les conditions défavorables, (cours bas et taux d'intérêts élevés) les émetteurs renoncent en attendant une situation plus favorable.

Pour les actions les perspectives d'émission sont encore plus défavorables. On enregistre les cours les plus bas de toutes les phases, d'une part parce qu'on se méfie de l'avenir et d'autre part à cause du facteur de capitalisation très élevé.

L'évolution des cours des obligations sera orientée à la baisse; et seule la fuite dans les valeurs réelles, dans des valeurs qui paraissent sûres, empêche une baisse encore plus grande. Mais ces achats ne suffisent pas à renverser ni même à arrêter la tendance générale.

La baisse des cours des actions est encore plus grande que pour les obligations: elle dépasse souvent ce qui serait économiquement nécessaire. Mais il ne faut pas croire qu'elle frappe avec la même rigueur toutes les sortes d'actions. Les cours des actions considérées comme des titres ayant une valeur de substance élevée tombent évidemment moins que les autres; il peut même arriver que certaines actions, après avoir fléchi au premier choc, se rattrappent légèrement. Cependant la tendance générale des cours des actions est visiblement orientée à la baisse.

Il va sans dire que les dividendes tombent beaucoup moins que les cours, car les bénéfices furent réalisés dans la prospérité. La politique des dividendes contribue encore à cet état de chose: grâce à elle le rendement effectif se montre plus favorable, comparé aux taux d'intérêts élevés des obligations.

A la Bourse, les échanges sont minimes. Les rares transactions spéculatives sont faites par des professionnels, car le public, outre qu'il ne spéculé généralement pas à la baisse, a perdu toute confiance.

## Chapitre III

### Les effets des fluctuations des cours sur l'économie et la conjoncture

#### PRELIMINAIRES

En guise d'introduction nous avons montré dans les deux premiers chapitres pourquoi et comment dans les cycles économiques les valeurs mobilières sont soumises à des fluctuations. Nous arrivons maintenant au vif du sujet, et nous allons examiner dans ce troisième chapitre si les fluctuations des cours sont indifférentes au point de vue économique ou si elles ont une influence sur l'économie et la conjoncture.

Notre étude portera successivement sur trois aspects bien distincts de ce problème fort complexe :

- 1) l'influence des mouvements boursiers sur le marché monétaire;
- 2) l'influence des mouvements boursiers sur le volume du crédit;
- 3) l'effet psychologique des mouvements boursiers sur l'économie.

La condition nécessaire pour qu'une telle recherche ait un intérêt pratique, c'est que le marché des titres ait assez d'envergure pour que ses tendances soient visibles. Plus la part mobilière en titres du capital total sera grande dans une économie, plus grande sera évidemment l'influence éventuelle des fluctuations des cours. Des estimations récentes font défaut, mais Schmoller, après la première guerre mondiale, estimait la part du capital mobilisé en titres à 17 % en Allemagne, 35 % en France et 40 % en Grande Bretagne <sup>1)</sup>; on peut admettre que les chiffres sont encore plus élevés aujourd'hui.

---

<sup>1)</sup> Gunzert: op. cit., p. 43.

## 1. L'influence des mouvements boursiers sur le marché monétaire.

### a) Le problème.

Nombre d'économistes et de praticiens et la plupart des adversaires de la Bourse prétendent que la Bourse exige pour ses transactions des disponibilités qu'elle soustrairait à l'économie<sup>2)</sup>, et cela d'autant plus que le volume des échanges augmente et que les cours montent<sup>3)</sup>. Poursuivant leur raisonnement ils affirment que cette absorption des disponibilités se fait au préjudice des autres marchés, de sorte qu'une hausse des cours et des échanges amène, toutes choses égales d'ailleurs, une baisse des prix des marchandises.

Ce qu'on appelle l'absorption ou la stérilisation improductive a pour effet d'empêcher toute augmentation de la production. La monnaie absorbée dans les transactions spéculatives serait donc à cet égard synonyme de monnaie thésaurisée, dont les effets bien connus sont fort contestés: la réduction des moyens de paiement, d'où résulte la contraction du marché du crédit, exercerait une tendance à la baisse des prix et à la hausse des taux d'intérêts. Tout en reconnaissant que, dans certaines circonstances, la hausse des taux d'intérêts peut freiner la thésaurisation, nous ne voyons pas de raison pour croire que ce facteur soit assez puissant pour empêcher la stérilisation. La contraction du marché monétaire porte en soi la tendance à la hausse des taux d'intérêts qu'on reproche à la spéculation et aux fluctuations des cours. Avant de tirer des conclusions d'un préjudice porté aux autres marchés, spécialement au marché des biens de consommation, il faudrait savoir si l'absorption a vraiment lieu, et si oui, à quel moment elle est la plus grande.

Toute la discussion repose sur les opinions différentes qu'on a de la notion de l'absorption. Pour les uns, les crédits boursiers sont stérilisés aussi longtemps qu'ils ne sont pas remboursés par du capital-épargne<sup>4)</sup>. Pour les autres, les crédits boursiers sont stérilisés tant

2) Reisch R.: op. cit., p. 13, cité de Machlup, op. cit., p. 73.

2) Balogh: Latente Inflation, cité de Machlup, p. 76, Sombart W.: Moderner Kapitalismus, cité de Guntert, p. 46.

4) Kurz: op. cit., p. 115 « . . . und solange Titel bevorschusst also nicht durch Sparkapital übernommen werden, bleibt das Geld gebunden, die Börse braucht es. »

qu'ils restent aux mains des spéculateurs pour faire des transactions <sup>5)</sup>. Cette seconde définition nous paraît plus logique, autrement tout crédit aurait tendance à être stérilisé. L'accusation faite à la Bourse d'absorber les disponibilités ne peut concerner par exemple le cas du placement d'une nouvelle émission. Peu après la souscription, l'émetteur sera en possession de la contre-valeur des titres; il ne peut donc s'agir d'une absorption par la Bourse, puisque la contre-valeur des titres sera investie dans la production. L'accusation formulée plus haut ne concerne donc que les transactions avec des anciens titres, auxquels il faut ajouter les actions émises par des sociétés holding dont le nouveau capital est utilisé à l'achat d'anciennes actions.

Mr. Kurz <sup>6)</sup> écrit à ce sujet: «. . ., daß die 169 Millionen Franken, welche die Schweizer Banken am 31. Dezember 1929 in Lombard- und Reportvorschüssen angelegt hatten, bis zu dem Augenblick gebunden und somit für andere Teile der Volkswirtschaft nicht erreichbar sind, wo sie effektiv vom Geldnehmer zurückbezahlt werden.»

Mais avec notre définition de l'absorption, il faudrait envisager tout d'abord combien de ces crédits boursiers ont servi à la souscription d'une nouvelle émission; car on ne peut parler de stérilisation de crédits qui vont au profit de la production. Ensuite, il faudrait savoir, combien de ces crédits figurent au passif des bilans des banques; car ces crédits ne seraient pas non plus stérilisés. Seuls les crédits servant aux transactions et constituant le capital circulant de la Bourse seront vraiment perdus pour l'économie. La somme ne peut être calculée exactement, mais elle ne fait guère qu'un pourcentage de ces 169 millions de francs.

#### *b) Les besoins de capitaux à la Bourse.*

En présentant le problème de l'absorption on ne saurait se dispenser de parler des personnes qui spéculent et surtout des deux formes commerciales.

Parmi les personnes qui spéculent, il faut distinguer d'une part les agents de change et commissionnaires qui sont membres de la société de liquidation, et d'autre part les agents de change et le public

<sup>5)</sup> Machlup: op. cit., p. 46.

<sup>6)</sup> Kurz: op. cit., p. 114.

spéculateur. Les demandes de disponibilités sont différentes selon qu'il s'agit de transactions faites par les membres de la Bourse soit entre eux soit avec le public ou par les non-membres et le public. Nous envisagerons d'abord les besoins des membres de la Bourse, ensuite ceux du public. Pour distinguer ces deux sortes de demandes de capitaux, nous appellerons les premières: transactions faites à la Bourse, et les secondes: transactions hors Bourse.

A la Bourse, on peut spéculer à la hausse ou à la baisse. Bien que règne une tendance de fond quant à l'évolution des cours, l'opinion des spéculateurs diffère. Il y a toujours deux partis, l'un qui spéculé à la hausse, l'autre à la baisse; et c'est tantôt l'un tantôt l'autre qui l'emporte, à moins que les deux partis ne s'équilibrent. Pour que les spéculateurs puissent adapter leurs engagements à la situation du marché, il faut qu'ils puissent prolonger leurs engagements; ce n'est possible que moyennant crédit: les haussiers ont besoin de capitaux, les baissiers de titres. Nous avons déjà vu qu'on peut spéculer au comptant ou à terme. Quels sont maintenant les besoins soit de crédit soit de disponibilités pour les deux formes commerciales?

#### 1. Les besoins de crédit pour les affaires au comptant.

«Les opérations de Bourse au comptant sont des achats ou des ventes . . . , qui doivent se régler à une date très rapprochée, dans un délai fixé par les règlements et les usages de bourse. Ce sont des affaires effectives, réelles, se résolvant par le paiement de titres achetés et par la livraison des titres vendus.» <sup>7)</sup>

Pour les opérations au comptant proprement dites, la conclusion et la liquidation des transactions devraient avoir lieu en même temps. Aujourd'hui ces opérations appartiennent à l'histoire: à toutes les Bourses, elles sont devenues des opérations à court terme. Ainsi à Zurich, il y a un délai de 5 jours <sup>8)</sup> de la conclusion à la liquidation et à New York un délai de 2 jours <sup>9)</sup>.

Pour les affaires au comptant, le crédit est accordé sous forme de lombard. Le haussier donne en gage au banquier les titres achetés ou des titres qu'il possède déjà, et le banquier lui accorde un crédit

<sup>7)</sup> Lebrun: Les marchés à terme et l'exception de jeu en Belgique, Louvain 1945, p. 92/94.

<sup>8)</sup> Kessler: Spekulation und Kursbildung, thèse Berne 1946, p. 30.

<sup>9)</sup> Lebrun: op. cit., p. 92.

jusqu'à un certain pourcentage des titres cotés. La hauteur de ce pourcentage dépend de plusieurs facteurs: des habitudes des banques, de la qualité des titres, de la situation financière du client et, «last but not least», de sa personnalité. La dépendance des spéculateurs envers des banques est grande quand la banque n'accorde de crédit qu'au jour le jour (call money), comme c'est le cas à la bourse de New York. En Suisse les banques accordent le crédit lombard pour un certain temps: un ou deux mois. L'indépendance du spéculateur n'existe cependant qu'en apparence, car les banques se réservent le droit de demander un supplément de couverture ou la réalisation du gage si la marge, lors d'une baisse des cours, n'était plus atteinte. Nous avons dit que les affaires au comptant se liquident par la livraison des titres vendus et par le paiement des titres achetés. Il semble à première vue que les besoins de disponibilités pour ces liquidations journalières soient considérables; mais la pratique a trouvé un moyen de les restreindre, c'est l'institution de l'application directe et indirecte.

On parle d'application directe, lorsqu'un banquier a reçu un ordre d'achat et un ordre de vente: la banque compense ces deux transactions, de sorte qu'il n'y aura finalement aucune livraison de titres ni aucun envoi d'argent.

Si les deux spéculateurs ne sont pas clients de la même banque, une banque reçoit l'ordre d'achat, une autre l'ordre de vente. Dans ce cas, il n'y a pas de compensation directe. Les ordres seront exécutés à la Bourse: l'une des banques paiera le prix d'achat pour le compte du haussier et recevra les titres en gage; l'autre banquier livre les titres vendus pour le compte du baissier et garde le prix d'achat de la banque du haussier. Le paiement du prix d'achat et la livraison des titres ont lieu alors entre les deux banques. C'est ce qu'on appelle la prolongation par application indirecte.

Grâce à ces deux institutions, les transactions spéculatives n'exigent pas un sou en disponibilités. Nous disons bien les affaires spéculatives, celles qui concernent l'achat et la vente du même titre; car dès qu'il s'agit d'une vente effective, dont le vendeur veut toucher le montant, l'acheteur doit fournir l'argent au vendeur. C'est d'ailleurs pourquoi la spéculation à découvert en Bourse ne peut être considérée comme un jeu, car le spéculateur est toujours devant l'alternative de remplir son engagement ou de subir une perte, si ses attentes ne se sont pas produites.

## 2. Les besoins de crédit pour les affaires à terme.

«Les marchés à terme sont ceux où les deux parties, en s'accordant sur un prix, conviennent de reculer à une époque déterminée, dite liquidation, l'exécution double de l'opération, c'est-à-dire que les titres ne seront livrés et les sommes ne seront payées qu'à cette époque»<sup>10)</sup>.

La différence entre l'opération au comptant et celle à terme est le délai dans la seconde entre la conclusion et l'exécution du contrat. Parce que les deux parties ont la possibilité de faire un engagement en sens inverse jusqu'au terme de liquidation, il leur est possible de remplir leurs engagements sans demander des crédits bancaires.

Etant donné que la spéculation à terme peut se faire sans le crédit bancaire, les échanges peuvent, sur ce marché, prendre une étendue beaucoup plus grande que sur le marché au comptant. L'exemple des Etats-Unis, où la spéculation a pris à certaines époques une envergure énorme, n'est pas en contradiction avec notre thèse, car jusqu'à présent, le marché monétaire des Etats-Unis a été caractérisé par une extrême liquidité.

S'il est vrai que le marché à terme peut permettre une formation des prix mieux appropriée, il prête aussi plus facilement aux excès.

Pour examiner les besoins de disponibilités pour la spéculation à terme, il nous reste à voir comment se fait à l'échéance le règlement de toutes les opérations engagées à terme. Ce règlement comme aussi l'époque où il s'effectue porte le nom de liquidation. Il n'est pas question de donner ici une étude systématique de la liquidation; nous nous bornerons à en montrer les traits caractéristiques.

La liquidation a généralement lieu à la fin de chaque mois, et parfois à mi-mois. La compensation des engagements à la hausse et à la baisse est une condition indispensable pour toutes les transactions boursières. Si tous les achats et les ventes devaient se liquider par la remise des titres et des disponibilités de la main à la main, non seulement il y a aurait un pêle-mêle inimaginable le jour de la liquidation, mais encore les frais de transaction seraient beaucoup plus élevés. En outre, à une grande Bourse, les transactions ne pourraient être liquidées en un seul jour.

Nous avons vu qu'il y a aussi compensation pour les transactions au comptant. Tandis qu'à terme, la compensation n'a lieu qu'une ou

<sup>10)</sup> Lebrun: op. cit., p. 136.

deux fois par mois, ici elle se fait tous les jours. Il va sans dire que la possibilité de compenser augmente lorsque les échanges sont groupés à une seule période de liquidation. C'est la raison pour laquelle les besoins de disponibilités sont plus grands pour les opérations au comptant que pour les opérations à terme.

La caisse de liquidation ne connaît que ses membres, les agents de change et les banques; elle ignore quelle est la clientèle et ne connaît que les engagements entre agents de change. Ceci est important en ce sens que, seuls les engagements des agents sont compensés par la caisse de liquidation et ont une influence sur la formation des cours. D'un autre côté il y a les engagements du public et ceux entre le public et des agents ne faisant pas partie de la société de liquidation, engagements dits hors Bourse, qui ne sont pas soumis à la liquidation officielle et n'ont pas d'influence directe sur la formation des cours.

Voyons maintenant comment se fait la compensation. Supposons que deux agents de change aient entre eux plusieurs opérations, à l'achat et à la vente, sur une même valeur. Ils compenseront entre eux ces opérations, en titres et en espèces, de telle façon qu'il n'y aura en titres qu'un solde à l'achat ou à la vente, et en espèces une somme correspondante qui sera le solde également. Puis ils opéreront de même pour toutes les valeurs, obtenant ainsi les soldes définitifs en titres à l'achat et à la vente. Quant aux capitaux une nouvelle compensation est encore possible qui laissera le solde final débiteur ou créancier. Ces différences seront passées à la caisse de liquidation. Il est évident que les deux côtés de la feuille centrale de liquidation devront totaliser pour chaque valeur le même nombre de titres à recevoir ou à livrer, et que les totaux des deux colonnes, sommes à recevoir et sommes à payer, seront égaux, sauf erreur.

La technique de la liquidation permet donc, pour les opérations spéculatives (achats et ventes dans une période de liquidation) de ne payer que les différences des cours. Si un spéculateur n'a pratiqué qu'un achat ou une vente pendant une période de liquidation, les titres achetés seront payés et les titres vendus livrés au moment de la liquidation.

L'importance de la liquidation est très grande. Ainsi E. Jaffé <sup>11)</sup> estimait dans son livre, paru en 1905, que 90 % des obligations mutuelles étaient liquidées par compensation et 10 % payées par chèque.

<sup>11)</sup> Jaffé: Das englische Bankwesen, p. 95.

Nous apprenons en outre qu'à la New York Stock Exchange, la compensation du Stock Exchange Clearing House englobait à la même période 85 % du volume total, quoique seuls les titres les plus importants aient été admis au clearing <sup>12)</sup>.

La question de savoir si la Bourse nécessite des disponibilités pour sa liquidation dépend dans une large mesure des habitudes de paiement. Dans les pays où les paiements se font principalement par chèques, comme c'est le cas en Angleterre, les besoins de disponibilités seront évidemment moins grands que dans les pays où les paiements se font au comptant.

Il va sans dire que le marché des valeurs mobilières a besoin de capital circulant comme tout autre marché. Malgré les meilleurs méthodes de compensation, il y a ainsi des capitaux improductifs, qui se trouvent dans un état flottant. Les sommes n'en peuvent être mesurées exactement, mais un connaisseur éminent des affaires de bourse estimait les besoins de disponibilités des bourses allemandes à 80—100 millions de marks <sup>13)</sup>. Le fait de ne pas posséder ce montant ne pouvait causer un grand dommage à l'économie allemande.

Nous avons vu jusqu'à présent que le pouvoir d'absorber les disponibilités est médiocre à la Bourse même. Il est un peu plus grand pour les transactions au comptant et dans les pays où les paiements se font de préférence au comptant. Mais, malgré cette légère absorption, il nous semblerait exagéré de conclure que les transactions boursières entravent l'aisance du marché monétaire et par conséquent les prix des marchandises.

### 3. Les besoins de disponibilités à la Bourse haussante.

Nous arrivons à la question déjà posée précédemment: les besoins de disponibilités augmentent-ils à la Bourse haussante? L'augmentation des cours à elle seule n'exige pas plus de capital: elle signifie simplement que les actionnaires donnent à leurs titres une estimation plus grande. L'augmentation des besoins ne peut être liée qu'à l'augmentation du volume des échanges.

L'agrandissement du volume des échanges peut être quantitatif ou qualitatif; c'est-à-dire qu'une plus grande quantité de titres peut

<sup>12)</sup> v. Reibnitz: Die New Yorker Fondsbörse, p. 101.

<sup>13)</sup> cité de Plenge: Von der Diskontpolitik zur Herrschaft über den Geldmarkt, p. 174—175.

être traitée aux mêmes cours ou une même quantité de titres à des cours plus élevés, et naturellement, les autres combinaisons de ces facteurs.

Avant d'aborder ce problème, disons quelques mots du volume des échanges. Il n'est pas exactement déterminable; car au chiffre de volume publié par une caisse de liquidation il manque: les transactions faites hors de cette caisse et les transactions compensées par les grandes banques; en outre, si la Bourse ne connaît que les transactions à terme, la liquidation ne mentionne pas celles au comptant. Aussi les méthodes pour estimer la grandeur du volume des échanges aux bourses suisses ne sont-elles pas à même de fournir des données complètes et précises. Les méthodes d'estimation sont tellement différentes à Zurich et à Bâle qu'une comparaison est impossible; la bourse de Genève s'abstient de toute publication du volume des échanges.

C'est la bourse de Bâle qui donne encore l'image la plus fidèle du nombre des transactions. Les transactions indiquées comprennent les échanges de valeurs cotées à la bourse de Bâle par les firmes qui font partie de la société de liquidation, échanges faits à la Bourse même ou par compensation entre les banques<sup>14)</sup>.

Contrairement à celles de Bâle, les statistiques de la bourse de Zurich ne disent rien du volume des échanges, car elles comprennent<sup>15)</sup>:

- a) les échanges de titres non cotés à la bourse de Zurich, faits par les firmes qui font partie de la société de liquidation ou par les autres commissionnaires professionnels établis à Zurich,
- b) les souscriptions fermes des émissions,
- c) la vente et l'achat de sous-participations,
- d) des souscriptions pour des émissions à l'étranger.

La bourse de Zurich ne fournit donc pas de renseignements permettant d'estimer la grandeur du volume des transactions faites à la bourse même. Et comme ses chiffres comprennent également les transactions en rapport avec les émissions, elle ne fournit pas même une image de la totalité des échanges effectifs faits par les commissionnaires de Zurich. Ainsi d'une part, l'absence complète de publications, d'autre part, la différence des méthodes d'estimation, qui ne donnent

<sup>14)</sup> Burkhalter: Der schweizerische Effektenmarkt, p. 10.

<sup>15)</sup> Burkhalter: Der schweizerische Effektenmarkt, p. 10/11.

en aucun cas une image complète des transactions à la Bourse et hors Bourse nous privent de statistiques utilisables à des fins théoriques. Les statistiques ne sont donc pas à même de fournir des données précises sur les besoins de disponibilités et de crédit des bourses, de sorte qu'on doit se borner à des estimations.

- a) Le volume des échanges augmente par suite d'une élévation du nombre des transactions.

Qu'arrive-t-il quand le volume des échanges a augmenté avec le nombre des transactions: le besoin de disponibilités augmente-t-il? Selon Mr. Mises on n'a pas le droit d'admettre que le développement de la compensation subvienne aux besoins de crédit ou de disponibilités dans la mesure où l'expansion des transactions les a augmentés; il présume que l'augmentation du système de compensation ne peut surpasser de vitesse celle des besoins de disponibilités<sup>16)</sup>. Contrairement Mr. Machlup estime que l'acroissement du volume des échanges causé par l'augmentation du nombre des transactions n'est pas l'indice d'une augmentation de la demande de disponibilités<sup>17)</sup>.

Cette divergence n'est cependant qu'apparente, car l'un comprend toutes les opérations faites à la Bourse même et hors Bourse, tandis que l'autre n'entend que les transactions boursières internes, pratiquées entre les membres de la société de liquidation et le public. Ici nous ne parlerons que des opérations qui passent par la liquidation centrale.

Supposons qu'un certain pourcentage seulement, disons 10 % du volume des échanges affecte le marché du crédit; cet effet devrait augmenter en chiffre absolu, si la relation de 10 à 1 restait la même. Pour illustrer cela par des chiffres, nous aurions besoin de 10 000 de capitaux pour un volume de 100 000 et de 20 000 de capitaux pour un volume de 200 000. Selon Mr. Machlup, il n'est pas probable que la part des échanges à compenser reste la même; au contraire on peut facilement constater que, pour un volume élevé, les possibilités de compenser augmentent non seulement en chiffre absolu, mais aussi relativement, et que les différences à solder ne sont pas du tout proportionnelles à la grandeur des échanges. Il faut signaler que, pour que les besoins de disponibilités diminuent relativement, (dans notre exemple au-dessous de 20 000) il est nécessaire que les possibilités de

<sup>16)</sup> L. von Mises: *Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel*, p. 309.

<sup>17)</sup> Machlup: *op. cit.*, p. 80—83.

compenser augmentent. A notre avis, c'est bien le cas pour les transactions faites entre les membres de la Bourse, car le nombre des membres est resté le même, de sorte que la multiplication des transactions n'implique pas une augmentation de disponibilités pour le commerce interne de la Bourse: si quelques spéculateurs, dans une même période de liquidation, font un grand nombre de transactions, le solde à payer à la liquidation ne doit pas être nécessairement plus grand que s'ils avaient fait moins d'opérations. Par conséquent, la hausse du volume des échanges à la Bourse, causée par une augmentation du nombre des transactions, n'est pas l'indice d'une augmentation de la demande de disponibilités pour le commerce interne. Nous ne voulons pas nier cependant qu'une demande accrue de disponibilités soit possible si le nombre des spéculateurs augmente.

Ajoutons encore que la concentration des ordres d'achat et de vente chez les grandes banques d'affaires, avec leurs nombreuses succursales, amène une réduction considérable des échanges, qui amoindrit les besoins de disponibilités de la Bourse.

b) Le volume des échanges augmente par suite d'une hausse des cours.

Qu'arrive-t-il quand le volume des échanges a augmenté par suite de la hausse des cours? Certaines économistes prétendent que la Bourse absorbe d'autant plus de disponibilités que les cours montent; il semblerait logique, alors, de dire qu'elle en nécessite de moins en moins à mesure que les cours baissent. Or, le professeur Cassel<sup>18)</sup> a tenté de prouver que la hausse des cours n'est jamais le symptôme d'une absorption plus grande de disponibilités.

Si les capitalistes A, B et C possèdent différentes actions, et si, soudainement, A veut acheter les titres de B au cours de 110 %, B les titres de C, et C les titres de A aux cours élevés, ces transactions ne nécessitent d'aucun côté une affluence de disponibilités. Puisque, comme nous l'avons vu, les transactions boursières ne sont réglées que par différences, et puisque ces différences ne deviennent pas plus grandes quand la Bourse est à la hausse que quand elle était à la baisse, il n'y a pas de raison pour que la hausse nécessite plus de disponibilités. Il est vrai que, si nous achetons des titres à des cours plus élevés, nous avons besoin de plus de disponibilités ou de crédit pour ces achats. Mais, supposons que nous revendions ces titres dans la

<sup>18)</sup> Cassel: Nimmt die Fondsbörse Kapital in Anspruch, cité de Machlup, op. cit., p. 49.

même période de liquidation, seules les différences seront payées, et elles ne seront pas nécessairement plus grandes si les cours ont monté que s'ils ont baissé. Si nous avons fait un achat de placement, la quantité de disponibilités que nous avons utilisée en plus, du fait de la hausse, va au profit du vendeur, de telle façon que l'aisance du marché monétaire reste inchangée.

On ne peut donc parler d'une absorption nécessaire de disponibilités par la Bourse à la hausse, et cela pour les raisons suivantes: d'abord, parce que la liquidation se fait uniquement par différences, lesquelles n'augmentent pas avec la montée des cours. En outre, les règlements ne deviennent effectifs que si les engagements à la hausse l'emportent sur ceux à la baisse (et contrairement) dans une même période de liquidation. On pourrait objecter que ces achats et ces ventes devenus effectifs à la fin d'une période de liquidation pourrait tendre à contracter le marché monétaire. Mais tel n'est pas le cas; d'abord parce que les affaires effectives ne sont qu'un part minime des transactions boursières: la plupart des transactions sont des affaires spéculatives, donc à l'achat et à la vente dans une même période de liquidation. Ensuite, il paraît peu probable que le facteur de temps, c'est-à-dire, la période qui s'écoule entre l'ancien et le nouveau propriétaire d'argent ou de titres, ait une influence déflationniste. Il faut toutefois reconnaître qu'à la fin d'une période de liquidation, les livraisons effectives de titres et de capitaux augmentent non seulement dans une période où les cours montent, mais aussi dans celle, où ils baissent. Il suffit que les engagements à la hausse ou ceux à la baisse l'emportent pour donner lieu à des transactions effectives. Il serait donc possible que la hausse et même la baisse des cours, en donnant lieu à une augmentation du volume des échanges, puissent augmenter les besoins de disponibilités à la fin d'une période de liquidation.

Si le facteur de temps peut théoriquement avoir une influence sur l'aisance du marché monétaire, au point de vue économique un changement de détenteurs des capitaux est de lui-même indifférent tant que l'utilisation accoutumée du pouvoir d'achat reste la même.

Suivant les circonstances, la hausse des cours peut donner lieu à des achats de placement. Si ces achats sont payés avec de la monnaie déthésaurisée, la hausse ou la baisse des cours peut rendre le marché monétaire plus aisé encore.

En conclusion la hausse des cours et le nombre accru des transactions n'entraînent pas nécessairement l'augmentation de la demande sur le marché monétaire. Nous ne voulons cependant pas contester qu'une certaine absorption soit possible dans une période de vive spéculation, aussi bien quand les cours montent que lorsqu'ils baissent.

*c) Les besoins de capitaux pour les transactions hors Bourse.*

Rappelons qu'une grande partie des transactions spéculatives ne passent pas par la caisse de liquidation, parce qu'il y a des agents de change qui ne font partie de la société de liquidation, et parce que le public peut spéculer sans l'intermédiaire d'un commissionnaire. Nous n'entendons ici pas spécialement le contrat direct hors Bourse, contrat à terme entre deux personnes, l'une acheteur, l'autre vendeur, conclu en dehors de tout mandataire ou intermédiaire qualifié: c'est un pari sur les différences de cours, dans lequel l'acheteur ne peut exiger la livraison des titres, pas plus que le vendeur ne peut l'imposer, et qui ne se règle que par des différences en espèces. Il va sans dire que ces différences à payer n'affectent pas le marché monétaire; car ce qui profite à l'un, est au détriment de l'autre, de sorte que rien n'est changé au point de vue économique. Le facteur de temps que nous avons objecté plus haut pourrait jouer à la rigueur; mais comme cette façon de spéculer n'est pas répandue, et qu'il n'y a que les différences à payer, ces opérations ne sauraient influencer l'aisance du marché monétaire.

Pour les transactions spéculatives qui ne sont pas de simples jeux, mais des transactions effectives, en titres et en espèces, il en va tout différemment. Tandis que, pour la spéculation à la Bourse proprement dite, le nombre des mandataires où se concentrent les ordres d'achat et de vente est relativement petit, pour la spéculation hors Bourse, le nombre des spéculateurs est souvent très grand, et faute d'une liquidation centrale, la compensation n'est pas possible dans la même mesure: les sommes nécessaires pour les règlements sont donc plus considérables que pour la liquidation à la Bourse même. On pourrait objecter ici l'argument énoncé plus haut, que la somme au profit du vendeur est au détriment de l'acheteur. C'est argument n'est juste que si l'argent ainsi obtenu est employé par le vendeur de la même ma-

nière que par l'acheteur. Mais si, au lieu d'être portée à la banque, où elle pourrait être employée à d'autres buts, la contre-valeur des titres vendus, comme dans des périodes de vive spéculation, servait à de nombreuses opérations successives, on pourrait alors parler d'une certaine contraction du marché monétaire.

Quoique, nous l'avons vu, la hausse des cours ne soit jamais la cause d'une contraction du marché monétaire, celle-ci a lieu le plus souvent dans une période de cours montants. Si donc l'altération de l'aisance du marché monétaire se produit dans une période de cours montants, ce n'est pas la hausse des cours, mais bien la vivacité de la spéculation à la Bourse et spécialement de la spéculation dite hors Bourse qui peut affecter l'aisance du marché monétaire.

*d) Le marché monétaire et la spéculation aux Bourses étrangères.*

Examinons brièvement une objection tirée des mouvements des Bourses étrangères qui, dit-on, affecteraient le marché monétaire national. Nous avons montré que la plupart des moyens mis à la disposition de la Bourse vont au profit de la production: d'aucuns objectent que les moyens accordés pour des buts spéculatifs étrangers n'iraient pas au profit de la production nationale. Cette objection n'est juste qu'en partie, car une Bourse ne se borne pas à la spéculation sur les valeurs indigènes: il est fort possible que des crédits belges, par exemple, travaillent à la bourse de New York et que, si l'intérêt pour les valeurs belges augmente, des émissions belges soient placées.

Il est vrai que des crédits aux Bourses étrangères ne vont pas nécessairement au profit des pays dont ils proviennent; il est possible qu'ils aillent au profit d'une industrie étrangère. Dans ce cas, les moyens seront perdus pour l'économie nationale, non à cause de la hausse des cours à la Bourse étrangère, mais parce que les perspectives de rentabilité sont plus favorables à l'étranger. Ce n'est donc pas la «faute» de la Bourse, si des capitaux s'évadent à l'étranger, car ils en trouveraient le chemin tout aussi bien sans la Bourse.

S'il y a des capitaux fuyant à l'étranger, il y a aussi des capitaux qui viennent de l'étranger, ce qui a donné naissance à une deuxième objection contre l'augmentation des tendances spéculatives de la Bourse nationale causée par l'affluence des capitaux étrangers. On

craint que cette hausse provoquée en bonne part par des crédits étrangers — comme ce fut le cas dans une large mesure à la bourse de New York en 1929 — ne s'effondre quand les spéculateurs étrangers retireront leurs fonds. Il est exact qu'une telle mesure ait des effets dépressifs sur le marché des valeurs mobilières spécialement: la partie qui a spéculé à la hausse peut être forcée de réaliser ses engagements, et l'effet économique en est double nature pour l'économie. Premièrement une baisse des cours porte préjudice à l'obtention des capitaux, parce que les conditions d'émission deviennent moins favorables. Ce reproche n'est pas seulement valable pour les crédits boursiers étrangers, mais également pour les crédits nationaux, car toute restriction dans les crédits de n'importe quelle provenance peut provoquer une chute des cours. Deuxièmement le marché monétaire subit une contraction, source éventuelle d'une tendance à la hausse du loyer de l'argent, ce qui est également un effet dépressif.

Nous nous bornons ici à montrer les tendances expansives et dépressives provoquées par l'affluence et le retrait de capitaux étrangers aux Bourses nationales. La sensibilité du volume de production à l'exportation et à l'importation de capitaux étrangers est un problème sortant du cadre de notre travail.

Les crédits boursiers étrangers peuvent donc provoquer la hausse ou la baisse aux Bourses nationales. Ils ont d'autre part une tendance à contracter ou à dilater les marchés monétaires. Dans une économie mondiale, où les capitaux peuvent passer librement d'un pays à l'autre et être orientés vers la rentabilité la plus haute ou la sécurité la plus grande, et tant que ces capitaux proviennent de l'épargne, il n'y a rien à objecter. Mais dès que les capitaux étrangers proviennent d'une expansion du crédit, il faut s'en méfier, car ils porteraient l'inflation dans l'économie nationale.

#### *e) Les effets de l'absorption dans le cycle économiques.*

Après avoir montré la possibilité de l'absorption de disponibilités par les transactions spéculatives et après avoir vu à quels moments des phases cycliques la spéculation est la plus vive, nous avons à nous demander quels sont les effets économiques de l'absorption dans les phases cycliques.

On a vu que la spéculation commence dans la reprise et finit vers la fin de la prospérité; qu'elle est minime dans la dépression et dans la crise.

Dans la reprise le marché monétaire est généralement liquide: l'aisance de ce marché ne saurait donc être entravée par une stérilisation boursière. Pour la prospérité, le cas est différent: elle est caractérisée par une contraction progressive du marché monétaire, à moins que, par politique bancaire, l'Etat fasse fonctionner la planche à billets. On peut alors envisager le cas où l'offre en disponibilités, amoindrie par la stérilisation pour les transactions spéculatives, ne suffirait plus à la demande, de sorte qu'il se produirait une hausse du loyer de l'argent. Cette hausse du taux d'intérêt, provoquée par la stérilisation boursière, est-elle favorable ou mauvaise pour l'économie? Tout dépend si l'on attribue la fin du «boom» à la pénurie de capitaux ou à l'excès d'épargne. En admettant la théorie de la surcapitalisation, on est enclin à juger la hausse des taux d'intérêts comme un élément favorable, car il freine le «boom», dont la fin doit venir tôt ou tard. Or il est certain que la déflation tire son origine des exagérations du «boom» antérieur et du véritable déséquilibre que ce «boom» a fait naître, ce qui d'ailleurs ne veut pas dire que l'intensité de la déflation soit forcément en rapport avec l'ordre de grandeur de la surcapitalisation.

Si au contraire, on admet la théorie de la sous-consommation, on voit dans la hausse de taux d'intérêts une tendance à augmenter l'épargne dans un moment où, dit-on, il y aurait déjà excès; il faudrait alors conclure que la hausse des taux d'intérêts est désavantageuse pour l'économie. Vu que l'excès de l'épargne, vers la fin du «boom», n'est pas prouvé, nous attendons plutôt un effet favorable d'une élévation des taux d'intérêts.

Si l'on admet que la hausse du loyer de l'argent a tendance à freiner le «boom», et si elle est assez forte pour le freiner effectivement, il va sans dire que la hausse des taux d'intérêts n'est qu'une hypothèse, qui ne se réalisera pas tant que les banques d'affaires pratiquent une expansion du crédit ou que les banques centrales créent des capitaux ad hoc. Or, la stérilisation boursière n'a d'effet favorable que lorsqu'elle provoque une hausse du loyer de l'argent ou lorsqu'elle incite les banques à cesser toute expansion du crédit.

f) *La relation causale: hausse des cours — baisse des prix des marchandises.*

Quels sont maintenant les effets de la hausse des cours sur les prix des marchandises?

La théorie disant que l'augmentation des besoins de disponibilités sur un marché produit un effet déflationniste sur les autres marchés n'est valable que dans une économie où la quantité de monnaie est invariable. Alors celui qui achète des titres en renonçant à des dépenses journalières fait une épargne. A cette épargne correspond une diminution de la demande de biens actuels au profit de biens futurs qui trouble les prix et la production. Le dérangement ne se produit pas seulement dans les prix des biens de consommation et ceux des moyens de production. Si la hausse des cours des titres est provoquée par une offre accrue de disponibilités, il doit s'ensuivre — si la quantité de monnaie reste invariable — une augmentation des prix des moyens de production et une diminution des prix des biens de consommation. Cependant il serait faux de conclure que la hausse des cours (qui n'est point synonyme d'augmentation de la demande de moyens de production) amènerait nécessairement une baisse des biens de consommation. Si l'offre accrue de disponibilités à la Bourse a tendance à faire monter les cours, par contre la hausse des cours n'est jamais la preuve d'offre accrue de disponibilités; car pour faire hausser les cours, il n'est pas besoin de capital disponible<sup>19)</sup>. Si, même dans une économie statique, la relation causale, hausse des cours — baisse des prix des marchandises, n'est pas valable, elle l'est encore moins dans une économie en progrès, où le volume monétaire augmente sans cesse. La hausse des cours, il est vrai, a tendance à favoriser les investissements (baisse du taux d'intérêt, conditions d'émission favorables) et par conséquent à faire monter les prix des moyens de production; mais il n'en faut pas inférer nécessairement une baisse des prix des marchandises.

Il y a guère qu'une possibilité, théorique, de voir la hausse des cours faire baisser les prix des marchandises: il faudrait que certaines personnes fassent des transactions boursières au détriment de leurs dépenses journalières; car seule, la renonciation à un achat ou la résolution à une vente forcée, donc un sacrifice, pourraient, libérant les

<sup>19)</sup> Machlup: op. cit., p. 48/49.

disponibilités nécessaires, provoquer une baisse des prix des marchandises<sup>20)</sup>. Pareil sacrifice nous paraît peu probable, et nous pourrions tout au plus l'imaginer dans le cas d'une hausse exceptionnelle, la seule occasion où la Bourse semble devenir une loterie pour le public.

*g) La signification économique des pertes et des bénéfices boursiers.*

Un autre argument, dont nous avons à nous occuper ici, dit que la hausse des cours mène à l'augmentation de la consommation par suite des bénéfices de la spéculation, cas d'autant plus fâcheux qu'à ce moment-là l'économie, loin de réclamer une augmentation de la consommation, exigerait un accroissement de l'épargne et par conséquent des investissements. On voit ici l'argument inverse du précédent: tandis qu'auparavant l'on attribuait à la hausse des cours une baisse des prix des marchandises, cette fois c'est la hausse des prix, dont on la rend responsable!

Il ne faut pas oublier que, dans les bilans, les fluctuations des cours ne signifient que des bénéfices et des pertes comptables, et non des pertes économiques. Aussi les calculs occasionnels, surtout s'ils sont établis après une crise, dans le but de démontrer que la baisse des cours a causé une perte de . . . à la fortune publique, ne sauraient être acceptés sans réserves. Nous avons vu que le titre représente un droit de jouissance, et que ce droit de jouissance capitalisé s'appelle le cours ou la valeur marchande du titre. Il s'agit de distinguer entre celle-ci et la valeur de l'entreprise sur laquelle le titre est fondé. Les fluctuations des cours pourront refléter la vraie situation de l'entreprise, mais pas nécessairement. Dans le cas d'une spéculation exagérée ou en période d'inflation, les cours perdent leur valeur réelle. Les pertes comptables et les pertes «réelles» qui résultent d'une baisse des cours ne sont donc pas des pertes économiques.

Pour élucider le problème de l'influence des fluctuations des cours sur les revenus, nous supposons tout d'abord une économie statique, dans laquelle la quantité de monnaie est constante. Il semble logique qu'à chaque bénéfice corresponde une perte. Si le bénéficiaire exerce son pouvoir d'achat de même que son prédécesseur, il n'y a pas de

---

<sup>20)</sup> Machlup: *op. cit.*, p. 79.

changement économique. Mais il faut excepter la période de vive spéculation, plus exactement celle qui suit le crac boursier, où l'expérience montre que le capital se concentre en mains de peu de personnes au détriment de beaucoup. C'est la situation typique après le crac boursier: quelques spéculateurs, professionnels ou non, font fortune parce qu'ils ont réussi à vendre avant la grande masse du public; ce dernier reste sur ses engagements et ne peut les réaliser qu'à perte.

La facilité de réaliser des bénéfices incite le public spéculateur à augmenter la consommation; car on sait que plus l'argent est gagné facilement, plus facilement il est dépensé. Mais est-il exact de parler d'une diminution de l'épargne nationale? <sup>21)</sup> Aux bénéfices réalisés n'y a-t-il pas des pertes correspondantes et de même grandeur? Et les personnes qui ont subi des pertes ne sont-elles pas contraintes à diminuer leurs dépenses de consommation? Admettons que, dans les pays qui ont un marché monétaire très liquide et un vaste capital-épargne dont toutes les classes de la population ont une part, une augmentation de la consommation puisse se produire sans diminution correspondante d'un autre côté. Mais il faut retenir les cas normaux: d'un côté, ceux qui ont réalisés des bénéfices inclinent à augmenter leur dépenses de consommation, mais de l'autre, ceux qui ont subi des pertes sont contraints à limiter ces dépenses. Comme, après le crac boursier, le cercle des gagnants est généralement plus restreint que celui des perdants, il est fort possible que cette agglomération de capitaux n'entraîne pas une augmentation des dépenses de consommation, mais bien au contraire une diminution relative de ces dépenses. Mr. Engel <sup>22)</sup> a montré que l'épargne augmente avec les grands revenus. Cependant par suite de l'agglomération des capitaux, le pouvoir d'achat est exercé d'une manière différente. Plus les bénéfices et les revenus sont grands, plus grandes seront les dépenses pour les articles de luxe et de demi-luxe. Bien que ces dépenses soient considérées par un certain groupe d'économistes comme désavantageuses, il faut croire que la consommation d'articles de luxe n'est pas si mauvaise, puisqu'elle est un stimulant de la productivité, et par conséquent un ressort important de l'économie libre; mais sans doute les capitaux affectés aux dépenses de luxe pourraient être utilisés de manière à ce que plus de gens puissent en profiter.

<sup>21)</sup> Gunzert: op. cit., p. 47/48.

<sup>22)</sup> Zweifel Fr.: Förderung und Lenkung industrieller Produktion durch steuerpolitische Maßnahmen, p. 96/97.

La question de savoir si les changements apportés par le crac boursier dans la répartition de la fortune provoquent une augmentation ou une diminution de la consommation ne peut être résolue uniformément. Tout ce qu'on peut dire — dans l'hypothèse de changements de fortunes assez grands — c'est que la diminution des dépenses de consommation chez le plus grand nombre tend à faire baisser les prix des biens de consommation tandis que le pouvoir d'achat accru du cercle restreint peut amener une augmentation de la consommation portant spécialement sur les articles de luxe, dont les prix tendraient alors à la hausse. Si la crise boursière est le reflet d'une crise économique générale, la diminution de la consommation est probable et par conséquent aussi celle des prix des biens de consommation. Mais si, chose plus rare, la crise boursière est une crise spéciale, tandis que les perspectives économiques ne sont pas défavorables, il se produira probablement une augmentation de la consommation, et les prix des biens de consommation hausseront.

Jusqu'à présent nous avons supposé une économie statique, où la quantité de monnaie en circulation était constante; laissons maintenant ce schéma pour nous approcher de la réalité et envisageons l'économie en progrès. Dans ce cas, la quantité monétaire va croissant et même, dans une période d'inflation, elle augmente plus que la quantité des produits. Dans l'économie en progrès, le raisonnement appliqué à l'économie statique, que le total des bénéfices doit correspondre à la même quantité de pertes n'est pas exact pour une phase cyclique, mais seulement pour un cycle entier. Nous prétendons que, pour une période de hausse, les bénéfices réalisés à la Bourse n'ont pas leur équivalent en pertes; et nous essaierons de le prouver plus loin. Si l'hypothèse est juste, il pourrait se produire effectivement une augmentation de la consommation et des prix des marchandises. Serait-ce un bien ou mal, on peut se le demander. Si la capacité de crédit du système bancaire était épuisée, l'augmentation de la consommation se ferait au détriment de nouveaux investissements, ce qui serait déplorable. Si, d'autre part, l'élasticité du système bancaire permet une expansion de crédit, l'augmentation de la consommation donnera lieu à de nouveaux investissements; mais ce pourrait être à un moment où les investissements ont déjà atteint un degré inquiétant, de sorte qu'on redoute la surproduction. L'augmentation de la consommation n'est donc en soi ni bonne ni mauvaise: tout dépend des circonstances et du moment où elle se produit.

Qu'en est-il maintenant de l'augmentation unilatérale des bénéfices? La Bourse est un marché indépendant, dont les cours, influencés par toutes sortes de facteurs, peuvent fluctuer au-dessus ou au-dessous de la valeur réelle. En période de prospérité et surtout d'inflation, nombre de cours fluctuent au-dessus de leur valeur effective. Si les cours se trouvent durablement orientés à la hausse, les spéculateurs qui s'engagent à la hausse encaissent des bénéfices tandis que ceux qui s'engagent à la baisse subissent des pertes. Comme, dans une période de hausse, les engagements à la hausse l'emportent sur ceux à la baisse, les bénéfices sont nominalement plus grands.

Prenons un exemple numérique: Le 1 janvier, une société anonyme émet des titres au cours de 100. Ces titres sont achetés par le spéculateur A au même cours. Le 1 février, A vend ces titres à B au cours de 110. Le 1 mars, B les revend à C au cours de 120, et ainsi de suite. Tous les spéculateurs ont réalisé des bénéfices. Mais qui donc a subi les pertes? Supposons que les cours aient continué à hausser jusqu'au 30 juin, atteignant 150. Le 1 juillet, il se produit un crac boursier, qui fait tomber les cours à 100. Le spéculateur qui a acheté les titres le 30 juin subit la perte de frs. 50, tandis que les spéculateurs A, B, C, D et E ont chacun gagné frs. 10. Supposons la valeur effective des titres à 120. Tous les acheteurs qui ont acheté au-dessous et qui ont réussi à vendre à un cours plus élevé ont réalisé des bénéfices non seulement nominaux mais effectifs. Tous les spéculateurs qui ont acheté à un cours supérieur à 120 et qui ont pu vendre à un cours encore plus élevé ont également réalisé des bénéfices nominaux, mais ils couraient à chaque instant le risque de subir une perte, parce que leurs titres étaient surévalués.

S'il est exact de dire que pour les affaires spéculatives les bénéfices doivent compenser les pertes, ce raisonnement n'est valable qu'après le bouclage des comptes. Pendant la hausse des cours, ce sont les bénéfices qui augmentent, tandis qu'après le crac boursier, les pertes compensent les bénéfices réalisés antérieurement. Les bénéfices réalisés pendant la période de hausse sont donc souvent des bénéfices fictifs; mais, puisqu'ils sont payés en argent, ils ne manquent pas d'exercer une influence sur les prix.

Quelle est cette influence économique? Nous sommes d'avis que dans un cycle économique «normal», c'est-à-dire où les cours fluctuent tantôt en dessous, tantôt en dessus de leur valeur effective, sans toute-

fois s'en éloigner beaucoup et de façon durable, les bénéfices et les pertes émanant des transactions spéculatives n'ont pas d'influence économique. Mais dans une période «extraordinaire», c'est-à-dire lors d'un «boom» ou d'une crise, les bénéfices réalisés sur le marché spécial de la Bourse pendant la hausse ont tendance à augmenter la demande dans le secteur de la consommation et, par là, à contribuer à la hausse des prix; tandis qu'après la stabilisation, les grandes pertes subies par le public tendent à diminuer la demande dans le secteur de la consommation et à aggraver la dépression. Les grandes bénéfices réalisés pendant le «boom» de 1929 aux Etats Unis ont été en partie réinvestis dans des transactions spéculatives et en partie consommés. L'augmentation de la demande dans le secteur de la production et de la consommation a eu un effet stimulant sur l'activité productrice. Mais quand survint le collapsus d'octobre 1929, ce pouvoir d'achat à la consommation tout artificiel s'évanouit aussitôt. Dans ce sens on peut considérer le collapsus boursier comme le premier signal de la crise et la cause immédiate de la dépression.

#### *h) Résumé.*

Dans ce paragraphe nous avons voulu montrer qu'une vive spéculation peut, dans une certaine mesure affecter le marché monétaire; cet effet n'augmente pas en fonction de la hausse des cours, il peut se produire également lors d'une baisse. L'absorption boursière dépend en outre dans une large mesure de la forme commerciale et surtout des habitudes de paiement: un peu plus grande pour les transactions au comptant qu'à terme, elle est plus importante dans les pays où les paiements se font de préférence au comptant que dans ceux où ils se font par chèques.

La Bourse nécessite à tout moment, même en période de stagnation, un certain capital circulant, qui est de ce fait soustrait à l'économie. Nous avons pu constater que le marché monétaire était plus sérieusement affecté par les transactions hors Bourse parce que la compensation ne pouvait se faire dans la même mesure que pour les transactions compensées par la caisse de liquidation. Nous avons vu en outre que, dans une économie nationale que n'est point isolée de l'étranger, il faut songer à la possibilité de changer en devises les béné-

fices résultant des transactions spéculatives ou de simples réalisations de titres avec bénéfice, quand le vendeur est un étranger qui retire son argent ou quand c'est un vendeur national qui veut investir son bénéfice à l'étranger.

Ces faits peuvent amener une certaine contraction du marché monétaire, dont l'effet économique, assavoir si elle donne lieu à une hausse des taux du marché monétaire ou à une expansion de la quantité monétaire par des capitaux créés ad hoc, dépend de l'aisance du marché monétaire et de la rigidité du système bancaire.

Supposons que l'aisance du marché monétaire soit affectée par les faits économiques précités, et que le système bancaire ne permette pas d'augmenter la quantité de monnaie, il y aura une hausse des taux du marché monétaire et spécialement du taux de l'escompte. Cette hausse constitue un facteur dépressif, dont la capacité de freiner le «boom» dépend si les taux d'intérêts facteurs déterminants des coûts de production, peuvent diminuer sérieusement les chances de profit des entrepreneurs; dans ce cas la hausse des taux du marché monétaire aura tendance à freiner le «boom». C'est donc dans un système bancaire rigide que la stérilisation boursière, provoquant la hausse des taux du marché monétaire, tend à freiner le «boom».

Supposons maintenant le cas du système bancaire élastique permettant à n'importe quel moment l'augmentation de la quantité de monnaie: la stérilisation boursière, au lieu de provoquer une hausse des taux du marché monétaire, sera compensée par l'expansion de capitaux créés ad hoc. A ce moment la stérilisation boursière doit être considérée comme défavorable pour l'économie.

Quant aux effets économiques des bénéfices et des pertes émanant des transactions spéculatives, nous sommes d'avis qu'ils sont minimes dans un cycle économique «normal»; mais dans un cycle caractérisé par de graves perturbations, les fluctuations des cours peuvent avoir tendance à renforcer le «boom» et à aggraver la dépression.

## 2. L'influence des mouvements boursiers sur le volume du crédit.

### a) Le problème.

Nous avons déjà signalé le problème des relations entre la Bourse et le volume du crédit. Certains économistes et surtout des adversaires de la Bourse prétendent que la spéculation boursière gonfle le volume du crédit de façon malsaine pour l'économie <sup>1)</sup>; cette expansion augmenterait au fur et à mesure que s'élèvent les cours. Il ne manque pas d'auteurs, cependant, qui aient tenté de réfuter cette accusation. Parmi eux, certains argumentent ainsi: Supposez une économie sans Bourse; toutes choses égales d'ailleurs, le volume serait-il plus petit? Non, car les capitaux qui passent l'économie par l'intermédiaire de la Bourse seraient alors demandés directement. Le seul changement serait dans le bilan des banques d'affaires, où les postes reports et lombards feraient place aux débiteurs, effets, etc. <sup>2)</sup>. L'hypothèse d'une économie sans Bourse peut être utile pour montrer que l'offre et la demande de capital trouveraient directement le chemin de l'économie, comme on le verrait par les changements de postes des bilans; mais cette hypothèse ne suffit pas à réfuter le reproche fait à la Bourse, et spécialement aux fluctuations des cours, de faciliter l'augmentation du volume du crédit.

L'économiste Plenge <sup>3)</sup> estime que, par l'octroi de crédits boursiers, les banques d'affaires peuvent étendre l'expansion de leurs crédits dans des limites beaucoup moins strictes que par une expansion correspondante des crédits industriels directs; car dans ce cas il est possible que le vendeur dépose à la banque le montant du crédit accordé à l'acheteur de titres. La capacité de crédit réelle resterait alors la même; tandis que ce serait l'exception dans les crédits directs, car ils se fragmentent en petites parts, de destinations diverses, en grande partie pour la consommation, ce qui diminue la capacité de crédit des banques d'affaires.

<sup>1)</sup> Reisch R.: Rückwirkungen der Börsenspekulation auf den Kreditmarkt dans «Zeitschrift für Nationalökonomie», p. 209.

<sup>2)</sup> Gunzert: op. cit., p. 49.

<sup>3)</sup> Plenge: op. cit., p. 176.

Donc un agrandissement du volume du crédit par l'octroi de crédits industriels directs porterait atteinte à la liquidité des banques; pour les crédits servant à la spéculation, une augmentation du volume ne porterait pas préjudice à la liquidité si ces crédits retournent à la banque. Lorsqu'il s'agit de la spéculation sur anciens titres, dont parle Mr. Plengé, il est possible que le spéculateur porte la contre-valeur à la banque, et qu'ainsi la liquidité du système bancaire ne souffre pas. Mais il est également possible que le spéculateur utilise le crédit pour des spéculations successives ou qu'il thésaurise ou encore consomme le bénéfice; dans ces cas, une certaine quantité de monnaie est stérilisée, et la capacité de crédit en est affaiblie. Mais l'opposition des crédits directs aux crédits boursiers n'a de sens que lorsque les deux modes de crédit sont tous deux à l'avantage de l'économie, c'est-à-dire quand les crédits boursiers sont utilisés à l'achat de nouveaux titres. Dans ce cas on ne peut parler d'un avantage des crédits boursiers touchant la capacité de crédit des banques.

Si les crédits boursiers servent à l'achat de nouveaux titres, les vendeurs ne déposeront pas la contre-valeur à la banque, mais l'utiliseront pour leurs investissements, ce qui portera atteinte également à la liquidité des banques. En principe il est donc indifférent que les crédits soient accordés à l'industrie directement ou par l'intermédiaire de la Bourse: dans les deux cas nous assistons à une expansion du volume du crédit qui porte préjudice à la liquidité des banques commerciales.

Pour pouvoir répondre à la question posée plus haut, il faut encore examiner les caractéristiques et les effets du crédit en général et des crédits boursiers en particulier.

#### *b) La signification économique du crédit.*

Le crédit joue un rôle fort important dans la vie économique. Il remplace sous différentes formes la monnaie métallique, coûteuse et encombrante. Grâce à son élasticité, il se plie mieux aux besoins changeants de l'activité économique, favorisant par là le développement des affaires.

Au point de vue économique et monétaire, le crédit comprend deux modes tout à fait différents: d'une part l'accumulation de dis-

ponibilités et de capitaux non utilisés pour le moment, qu'on accorde là où ils sont demandés, d'autre part l'octroi de promesses de paiement qui dépassent la quantité de moyens de paiement disponibles. Si la banque ne crédite que l'épargne qui lui est confiée pour l'achat de titres, par exemple, elle fait économiquement la même chose que le capitaliste achetant des titres pour placer ses fonds. Il y a toutefois une différence en ce sens que la banque ne sait pas exactement si l'épargne qui lui est confiée sera permanente ou temporaire. C'est pourquoi elle prend un risque de cours, pour le cas où l'épargne serait retirée, et où la banque se verrait forcée à revendre des titres à des cours plus bas.

Si au contraire le marché de placement travaille avec du crédit d'origine inflationniste, il y a un élément tout à fait nouveau, qui ne se distingue pas extérieurement, car dans les deux cas on utilise des moyens de paiement (monnaie légale ou chèques); mais derrière ces moyens de paiement se cache, dans le premier cas l'épargne, capital réel, et dans le second cas des promesses de paiement, dont la couverture réelle fait défaut. Pour l'entrepreneur il est indifférent que le crédit obtenu soit constitué par du capital réel ou qu'il soit créé ad hoc, et pourtant il est nécessaire de faire la distinction. Tant que l'expansion du crédit se prélève sur l'épargne il n'y a rien à objecter; mais si l'offre de crédit provient d'avances bancaires créées ad hoc, c'est-à-dire de caractère inflationniste, l'effet sera différent.

La capacité des banques de créer des crédits est considéré encore aujourd'hui par certains théoriciens et plus encore par des praticiens comme un pouvoir magique, bien que la doctrine ait été théoriquement admise (à preuve les articles sur le crédit dans les dictionnaires et les encyclopédies, confiés à des tenants de la nouvelle doctrine).

Alors qu'autrefois on croyait que, seule la banque d'émission détermine la quantité de monnaie, on admet aujourd'hui que les banques d'affaires, elles aussi, en augmentant le volume du crédit, contribuent à déterminer la quantité de monnaie et exercent par là une influence sur les prix indépendamment de la banque d'émission.

A elle seule l'augmentation du volume du crédit n'est pas un danger. Elle est nécessaire pour adapter l'offre de capitaux à la demande croissante. Le problème est celui de l'optimum: savoir quand cette augmentation dépasse les limites où elle reste saine pour l'économie. Malheureusement il n'est pas possible de déterminer d'avance les

frontières du surinvestissement; celui-ci ne peut qu'être constaté après coup. C'est pourquoi l'expansion du crédit ne peut être arrêtée; on peut tout au plus la freiner par l'application d'une politique économique appropriée (taux d'escompte, opérations sur le marché libre).

### 1. Nature et caractéristiques des crédits boursiers.

Les crédits accordés aux spéculateurs pour les achats de titres ou pour les prolongations des engagements à la hausse peuvent se présenter, au point de vue juridique, sous deux formes différentes: le crédit lombard et le crédit de report. Il n'est pas nécessaire que ces crédits, formellement destinés à la spéculation, le soient aussi matériellement, bien que les crédits de report le soient presque toujours. D'autre part, tous les crédits, de quelque forme que ce soit, qui ne sont pas formellement destinés à la spéculation, peuvent l'être matériellement. Il s'ensuit que les crédits lombards et de report qu'on voit dans les bilans des banques ne sont jamais l'expression exacte des crédits boursiers.

Le crédit lombard est généralement employé pour la spéculation au comptant. Le haussier donne en gage au banquier des titres qu'il a achetés ou dont il était déjà propriétaire, contre lesquels le banquier lui accorde un crédit jusqu'à concurrence d'un certain pourcentage des cours des titres nantis. La hauteur de ce pourcentage dépend d'une part des habitudes des banques, d'autre part de la qualité du titre nanti et de la situation financière du client, enfin de la situation du marché du crédit. Les grandes banques suisses et les banques cantonales accordent des avances, dont la garantie est constituée par des obligations: suivant la qualité des obligations nanties l'avance peut aller jusqu'à 80—90 % de leurs cours. Elles avancent également sur les actions du pays et les actions étrangères: suivant la qualité des actions et la capacité du marché, l'avance est de 60—80 %<sup>4)</sup>.

Le crédit de report sert à la prolongation des affaires à terme. Cela n'empêche pas que les opérations à terme peuvent également être prolongées au moyen du crédit lombard. Il va sans dire qu'au jour de liquidation les engagements ne sont pas tous compensés. Les engagements échus le jour de liquidation, c'est-à-dire la livraison des titres et le paiement des montants sont réglés au lieu par les spécu-

---

<sup>4)</sup> Kurz: op. cit., p. 94.

lateurs, par le donneur des titres ou d'argent, en fournissant ce crédit jusqu'à la prochaine période de liquidation.

Le but du crédit de report n'est pas différent de celui du crédit lombard. Les deux modes de crédit doivent permettre au spéculateur, haussier ou baissier, de prolonger ses engagements jusqu'au moment où il jugera opportun de s'engager dans le sens opposé. La signification des crédits boursiers consiste à fournir à la spéculation les moyens nécessaires pour élargir le marché des valeurs mobilières.

Au point de vue juridique, dans le crédit lombard, le spéculateur reste propriétaire des titres qu'il donne en gage, tandis que dans le crédit de report, le banquier, en avançant les fonds, devient propriétaire des titres. Il y a une différence au point de vue économique: tandis que le crédit lombard est accordé jusqu'à un certain pourcentage du cours des titres, le crédit de report est accordé au cours de liquidation, donc à 100 %. Etant donné que le fournisseur du crédit devient propriétaire des titres déposés en report, il peut en disposer à sa guise: par exemple les vendre, les donner en gage, les détruire ou exercer le droit de vote dans l'assemblée générale de la société en question. Tandis que, dans le crédit lombard, restant propriétaire des titres nantis, le haussier garde aussi tous les droits décrits plus haut. Habituellement il y a entre le haussier et le créancier du gage un gentleman agreement, d'après lequel le droit de vote passe, pour la durée du contrat de gage, au créancier qui est également dispensé de l'obligation de rendre les mêmes titres. Ce gentleman agreement fait disparaître pratiquement la différence entre les deux systèmes de crédit. La différence entre le pourcentage de l'avance à consentir a disparu elle aussi en ce sens que le donneur d'argent peut exiger du haussier des sécurités supplémentaires. Les membres du Effektenbörsenverein de Zurich (agents de change) et les commissionnaires qui n'en font partie s'accordent des crédits de report toujours au cours de 100 %, car ils ont dû fournir une caution de 100 000 frs pour les premiers et de 20 000 frs pour les seconds. S'ils ne peuvent faire face à leurs engagements, y compris ceux des affaires de report, les créanciers (à condition d'être membres) peuvent demander ces cautions pour couvrir leurs créances<sup>5)</sup>.

En période de grandes fluctuations des cours, quand la prime de risque augmente, les banques peuvent demander des versements sup-

---

<sup>5)</sup> Kessler: op. cit., p. 47.

plémentaires ou augmenter le taux de report. Aujourd'hui, grâce aux versements de garantie, les caisses de liquidation ont une plus grande liquidité qu'autrefois, de sorte que, dans la pratique, ces versements supplémentaires ne sont plus exigés des membres de la caisse de liquidation.

Si une augmentation des crédits boursiers a tendance à faire monter les cours, et une diminution à les faire descendre, il faut tenir compte, lorsqu'on envisage l'offre de capital, non seulement du chiffre absolu mais aussi de la vitesse de circulation. Ainsi le crac boursier à Wall Street se produisit en 1929 alors que les crédits avancés par les banques avaient diminué<sup>6)</sup>. Si les mouvements boursiers n'étaient influencés que par le chiffre absolu de capital, la baisse des cours aurait dû se produire en 1928 déjà; mais elle ne s'est pas produite parce que, selon Mr. Philipps, la vitesse de circulation a augmenté de presque 50 % de 1928—1929. Quoiqu'il soit difficile de comprendre comment Mr. Philipps est arrivé à ce chiffre, car les fluctuations des cours ne dépendent pas uniquement des moyens disponibles, on ne doit néanmoins jamais perdre de vue la vitesse de circulation: en période de vive spéculation, celle-ci peut provoquer des mouvements des cours qui soient en contradiction avec les chiffres absolus de l'offre de capital.

Après avoir montré les traits caractéristiques du crédit et de l'augmentation de son volume, revenons maintenant à la question des effets économiques des crédits boursiers.

## 2. Les effets économiques des crédits boursiers.

Les crédits boursiers sont accordés à court terme. S'ils servent à la spéculation sur anciens titres, ils sont utilisés à courte échéance également; mais s'ils servent à l'achat de nouveaux titres, ils sont investis à longue échéance. Il n'y a rien là d'alarmant, puisque l'épargne confiée à la banque est en grande partie à longue échéance elle aussi. C'est un des plus anciens principes de politique bancaire que l'équilibre doit régner entre la durée du crédit et le temps nécessaire aux transactions basées sur ce crédit. Par exemple, ce serait grave si un investissement qui dure des années était financé avec des effets à trois mois. C'est donc avec raison que ces effets de finance, comme on les

<sup>6)</sup> Philipps, Mc Manus, Nelson: Banking in the Business Cycle, p. 153.

appelle, sont éliminés du réescompte par la banque d'émission, bien qu'il ne soit pas toujours facile de les reconnaître. Or, l'utilisation des crédits boursiers pour l'achat de nouveaux titres, c'est en principe comme le financement avec les effets. Car quel est l'effet économiques des crédits boursiers? L'émetteur obtient du capital destiné à longue échéance au moyen d'un crédit révocable chaque jour ou chaque mois, donc à court terme. La révocation éventuelle n'affecte pas, il est vrai, l'émetteur lui-même mais l'acheteur des titres et peut-être un spéculateur à la hausse antérieur. Mais du point de vue économique et bancaire, les risques inhérent à la différence entre la durée du crédit et celle de son emploi existent quand même, car les titres nantis pourraient ne se vendre qu'à perte. Ces pertes, il va sans dire, ne sont pas économiques mais seulement comptables; et, ce ne sont généralement pas les banques qui les subissent, car en période de hausse des cours et de spéculation effrénée, les banques qui accordent des crédits boursiers ne tardent pas à demander des versements supplémentaires lorsqu'elles estiment les cours surévalués: c'est donc le public, non la banque qui subit les pertes. Cependant, pour couvrir ses pertes, le public est forcé de retirer de la banque une partie de son épargne; généralement il ne se contente pas de retirer le montant de ses pertes mais, pour des raisons psychologiques, il retire souvent davantage; ainsi la liquidité des banques s'altère, car il est peu probable que les retraits de capitaux soient entièrement compensés par des dépôts nouveaux. Les banques tâcheront alors d'améliorer leur liquidité en demandant des crédits à la banque d'émission. Économiquement le caractère dominant de cette situation, c'est que trop de biens réels ont servi à l'investissement: ce qui apparaît clairement dans la disproportion entre l'emploi des crédits pour la production et la consommation et dans les investissements non rentables économiquement.

Avant d'aborder le problème cardinal, il nous semble nécessaire de dire quelques mots de la contreverse sur les crédits industriels et crédits boursiers, étant donné que l'on prête souvent aux crédits boursiers un danger, dû à l'expansion du crédit dans la hausse, tandis que cette hausse serait beaucoup moins dangereuse si les crédits étaient accordés, dit-on, directement à l'industrie.

c) *Crédits industriels ou crédits boursiers?*

A certaines périodes, la Bourse est la seule institution qui permette l'alimentation en capitaux de l'économie. Vers la fin de la dépression, les capitalistes et les banques s'abstiennent de tout placement à longue échéance; la possibilité de faire mobiliser à tout moment les moyens du marché monétaire fait que l'excédent de l'offre du marché monétaire va à la Bourse, et finalement le marché des capitaux en est le bénéficiaire. Pour les banques, les crédits boursiers sont la seule possibilité de placement: des crédits industriels directs à long terme ne seraient pas admissibles, des crédits industriels à court terme ne sont pas demandés, il ne reste que le crédit boursier, sorte de crédit industriel indirect à long terme.

La méfiance qu'on a souvent à l'égard des crédits boursiers est sans fondement quand on se rend compte qu'il est tout à fait inutile de vouloir déterminer l'emploi des crédits par la forme ou par des conditions spéciales. Ainsi les banquiers se défendent énergiquement contre l'accusation d'accorder à leurs clients des crédits à court terme pour des investissements à long terme; mais, en croyant que ces crédits ne serviront qu'aux transactions commerciales, ils oublient que ce capital circulant qu'ils accordent à leurs clients donne à ceux-ci la possibilité d'employer leur propre capital autrement que jusqu'ici. Par le crédit bancaire, le producteur libère les moyens qui étaient investis dans la production, ce qui lui permettra d'entreprendre les investissements avec ses «propres fonds».

Il n'est pas nécessaire que les investissements provoqués par une expansion du crédit soient faits par l'entrepreneur emprunteur lui-même. Le crédit bancaire peut permettre par exemple au commerçant de diminuer son crédit chez son fournisseur et par là donner à celui-ci la possibilité d'entreprendre de nouveaux investissements. Le crédit bancaire peut en somme libérer n'importe quel autre crédit et permettre à un endroit non déterminé un investissement nouveau.

Outre que les effets du crédit ne s'orientent ni d'après leur forme visible (escompte, lombard, crédit en compte-courant) ni d'après le chemin qu'ils prennent (crédit direct ou crédit boursier) ni d'après l'emploi présumé (capital circulant, capital de placement), les banques n'ont pas la possibilité d'empêcher les crédits d'aller à la Bourse.

Si par exemple les taux de report montent visiblement au-dessus

du taux de l'escompte, les banques peuvent faire réescompter leurs effets pour amener leurs capitaux à la Bourse. Dans le cas où, sous la pression de la politique de crédit officielle, les banques n'oseraient pas étendre les affaires de report, mais où il y aurait cependant la possibilité et l'intention de continuer l'expansion du crédit, l'économie produirait des effets de commerce qu'on ferait convertir à la Bourse. Car dans une économie libre nul ne pourrait empêcher le capitaliste de mettre ses moyens à la disposition de la Bourse. Dans une période de hausse, la plupart des crédits commerciaux ont tendance à devenir des crédits boursiers. Toute restriction des crédits boursiers est absurde tant que dure l'expansion du crédit<sup>7)</sup>. Ce n'est ni le chemin ni la forme qui rendent le crédit dangereux, mais uniquement son étendue.

*d) Les mouvements boursiers et le volume du crédit.*

Nous arrivons maintenant à la question cardinale qui met la spéculation en relation avec les crédits boursiers: si la hausse des cours renferme une tendance à stimuler et la baisse à freiner l'expansion du crédit. En effet la question originale s'est changée dans le sens opposé: alors qu'autrefois l'on craignait que les crédits boursiers n'entravent les crédits industriels, on se demande maintenant si les crédits boursiers ne permettent pas une expansion du crédit, en d'autres termes, si une spéculation exagérée ne causerait pas ipso facto une inflation?<sup>8)</sup>

Pas plus qu'on ne peut donner à l'inflation des causes nécessaires, abstraction faite de l'inflation d'or sous l'étalon or, on ne saurait désigner la demande de crédit comme cause de l'expansion du crédit. L'inflation n'est pas l'effet automatique ou régulier de faits objectifs, mais elle est le résultat d'une politique. Une politique peut être motivée, compréhensible, on peut l'expliquer par une idéologie, par des considérations psychologiques ou des arguments tétéologiques, mais il n'y a pas de cause nécessaire à la politique d'inflation<sup>9)</sup>.

Les mouvements boursiers peuvent influencer le volume du crédit de deux manières différentes, indirectement et directement.

7) Machlup: op. cit., p. 188.

8) Balogh: cité de Machlup: op. cit., p. 190.

9) Machlup: op. cit., p. 191.

Le problème de l'influence indirecte est de savoir si les mouvements boursiers provoquent un changement factice des taux d'intérêts qui pourrait avoir une influence sur l'expansion du crédit; celui de l'influence directe, si la capitalisation boursière exerce une influence sur la politique de crédit des banques.

1. Les mouvements boursiers et les changements factices du taux de l'intérêt.

La conception de l'influence indirecte des mouvements boursiers se base sur la théorie «pure de l'intérêt» qui fait abstraction des facteurs monétaires et considère le taux de l'intérêt comme le prix des capitaux, déterminé par leur productivité marginale au sens technologique et par certains facteurs psychologiques déterminant l'urgence relative des besoins présents et futurs<sup>10)</sup>.

Pour envisager le problème, nous adaptons la distinction que fait Wicksell entre le «loyer de l'argent» ou taux d'intérêt du marché, qui est influencé par la politique des banques et par d'autres facteurs monétaires et d'autre part le «taux d'intérêt naturel». Il définit ce taux naturel «le taux correspondant au point d'équilibre exact entre la demande des capitaux d'emprunt et l'offre de fonds d'épargne»<sup>11)</sup>. Si les banques abaissent le taux d'intérêt du marché au-dessous du point d'équilibre, la demande de crédit augmentera; si le taux est porté au-dessus du point d'équilibre, la demande de crédit fléchira.

La Bourse est un marché spécial, qui anticipe la situation économique. Dans le paragraphe précédent, nous avons montré que la hausse des cours n'était pas synonyme d'une augmentation du capital offert à la spéculation, mais que, par contre, l'augmentation de l'offre de capital causait, toutes choses égales d'ailleurs, une hausse du niveau des cours. Les crédits boursiers utilisés à l'achat d'anciens titres ont tendance à élever le niveau des cours, ce qui diminue le rendement effectif et incite les entrepreneurs à lancer de nouvelles émissions; car il n'y a pas de raison pour qu'ils ne profitent pas du crédit à meilleur marché, si les perspectives sont engageantes. Cette dernière condition est sine qua non, car à elle seule la baisse du

<sup>10)</sup> Haberler: op. cit., p. 221.

<sup>11)</sup> Wicksell: Vorlesungen über Nationalökonomie, volume II, p. 220, cité de Haberler, op. cit., p. 37.

loyer de l'argent ne suffit généralement pas à décider les entrepreneurs à entreprendre de nouveaux investissements.

Une autre partie des crédits boursiers sert à l'achat de ces nouveaux titres. Ainsi non seulement l'offre accrue de crédits boursiers est une cause directe de la hausse des cours, mais on peut se demander si la hausse des cours ne serait pas à son tour cause de l'expansion du crédit; car si les cours n'avaient pas monté, l'augmentation de volume du crédit, que ce soit pour spéculation sur anciens titres ou sur nouveaux titres, n'eût pas été aussi considérable. On répondra qu'on ne doit pas attribuer l'expansion du crédit à la hausse des cours, mais bien plutôt à l'augmentation de la demande de crédit, laquelle tient son élan de la perspective favorable; l'offre de capital n'aurait fait que s'adapter à la demande: ainsi l'augmentation des cours ne proviendrait pas de phénomènes monétaires mais serait causée par des faits réels. Ce raisonnement se montre juste, si l'on considère que la Bourse est un reflet très fidèle de la vie économique. Les mouvements boursiers à la hausse tendent en effet à augmenter le volume du crédit, plus exactement à avancer cette augmentation: la perspective économique étant estimée favorable, l'augmentation se produirait même sans la hausse des cours. Si les pronostics sur lesquels s'est fondée la hausse se montrent faux, les cours ne tarderont pas à baisser, ce qui réduira de nouveau le volume du crédit; si, au contraire, la situation économique prend une tournure favorable, c'est bien la hausse des cours qui aura donné l'impulsion à l'augmentation de volume, mais sans elle cette augmentation se serait produite quand même, un peu plus tard seulement.

Jusqu'ici nous n'avons pas vu que les mouvements boursiers aient augmenté le volume du crédit inutilement et au détriment de l'économie. Tant que les cours reflètent la situation économique, en ce sens qu'ils correspondent à peu près à la valeur réelle des titres, on ne saurait prêter à la Bourse un danger d'expansion du crédit.

Nous avons parlé dans le premier chapitre des influences auxquelles la Bourse est soumise. Puis, dans notre dernier paragraphe nous avons constaté que la hausse des cours n'est pas nécessairement due à une offre accrue de capitaux (les spéculateurs professionnels n'en ont nul besoin,) et que la nature humaine tend à exagérer dans les deux sens son estimation de l'évolution économique: les prévisions ne se justifient pas toujours et rarement avec l'intensité qu'on

peut constater *post eventum*. Ce sont donc ces influences qui font que les mouvements boursiers sont tantôt surfaits et tantôt sousestimés. Il est par conséquent vraisemblable que les cours soient surestimés en période ascendante et sousestimés en période descendante. Dans ces conditions, et abstraction faite de l'influence psychologique de l'exagération des cours, n'est-il pas probable que l'abaissement factice du taux d'intérêt provoqué par la surestimation des cours, et de même l'augmentation factice de ce taux due à la sousestimation des cours aient une influence économique: renforcement de la tendance à la hausse en période ascendante, de la tendance à la baisse en période descendante?

C'est dans les périodes de spéculation effrénée que l'abaissement factice du taux d'intérêt est le plus grand; le danger pour l'économie est alors d'autant plus grave que c'est une situation où le facteur de crédit devrait servir de garde-frein.

Tant que la surévaluation des cours se place en période de dépression ou dans la reprise, la modicité du loyer de l'argent doit être considérée comme favorable à l'économie. Au contraire, lorsque la surévaluation des cours survient dans la prospérité et dans le «boom», la modicité du loyer de l'argent, qui est au-dessous du point d'équilibre, peut contribuer à renforcer le «boom» au lieu de le freiner; car le taux d'intérêt constitue un facteur du prix de revient, et toute réduction de coût du capital engage l'entrepreneur à faire de nouveaux investissements.

Il est vrai que le facteur de crédit ne joue pas le rôle qui lui est dévolu dans la prospérité: les entrepreneurs n'en tiennent pas compte autant qu'ils devraient, parce qu'ils calculent en prévoyant des prix de vente sinon élevés du moins stables. Cela ne réfute pas cependant l'argument que la modicité du loyer de l'argent en période de prospérité a tendance à renforcer le «boom».

Il reste à envisager l'autre face de la question: les mouvements boursiers à la baisse, quand ils proviennent de sousestimation, n'ont-ils pas l'effet contraire, une diminution de volume du crédit?

En période de baisse des cours, les engagements à la baisse l'emportent sur les engagements à la hausse; les besoins de crédit en capital diminuent, car les baissiers qui prolongent demandent leurs crédits non pas en capital mais en titres. De même que l'accroissement de volume du crédit tend à faire augmenter les investissements, la di-

minution du volume tend à les faire diminuer. La question est alors si la sousévaluation des cours ou l'augmentation factice du loyer de l'argent aggrave encore la diminution des investissements.

De même que les cours sont parfois surfaits, ils peuvent être sous-évalués; c'est le cas en période de crise, spécialement après un crac boursier.

A ce moment la situation économique, en elle-même défavorable, se reflète plus défavorable encore dans la sousévaluation des cours et l'élévation factice du loyer de l'argent.

Le niveau trop bas des cours correspond à un renchérissement du loyer de l'argent. Sans vouloir contester la tendance dépressive du facteur de crédit, nous ne croyons pas qu'il ait pratiquement une influence économique défavorable à ce moment-là; car aussi longtemps que les perspectives restent défavorables les entrepreneurs s'abstiennent de nouveaux investissements. Même un abaissement considérable du taux d'intérêt ne suffirait pas à lui seul, croyons-nous, à tirer l'économie du marasme.

Il faut signaler que l'augmentation et la diminution factices du loyer de l'argent par les mouvements boursiers ne se font pas au préjudice ou au profit de chacun: seules les sociétés qui se procurent les fonds par l'émission d'actions ou d'obligations sont affectées directement. Ces changements factices auraient donc tendance à faciliter le crédit de la grande industrie au détriment de la petite industrie. Car si les taux d'intérêts à long terme sont trop bas à cause de la surestimation des cours, les sociétés anonymes en profitent; si les taux sont trop élevés par rapport aux crédits bancaires, les sociétés anonymes ont toujours la possibilité de se procurer les fonds par des crédits bancaires par exemple. Les entreprises qui n'émettent pas de titres n'ont pas le choix entre ces deux modes de financement ce qui constitue éventuellement un sérieux désavantage.

## 2. L'influence de la capitalisation boursière sur la politique de crédit des banques.

Il reste un dernier problème: la capitalisation boursière exerce-t-elle une influence sur la politique de crédit des banques?

L'expansion du crédit est le fait des banques qui facilitent les conditions des prêts d'argent à leurs clients<sup>12)</sup>. Ajoutons que les fa-

<sup>12)</sup> Haberler: *op. cit.*, p. 19.

cilités de crédit ne causent pas à elles seules une expansion de la production, pas plus que le renchérissement du crédit ne suffit, en général, à freiner le «boom». L'expansion du crédit ne peut avoir un sens économique que lorsqu'elle est accompagnée ou provoquée par une augmentation correspondante de la demande.

Nous savons que la capitalisation boursière varie selon les cours des titres, dans une très forte mesure, parfois d'un jour à l'autre. On peut donc se demander si les banques, en se montrant plus ou moins exigeantes sur le choix des garanties à mesure que la capitalisation boursière s'élève ou s'abaisse, se laissent influencer par les mouvements boursiers et de quelle manière.

Les banques augmentent-elles leurs avances sur titres, si la capitalisation boursière a augmenté; les diminuent-elles si la capitalisation boursière a diminué? Pour pouvoir répondre à cette question, nous devons distinguer les deux modes de crédits boursiers, le crédit lombard et le crédit de report.

Supposons que des spéculateurs se soient engagés à la hausse: ils ont obtenu des crédits bancaires se montant à 80 % des cours des titres donnés en nantissement; à ce moment les cours de ces titres tombent. Comment la banque réagira-t-elle? Si la marge minimum que la banque juge acceptable n'est plus atteinte, la banque demandera au spéculateur des versements supplémentaires; à défaut, elle tâchera de réaliser les titres nantis, si ceux-ci sont devenus sa propriété par un gentleman agreement comme les banques ont coutume de le faire. Remarquons que la banque n'incline pas dans tous les cas à demander des versements supplémentaires. Elle s'en dispense souvent si la situation financière du client est solide. De même si le spéculateur est membre d'une caisse de liquidation, qu'il a fait par conséquent un versement de garantie, la banque ne demandera pas de versements supplémentaires tant que les pertes sur les cours ne dépassent pas ces versements de garantie.

En Angleterre, le premier jour d'un «fortnight settlement» les banques élaborent les conditions, sous auxquelles elles accorderont aux stockbrokers les crédits connus dans le monde bancaire sous le nom de «fortnightly loans». Il est vrai que ces crédits ne sont accordés que moyennant sécurités (effets, titres, marchandises) et que, par conséquent, les conditions du crédit, peuvent dépendre de l'importance de ces sécurités. Cependant, spécialement pour ces crédits, la sécurité

des titres ne joue qu'un rôle secondaire; en premier lieu, la banque tient compte du «standing and credit of the borrower»<sup>13)</sup>.

La hausse des cours représente une diminution de risque pour les banques. Si cette hausse n'est pas due à la spéculation, mais à une augmentation de la productivité, cela permet aux banques d'augmenter le pourcentage de l'avance accordée sur titres donnés en nantissement. Or les banques peuvent abaisser ou élever ce pourcentage selon les fluctuations des cours, mais elles ne sont pas forcées de le faire: la règle est que, pour des périodes «ordinaires», la marge reste toujours la même. Pour des périodes «extraordinaires», c'est-à-dire quand les banques estiment que les cours s'éloignent trop de la valeur intrinsèque, elles ont recours à cette mesure. Citons Veessenmayer<sup>14)</sup>: «So wurde z. B. am 10. Februar 1927 für alle Werte des Einheits- und variablen Marktes die Beleihungsgrenze von 90 auf 80 % herabgesetzt (für unnotierte Werte 60 %), während sie für Termin- und festverzinsliche Werte mit 90 % bestehen blieb. Gegen Ende 1927 wurde von der Liquidationskasse Berlin bei Terminpapieren und erstklassigen Renten eine Ueberdeckung von 25 %, bei variablen Effekten von 33<sup>1</sup>/<sub>3</sub> % und bei Kassapapieren von 40—50 % verlangt.»

Comment les fluctuations des cours influencent-elles les crédits de report? Supposons comme tout à l'heure que des spéculateurs se soient engagés à la hausse: ils ont obtenu un crédit de report qui, contrairement au crédit de lombard, se monte à 100 % du cours du titre; à ce moment le cours tombe. Le spéculateur ne pourrait donc vendre qu'à perte, et, s'il était insolvable, la banque perdrait. Comment se préserve-t-elle du risque de ces fluctuations des cours? Comme pour le crédit lombard, elle demandera au spéculateur des sécurités supplémentaires au cas où les cours des titres donnés en report tomberaient; ou bien comme elle est propriétaire des titres, elle tâchera de les réaliser s'il se produit une chute des cours de quelque importance. Ainsi elle est couverte.

Au cas où les cours montent les banques n'ont pas de risque, c'est pourquoi elles sont intéressées à la hausse des cours.

L'effet des fluctuations des cours sur la politique de crédit est donc le suivant: quand les cours montent, la demande de crédit aug-

<sup>13)</sup> Weber A.: *Depositenbanken und Spekulationsbanken*, p. 208.

<sup>14)</sup> Veessenmayer: *Die Neugestaltung des Effektermingeschäfts* dans «Effektenbörse und Volkswirtschaft», p. 243.

mente, quand ils baissent, elle diminue. Ainsi Kurz: «Besonders instruktiv ist die Bewegung der Börsenkredite an der New Yorker Börse, die sich am 2. Oktober 1929 auf 6804 Millionen Dollars stellten, um seither sozusagen von Monat zu Monat zurückzugehen. Ende Oktober 1930 betrugen sie noch 2512 Millionen Dollars.»<sup>15)</sup>

Cet effet est tout naturel, lorsqu'on se rend compte que la hausse des cours est due normalement à l'accroissement de la productivité, la baisse des cours à une diminution de la productivité. Nous disons bien normalement, car il arrive très souvent que les fluctuations des cours ne se justifient pas par l'évolution postérieure. Que se passerait-il par exemple, si le niveau de certains cours était surestimé? Les banques seraient tentées d'augmenter en conséquence l'offre de crédit. D'autre part, une sousestimation du niveau de certains cours serait caractérisée par une diminution de l'offre de crédit.

Pour apprécier le danger que peuvent introduire la surestimation et la sousestimation des cours dans la politique de crédit des banques, il faudrait savoir si les banques ont les moyens de reconnaître quand les cours s'éloignent de la valeur intrinsèque des titres et, dans ce cas, si elles ont intérêt à en tirer les conséquences.

S'il existe une institution capable de juger si un titre est surfait ou sousestimé, c'est bien la banque: par son influence sur l'industrie, elle est à même d'apprécier exactement la situation financière et commerciale de l'entreprise. Quant à savoir si les banques veulent bien tirer les conséquences qui s'imposeraient de la surestimation ou sous-estimation des cours, c'est une autre question.

Supposons qu'une banque ait accordé un crédit à une entreprise, dont elle estime les titres surfaits ou qu'elle ait pris ferme une nouvelle émission de cette entreprise: aura-t-elle intérêt à dévoiler la vraie situation? Est-ce qu'elle réduira les crédits lombards à un pourcentage inférieur à celui qu'elle accorde habituellement pour la même catégorie de titres? Est-ce qu'elle demandera des sécurités supplémentaires sur les crédits de report? Une telle politique ne pourrait rester inaperçue des autres banques, et une baisse des cours de ces titres serait inévitable, à laquelle la banque en question n'a pas intérêt. Nous devons conclure que les banques ne sont pas intéressées à diminuer l'offre de crédit quand les titres sont surestimés.

---

<sup>15)</sup> Kurz: op. cit., p. 112.

Pour remédier à l'expansion du crédit due à la hausse des cours, le professeur Cassel<sup>16)</sup> propose que les banques se mettent d'accord sur le pourcentage de l'avance à consentir et, si les cours montent qu'elles refusent toute élévation du pourcentage ou même qu'elles l'abaissent. Si, par un tel gentleman agreement, les banques freinaient l'expansion du crédit, beaucoup serait gagné. Mais tant que la condition sine qua non de l'expansion du crédit, la volonté et la possibilité existent, cette proposition restera à l'état de vœu.

Qu'en est-il des titres sousévalués? Le cas est plus rare, mais il arrive parfois dans la crise et la dépression. Les banques, qui sont intéressées à la hausse des cours, exerceront une fonction utile en augmentant le pourcentage de l'avance à consentir, puisqu'à ce moment, toute augmentation de l'offre de crédit ne peut être que salutaire à l'économie. Le fait que l'augmentation de l'offre de capitaux ne suffit pas à stimuler l'économie quand la demande ne correspond pas à l'offre n'est pas un argument contre les bienfaits de cette politique bancaire. Il en serait tout autrement si les titres étaient sousévalués, en période de «boom», ce qui arrive d'ailleurs moins souvent: la tendance des banques à faire monter les cours aurait une influence défavorable lorsqu'il s'agirait de contraindre l'expansion du crédit.

Jusqu'à présent nous avons supposé les banques intéressées à la seule rentabilité. Il ne faudrait pas oublier cependant qu'elles ont un autre intérêt, non moins grand, à la liquidité, à la solvabilité. La nécessité pour les banques de respecter ce deuxième principe, ne vient-elle pas invalider les conclusions que nous venons de tirer ou du moins les infirmer dans une certaine mesure? Il est hors de doute que si les banques ne dépendaient que d'elles-mêmes pour sauvegarder leur liquidité, souvent l'expansion du crédit ne pourrait être poussée aussi loin. Mais tant que les banques d'émission, sous l'influence et dans l'intérêt de l'Etat, sont forcées de pratiquer la politique de l'argent à bon marché, et par là de maintenir le marché du crédit liquide en tout temps, il va sans dire que les banques d'affaires, se voyant déchargées du souci de protéger leur solvabilité, observeront une politique orientée selon le principe de la rentabilité.

---

16) Cassel: Nimmt die Fondsbörse Kapital in Anspruch? p. 27, cité de Machlup, op. cit., p. 194.

Le fait que les mouvements boursiers à la hausse qui ont une tendance à augmenter l'offre de crédit, suffit-il à prouver l'expansion du crédit, avec ses effets économiques défavorables? Tant que les crédits boursiers ne servent qu'à l'achat d'anciens titres, et que les vendeurs des titres en apportent le prix à la banque, la banque de l'acheteur voit, il est vrai, sa liquidité atténuée, mais comme d'autre part la liquidité de la banque du vendeur s'est améliorée, la liquidité totale du système bancaire n'a pas changé. On doit admettre cependant, qu'en période de hausse, le montant des ventes sert souvent à la consommation ou à la thésaurisation et, dans une période de vive spéculation, à la stérilisation. Par là, la liquidité du système bancaire est altérée et le volume du crédit augmenté.

Les crédits boursiers servent également à l'achat de nouveaux titres, et par là, ils vont au profit de la production. C'est de nouveau une altération de la liquidité.

Nous sommes d'avis que les mouvements boursiers à la hausse peuvent favoriser l'expansion du crédit, et que les mouvements à la baisse tendent à freiner l'expansion, éventuellement à renforcer la contraction du crédit. Puisque les mouvements boursiers à la hausse donnent aux banques la possibilité d'augmenter le volume du crédit, on serait facilement tenté de conclure que la hausse des cours était la cause de l'expansion du crédit; et comme l'expansion du crédit a pour effet de faire monter les cours, on aurait la «vis sans fin» bien connue. Mais, pas plus qu'on ne peut attribuer à l'inflation des causes objectives, nous ne voulons attribuer cette expansion du crédit à la hausse des cours ou à l'augmentation de la demande de capitaux sur le marché du crédit ou encore à l'augmentation de la production. Car de même que la somme des effets en circulation ne dépend pas du volume des transactions commerciales, la possibilité d'étendre le volume du crédit n'est pas non plus limitée à la quantité des effets, marchandises, titres donnés en nantissement. En fin de compte, l'étendue du volume du crédit dépend uniquement des considérations de liquidité et de solvabilité des banques centrales <sup>17)</sup>.

---

<sup>17)</sup> Machlup: op. cit., p. 195.

e) *Résumé.*

Nous avons montré dans ce paragraphe que la surestimation des cours peut provoquer un abaissement, et la sousévaluation une augmentation factices du taux de l'intérêt. Si la surspéculation tombe dans une période de «boom», l'abaissement factice du loyer de l'argent tend à renforcer le «boom»; par contre quand la surspéculation se produit dans la dépression, l'abaissement factice du loyer de l'argent doit être considéré comme un facteur favorable pour l'économie.

A la sousestimation des cours en période de crise et de dépression correspond une élévation factice du loyer de l'argent qui a tendance à renforcer la crise ou la dépression. Si la sousestimation tombait dans une période de prospérité, ce qui pratiquement n'est guère le cas, l'élévation factice du loyer de l'argent aurait une influence favorable pour l'économie.

Le renchérissement et la réduction du taux d'intérêt des titres ne vont directement qu'au profit des producteurs de titres, donc des sociétés anonymes et des corporations publiques. Les entreprises privées ne profitent de la réduction ou ne subissent le renchérissement qu'indirectement, à cause de l'interdépendance des taux d'intérêts à long et à court terme.

S'il est permis de donner un jugement, nous sommes d'avis que les changements du loyer de l'argent provoqués par les mouvements boursiers n'ont pas d'influence effective sur le volume du crédit ni d'effet pratique dans la vie économique, d'une part parce que leur modicité ne paraît pas capable d'influencer la vie économique, et d'autre part parce que la hauteur des taux d'intérêts dépend en fin de compte de la situation du marché du crédit et non de la surévaluation ou de la sousestimation des cours.

Quant à l'influence de la capitalisation boursière sur l'expansion du crédit, nous admettons que les mouvements boursiers à la hausse facilitent l'expansion du crédit, tandis que les mouvements à la baisse renforcent la contraction.

Par cette constatation nous n'entendons pas toutefois attribuer l'expansion du crédit aux mouvements boursiers à la hausse, puisque l'expansion du crédit n'est pas limitée aux sécurités servant de base à l'expansion, mais dépend en fin de compte de la liquidité du système bancaire et de la solvabilité des banques d'émission.

### 3. *L'influence psychologique des mouvements boursiers sur l'économie.*

L'influence psychologique des mouvements boursiers est d'une importance qu'il ne faut pas sous-estimer. Dans la vie, les facteurs objectifs ne sont pas toujours prépondérants; l'expérience montre que ce sont souvent des facteurs immatériels ou psychologiques qui ont une importance décisive pour l'économie. Car l'économie n'est pas seulement déterminée par des faits, mais aussi par les opinions qu'ont les hommes de ces faits <sup>1)</sup>.

Aujourd'hui, où presque chacun suit dans les journaux les mouvements boursiers, et où l'on tend de plus en plus à s'orienter d'après les statistiques et les prévisions, on aurait tort de vouloir ignorer l'influence psychologique des mouvements boursiers. C'est l'optimisme et le pessimisme qui caractérisent les cycles économiques: l'optimisme est propre à la prospérité, le pessimisme à la dépression; le renversement de la courbe ascendante ainsi que celui de la courbe descendante sont marqués par le passage de l'optimisme au pessimisme et inversement. Ces vagues d'optimisme et de pessimisme sont provoquées soit entièrement par des facteurs objectifs, comme l'ont envisagé certaines théories économiques (changements des taux d'intérêts ou augmentation de la demande ou bien encore changement dans la technique, exploitation d'une invention ou introduction d'une innovation) soit en partie par des facteurs irrationnels, auxquels les adhérents de la théorie psychologique attachent une importance décisive. Parmi les facteurs se prêtant à l'observation, à côté des différentes statistiques de production et des facteurs de crédit ce sont avant tout les mouvements boursiers qui contribuent à rendre le public optimiste ou pessimiste, c'est-à-dire qui encouragent les investissements ou dissuadent de les entreprendre.

Les cours des titres, qui traduisent la situation économique présente et celle que l'on imagine dans le futur, renferment toujours une dose plus ou moins grande d'incertitude, puisqu'on ne peut prévoir

<sup>1)</sup> Voigt A.: *Volkswirtschaft und Volkswirtschaftslehre* dans: *Handwörterbuch der Staatswissenschaften*, 4e édition, p. 808.

l'avenir avec une absolue précision; plus les événements sont éloignés dans l'avenir, plus l'incertitude grandit et le risque croît de perturbations imprévues ou imprévisibles. Nous distinguons 3 cas:

a) Les mouvements boursiers traduisaient exactement la situation économique future; c'est-à-dire que la situation économique s'oriente dans la suite comme l'ont montré les mouvements boursiers. Si par exemple dans la dépression, une meilleure rentabilité ou une baisse du loyer de l'argent produisent une vague d'optimisme manifestée par la hausse des cours, cette dernière est un facteur qui facilite la reprise. L'optimisme dû aux facteurs objectifs n'est pas seulement renforcé par la hausse des cours: les mouvements boursiers facilitent la reprise tant et si bien qu'elle serait peut-être venue sans eux, mais certainement pas aussi vite. Les prix évoluent à la hausse: quel stimulant pour les entrepreneurs! Les bénéfiques, privilège de quelques-uns, font naître en chacun le désir d'en faire autant. C'est surtout par les mouvements boursiers que le public se rend compte du rétablissement de la situation économique. Aussi, dans la prospérité, le changement brusque de la tendance, qui se manifeste par une baisse des cours, a une importance économique. Nous savons que l'arrêt de la montée des cours et le commencement de la baisse ont lieu à un moment où l'évolution économique est encore orientée à la hausse. Il faut admettre que ce changement prématuré de la tendance rend un grand nombre d'entrepreneurs plus sceptiques dans leurs prévisions, de sorte que des investissements qui semblent encore promettre des bénéfices ne sont plus entrepris. S'il fallait apprécier ces effets psychologiques des mouvements boursiers, nous inclinerions à les considérer comme favorables; car plus la prospérité est grande, plus grande sera la durée de la restauration.

b) Les mouvements boursiers montrent la situation économique plus favorablement qu'elle n'est ou qu'elle ne sera en réalité. C'est souvent ce qui caractérise le «boom». Les théories psychologique ont attiré l'attention sur ce point spécialement. Quand la demande et les prix ont augmenté depuis un certain temps le public, par habitude, se met à compter fermement sur de nouvelles hausses d'importance égale ou à peu près; autrement dit, il prolonge dans l'avenir avec trop d'assurance l'expérience du moment. Il est ainsi conduit à surestimer les actifs. Mr. Keynes écrit à ce sujet: «C'est une caractéristique essen-

tielle du «boom» que des investissements qui produiront en réalité 2 % par exemple, (si les facteurs de production sont utilisés en plein) sont effectués en prévision d'un rendement de 6 % par exemple, et évalués en conséquence»<sup>2)</sup>. Il va sans dire qu'une pareille surestimation des actifs et la projection de la situation actuelle dans l'avenir se reflètent également dans les cours. Alors les mouvements boursiers deviennent un danger pour l'économie, surtout s'il y a encore une spéculation effreignée, qui doit s'écrouler tôt ou tard. Les effets psychologiques d'une exagération des cours ne sont pas avantageux pour l'économie parce qu'ils reflètent une image trop favorable et par là, incitent à l'investissement.

c) Les mouvements boursiers peuvent également refléter une situation économique plus défavorable que la réalité présente ou future. C'est le cas dans la crise. Les économistes qui attachent de l'importance au facteur psychologique font observer en outre qu'une réaction se produit au moment où l'on constate que l'optimisme a abouti à des erreurs d'appréciation, et qu'à son tour le pessimisme donne lieu à de nouvelles erreurs, en sens opposé. Mr. Keynes continue en ces termes: «Lorsque vient la désillusion, cette prévision (optimiste) fait place à son contraire, c'est-à-dire à une «erreur de pessimisme», et le résultat, c'est qu'on attend un rendement inférieur à zéro d'investissements qui auraient en fait un rendement de 2 % (les facteurs de production étant utilisés en plein). La ruine du marché des capitaux qui en résulte entraîne le chômage et, dans ces conditions, l'investissement qui aurait eu un rendement de 2 % si les facteurs de production avaient été utilisés en plein a, en fait, un rendement négatif»<sup>3)</sup>.

La sousévaluation des actifs et les prévisions pessimistes se reflètent dans les cours, qui sont à un niveau évidemment trop bas; l'effet psychologique, c'est que la dépression sera prolongée bien plus que si le niveau des cours était ce qu'il devrait.

Nous ne voulons pas mettre en doute que la surestimation des cours provoquée par la surestimation des actifs d'une entreprise puisse avoir une influence désavantageuse pour l'économie, et de même la sousévaluation des cours provenant de celle des actifs. Toutefois cette influence n'est pas tellement le fait d'une appréciation des cours surévalués ou sousévalués, appréciation qui encouragerait les entrepreneurs à de nouveaux investissements ou les dissuaderait de les entre-

<sup>2)</sup> Keynes: Treatise on money, p. 321, cité de Haberler, op. cit., p. 168.

<sup>3)</sup> Keynes: Treatise on money, p. 322, cité de Haberler, op. cit., p. 168.

prendre. Car les entrepreneurs eux-mêmes ne sont pas conscients des fluctuations des cours au-dessus ou au-dessous de leur valeur effective: comment un outsider pourrait-il s'en rendre compte et, à plus forte raison, le public?

Ce sont les mouvements boursiers à la hausse ou à la baisse, indépendamment de leur valeur effective, qui ont une influence psychologique sur les actes des entrepreneurs: tant que les mouvements boursiers tendent à la hausse, l'optimisme règne, et tant qu'il tendent à la baisse, le pessimisme. Or les cours ne sont que des prix, et leurs effets psychologiques sont les mêmes que ceux des prix: tant que les prix montent, ils encouragent les entrepreneurs à l'investissement, aussi longtemps qu'ils baissent, ils les dissuadent de s'y risquer.

Au point de vue psychologique, ce n'est donc pas la surestimation des cours qui renforce le «boom», c'est la hausse du minimum au maximum qui renforce l'optimisme, peu importe si les cours sont surévalués ou non. D'autre part, ce n'est pas la sousévaluation des cours qui présente un inconvénient pour surmonter la dépression, c'est la baisse du maximum au minimum qui ébranle la confiance, peu importe si les cours tombent à leur niveau «normal» ou plus bas encore.

## CONCLUSIONS

Nous avons montré que les mouvements boursiers peuvent avoir une signification économique.

Leur influence sur le marché monétaire est telle, qu'une vive spéculation a tendance à rétrécir le marché monétaire et à provoquer une hausse du taux de l'escompte, si la rigidité du système bancaire ne permet pas une expansion du volume de monnaie; mais si le système bancaire est caractérisé par son élasticité, l'altération du marché monétaire par la stérilisation boursière est compensée par une augmentation du volume monétaire et par une expansion du crédit.

Sur le marché du crédit, les mouvements boursiers à la hausse ont tendance à abaisser le loyer de l'argent à long terme et par là à favoriser le ravitaillement en capitaux des sociétés anonymes, en constituant en même temps un facteur stimulant, tandis que les mouvements boursiers à la baisse ont tendance à augmenter le loyer de l'argent à long terme, en constituant un facteur dépressif.

Leur influence sur la politique de crédit des banques dépend dans une large mesure de la politique de crédit pratiquée par les banques, de sorte que les mouvements boursiers à la hausse peuvent favoriser l'expansion du crédit, tandis que les mouvements boursiers à la baisse peuvent contracter le volume du crédit. En constatant que les mouvements boursiers à la hausse ont tendance à favoriser l'expansion du crédit, nous ne voulons pas leur attribuer la cause de l'expansion du crédit, car celle-ci dépend en fin de compte de la liquidité du système bancaire qui dépend elle-même de la politique des banques d'émission.

Nous avons vu aussi que les mouvements boursiers ont une influence psychologique en ce sens que les cours à la hausse tendent à rendre le public optimiste et les cours à la baisse, à le rendre pessimiste.

Les effets psychologiques des mouvements boursiers sont le plus grands lors du renversement de la tendance de la hausse à la baisse.

Bien que les économistes soient d'avis que le crac boursier ne constitue pas la cause d'une dépression, on ne peut contester que sans lui l'inévitable déclin serait plus graduel et peut-être moins fort, et l'état d'esprit sans doute moins démoralisé, si les effets psychologiques du désastre boursier avaient pu être évités.