

LA HAUSSE DES PRIX SPÉCULATIFS

par M. Maurice Ansiaux,

Professeur à l'Université de Bruxelles.

3081.8
An. 82(2)
n° 51

Extrait du « BULLETIN D'INFORMATION ET DE DOCUMENTATION »

de la Banque Nationale de Belgique, XII^{me} année, vol. II, n° 2, du 25 juillet 1937.

Les débâcles boursières comme celles qui ont eu lieu cette année en Amérique, en Europe, ailleurs encore, sont d'une espèce familière aux historiens des crises économiques. En 1937, elles offrent toutefois un trait nouveau : c'est l'intervention d'un chef de Gouvernement, le Président Roosevelt, à laquelle il semble bien que doivent être attribués et l'arrêt de la hausse et la chute des cours qui s'en est suivie. On pourrait lui reprocher d'avoir été quelque peu tardive; en revanche, on doit lui reconnaître le grand mérite d'avoir empêché le mal de prendre des proportions catastrophiques et de provoquer un véritable bouleversement dont les conséquences eussent été incalculables.

Comme toujours, l'arrêt de la hausse a déterminé un sauve-qui-peut général et a révélé l'étendue des opérations haussières, l'insuffisance des couvertures, l'insigne folie d'une spéculation surexcitée. Une seule circonstance atténuante : la dépression mondiale avait duré si longtemps, il était si naturel que l'on cherchât à réparer ses pertes! Et il fallait se hâter, car la situation politique internationale n'offrait pas précisément des garanties de stabilité. Ce qui était pourtant inexcusable, c'était l'extraordinaire ignorance des gens achetant valeurs mobilières et matières premières, se fiant aveuglément aux bruits les moins fondés, prenant des engagements dont ils ne songeaient même pas un instant à mesurer tout le péril.

Cette nouvelle expérience — après tant d'autres — démontre de façon évidente que les spéculateurs sont incorrigibles et aussi que la législation n'a encore réussi nulle part à maîtriser leurs inconcevables errements. Sans doute nous fera-t-on observer qu'à tout prendre, la liberté vaut encore mieux que la réglementation et que c'est aggraver des maux inévitables que de contrarier le jeu des lois économiques. C'est cette sempiternelle objection qu'il importe, nous paraît-il, de réfuter une fois de plus. Elle n'est pas

seulement un oreiller de paresse, mais encore le paravent d'intérêts peu avouables. Enfin, elle fait souvent obstacle au progrès de la législation.

Pour établir que la vieille politique du *laissez-faire* en matière de spéculation ne se justifie point et ne peut invoquer, en sa faveur, aucun argument sérieux, il est loisible d'opposer à ses partisans le fait qu'ils ignorent ou feignent d'ignorer la sociologie. Cette science, qui a étudié les mouvements de foule et en a fait voir toutes les aberrations, répand aussi la lumière sur les redoutables contagions psychiques qui impriment à la spéculation boursière son ampleur démesurée et sa violence irrationnelle. Elle montre qu'il ne convient pas de compromettre le grand principe de liberté en des aventures où la raison est abolie et où la suggestion mutuelle inspire les plus absurdes comme les plus pernicieux dérèglements.

On objectera que les spéculateurs les plus ardents ne font pas nécessairement partie de la foule boursière. Beaucoup d'entre eux opèrent dans l'isolement et dissimulent même leur fièvre intérieure. Mais qu'importe si le mécanisme du phénomène est le même que celui qui anime la foule des rues ou des réunions publiques? La contagion mentale s'opère aujourd'hui à l'aide d'instruments d'une force incomparable que toute le monde connaît et grâce auxquels une étincelle qui a jailli à Wall Street peut enflammer la spéculation mondiale. Le rassemblement physique n'est donc plus nécessaire. Ainsi, la technique des communications a réalisé des progrès merveilleux; mais on sait assez qu'ils servent indifféremment au mal ou au bien de l'humanité. Songez à l'effet énorme que peut produire un discours — diffusé par la presse — à une assemblée générale d'actionnaires. Tel celui de M. Martin, président de la Compagnie des



40605

Rand Mines, exposant à ses quelques auditeurs le danger de la surproduction de l'or et voilà toutes les bourses du monde alarmées cédant à un accès de panique qui partout déprime les cours (1). Le retentissement des paroles pourtant mesurées d'une personnalité autorisée démontre que la publicité contemporaine est devenue un appareil d'amplification presque instantanée d'une redoutable puissance. Il est vrai que si les effets en sont sensationnels, ils ne durent guère parce que l'attention universelle est bientôt sollicitée par d'autres événements. Il advient cependant que ces faits nouveaux viennent corroborer l'impression qu'ont laissée ceux qui les ont précédés et créent alors ces vagues énormes d'optimisme ou de pessimisme qui balayent tout sur leur passage.

* * *

Dédaigneux de toute considération d'ordre sociologique, les défenseurs de l'absolue liberté de la spéculation invoquent à l'appui de leur cause des arguments théoriques dont le plus important à leurs yeux est qu'il ne faut point contrarier le jeu des lois économiques naturelles et avant tout de la loi de l'offre et de la demande. Certains organes de la presse financière développent cette thèse plus que centenaire avec une gravité qui tient du sacerdoce. Ils se donnent apparemment comme les gardiens de l'arche sainte.

Faut-il vraiment leur faire remarquer qu'en toute matière sociale, les lois des phénomènes sont de pures tendances susceptibles d'être fréquemment paralysées par des forces supérieures? Le prix de l'or, dont il était question tout à l'heure, n'est-il pas déterminé en ordre principal par des législations positives? L'influence de l'offre ou de la demande des produits en général n'est-elle pas réduite, sinon annihilée, par l'entrée en scène de monopoles? Les droits d'entrée, les contingentements n'ont-ils pas pour effet de limiter plus ou moins radicalement les offres de produits étrangers? On pourrait multiplier les exemples de ce genre.

Au surplus, la loi de l'offre et de la demande, dans la mesure où l'action n'en est pas entravée, n'a tout de même qu'une importance secondaire. Ce n'est, en réalité, que l'écume des flots. L'essentiel, ce sont les vagues de fond. En d'autres termes, ce qui est décisif, ce sont les causes, ce sont les origines tant de la demande que de l'offre. L'école classique anglaise l'avait bien compris qui opposait le prix normal au prix du marché, le prix d'équilibre aux cotations accidentelles et passagères.

Or, précisément, en fait de spéculation, force est de constater que les entraînements auxquels cèdent ceux qui s'y livrent impriment à l'offre ou à la demande, suivant les cas, une allure anormale qui ne peut durer et qui provoque inévitablement une réaction souvent brutale et désastreuse, parfois même excessive et génératrice d'erreurs diamétralement opposées. Les agrariens allemands, à la fin du siècle

dernier, ont même soutenu que la spéculation violait la loi de l'offre et de la demande. A notre sens, il serait plus exact de dire qu'elle altère la composition des deux facteurs en alliant à l'offre de matières premières ou de valeurs mobilières par leurs propriétaires celle des vendeurs à découvert et en confondant avec les demandes des consommateurs, des intermédiaires réguliers du commerce, des épargnistes désireux de placer leurs capitaux, des propositions d'achat pour revendre en hausse sur le même marché, propositions n'ayant aucun rapport avec la production, les échanges, la consommation ou la capitalisation.

Nous n'ignorons certes pas qu'à cette critique des économistes sérieux — tels, naguère, Paul Leroy-Beaulieu et Claudio Jannet — se sont efforcés de répliquer. Ils ont prétendu que la spéculation rendait d'importants services. Que, particulièrement, elle avait pour conséquence de niveler les prix dans le temps ou tout au moins d'en atténuer les écarts. Mais, bien entendu, il ne fallait point la confondre avec le jeu ou l'agiotage. Le pur spéculateur s'applique à sonder les mystères de l'avenir. Il exerce systématiquement sa faculté de prévision. Des faits présents qu'il étudie, il tire des conséquences logiques susceptibles assurément d'être contrariées par des circonstances imprévisibles, mais qui ont beaucoup de chance de se réaliser. Ont-ils bien raisonné? Ils auront rendu service à la société en corrigeant les erreurs ou la négligence des imprévoyants. S'attendent-ils à de mauvaises récoltes alors que le grand nombre ne soupçonne même pas cette fâcheuse perspective, ils achètent pour revendre plus cher; ils font, par suite, monter graduellement les prix avant que la disette ne devienne imminente. Cette hausse implique la formation de réserves qui seront jetées sur le marché à l'heure où se manifestera l'insuffisance des récoltes dont ces ventes mêmes vont atténuer la gravité. En somme, on nous assure que la spéculation escompte l'avenir prochain et se liquide à l'heure où se réalisent ses anticipations, en sorte que cette réalisation s'accompagne ordinairement d'une baisse des cours dans les cas où la hausse eût semblé plus logique à ceux qui n'avaient rien prévu.

Né doutons pas que les choses se sont passées ainsi assez souvent. Mais nous n'ignorons point, par ailleurs, que les prévisions des spéculateurs sur les grains, par exemple, sont maintes fois déjouées par l'événement. En pareille occurrence, les réserves accumulées en vue de la pénurie des blés transforment l'abondance en pléthore et les prix s'écroulent.

Au surplus, n'est-ce pas sur des estimations que s'appuient principalement les prévisions spéculatives? Or, ces estimations ne sont point secrètes. Le télégraphe les propage dans toutes les directions. On les trouve sans peine dans un grand nombre d'organes de la presse. Elles sont souvent imparfaites ou prématurées en tant qu'indices des récoltes; bref, elles ne donnent point d'indications dignes de toute confiance. Mais nous dira-t-on à quelles autres sources les spéculateurs des bourses européennes pourraient

(1) L'assemblée générale dont il s'agit s'est tenue à Londres le 7 mai 1937.

puiser des renseignements plus sûrs relatifs à l'état des cultures aux Etats-Unis, au Canada, en Argentine, quelques mois avant la récolte? De correspondances particulières, peut-être, mais elles ne concernent d'habitude qu'une petite fraction des emblavures. Elles induisent souvent à des généralisations téméraires. Enfin, à supposer qu'elles constituent des indices très sûrs, l'influence qu'elles exercent sur les cours sera à peu près nulle en face des grands courants boursiers provoqués par les statistiques dont nous venons de parler ou les nouvelles barométriques dont il est souvent dangereux de tirer des conclusions fermes quant à l'importance des moissons futures.

Pour ce qui est des matières premières, une expérience toute récente a démontré que les cours en étaient dictés non par des estimations raisonnables des besoins prochains, mais par d'injustifiables exagérations. Exagérations qui ne procèdent pas seulement des entraînements dont il s'est agi plus haut, mais aussi du fait que chaque spéculateur procède isolément à des achats à terme et ignore ce que font les autres quand il ne rivalise pas avec eux afin de s'assurer la plus grosse part du bénéfice en perspective. Nous nous sommes laissé dire qu'avant la débâcle d'avril et mai de cette année, la spéculation anglaise avait acheté trois fois la production annuelle du cuivre! Ne croit-on pas que si l'on avait donné une exacte publicité à l'importance de ces opérations avant qu'elles atteignissent le degré d'exagération auquel elles sont parvenues, il eût été possible d'en prévenir la folle multiplication? Toujours est-il que contrairement à l'opinion des optimistes de l'école du *laisser-faire*, le problème qui se pose impérieusement s'énonce en ces termes : *il faut faire quelque chose*. Mais quoi?

* * *

Les éternels adversaires de l'interventionnisme ont une réponse toute prête : il n'y a rien à faire. L'Etat n'est point capable de réglementer une activité aussi souple, variée, imprévue, insaisissable que la spéculation. La lourde et lente machine administrative ne saurait la plier à ses injonctions. Elle ne réussirait pas davantage à l'étouffer. L'expérience a cent fois démontré l'impuissance du législateur à brider l'instinct du gain pécuniaire qui a mille façons de se dérober, qui échappe comme en se jouant aux menaces répressives.

On connaît assez ce raisonnement : il serait superflu de l'exposer plus longuement. Le fait est que la tâche n'est point aisée, mais aussi qu'elle est réalisable sinon du premier coup, du moins grâce à des efforts répétés dont l'expérience augmentera par degrés la réussite.

Ici deux questions se posent. La première est de savoir s'il vaut la peine de mettre en branle cette « lourde et lente machine » de l'Etat dont les défenseurs de la spéculation proclament l'inaptitude à faire œuvre utile. La réponse affirmative ne fait pas de doute pour les esprits impartiaux. Aujourd'hui,

l'opinion publique elle-même est alertée. Elle a compris que la protection de l'épargne — lisons : de la petite épargne — est un devoir de la collectivité et que sans une législation appropriée, aucun résultat sérieux ne peut être attendu. Les abus du démarchage — pour ne citer qu'un exemple — sont bien connus. La facilité est extrême avec laquelle ceux qui s'y livrent exploitent l'ignorance et la naïve cupidité d'une foule de petites gens qui rêvent toujours de faire fortune. Cet état d'esprit permet aux écornifleurs d'écouler impunément du papier frelaté. Il est, d'ailleurs, d'autres moyens de s'adonner sans risque à cette activité scandaleuse et souvent lucrative. Est-il donc admissible que soient plus longtemps tolérées de telles manœuvres? Nous ne le pensons pas et nous estimons qu'il faut épurer sans retard cette section du marché financier ou plutôt la supprimer en interdisant la vente à domicile des valeurs mobilières. C'est un intérêt public. Encore n'est-ce là qu'un exemple des réformes qui s'imposent.

* * *

La seconde question porte sur l'efficacité de l'intervention de l'Etat lorsqu'il entreprend de couper court aux excès de la spéculation haussière. Nous avons déjà reconnu que la tâche est d'un accomplissement difficile, mais en ajoutant aussitôt qu'elle est réalisable. Ce qui nous inspire cette déclaration, optimiste somme toute, c'est le fait que toute technique nouvelle, privée ou publique, se heurte forcément à des difficultés dont elle triomphe rarement du premier coup, mais qu'elle réussit, l'expérience aidant, à écarter progressivement. La meilleure preuve qui puisse être donnée de cette assertion est le cas de l'industrie contemporaine qui est venue à bout d'aplanir une multitude d'obstacles plus redoutables les uns que les autres. Qu'il s'agisse d'exploitations minières, de construction mécanique, de la réalisation des modes de traction terrestre, marine, sous-marine, aérienne, tout le monde sait que d'innombrables essais, tâtonnements, agencements imparfaits ont été nécessaires avant que soit atteint le degré de perfection relative auquel l'industrie est aujourd'hui parvenue. La science a essentiellement contribué à ce résultat; cependant, un certain empirisme n'a pas été moins indispensable à cet effet, ne fût-ce que pour faire ressortir ce qui manquait aux solutions théoriques pour être en même temps des solutions pratiques.

Ce qui est vrai de la technique industrielle ne l'est pas moins de la technique humaine ou sociale. Pour assurer les progrès de cette dernière est requis le double concours des « laboratoires » de sociologie, des « instituts » économiques ou politiques et des essais d'application, des législations d'approche.

A l'heure présente, il est permis de croire que les observations qui viennent d'être faites se passent de toute démonstration. Les expériences sur le « terrain » sont trop nombreuses et trop concluantes pour que le scepticisme soit encore de saison. Voyez la

lutte contre le chômage. En 1848, pour occuper les sans-travail, le Gouvernement de Seconde République Française créait les « ateliers nationaux ». L'échec fut complet, retentissant. Retentissant non seulement du fait de l'inexpérience des organisateurs, mais encore des clameurs, de l'explosion de lazzi des adversaires. Les « bons esprits » — c'est ainsi qu'ils se nommaient eux-mêmes — déclaraient hautement : « Nous l'avions bien dit, rien d'utile ne pouvait sortir de cette folle tentative. » Pis encore, le Gouvernement avait violé les « lois naturelles de l'économie politique ». Sans doute, l'essai dénotait une préparation défectueuse. Il n'en fut pas moins instructif. Plus tard, on ferait mieux. Les résultats obtenus à présent dans la lutte contre un chômage d'une formidable extension, d'une gravité sans précédent, a témoigné d'une habileté accrue, d'une technicité singulièrement plus efficace, bien que non encore parfaite. N'y a-t-il pas là un merveilleux enseignement? Et n'est-on pas en droit de conclure d'un exemple aussi frappant qu'en tout domaine quel qu'il soit, matériel ou psychologique, industriel ou social, le progrès ne se peut réaliser que grâce à une série d'essais successifs entrepris avec une ténacité qu'aucun mécompte ne peut ébranler, mais qui accueille, au contraire, les échecs comme des leçons, qui les regarde comme des stimulants précieux en vue de recherches nouvelles et d'efforts de mieux en mieux adaptés aux fins que l'on poursuit? Il est bien vrai que la hauteur des obstacles à surmonter n'est pas toujours la même, mais il n'y a là qu'une question d'ingéniosité et de persévérance.

Ainsi, nous admettons que la législation protectrice de l'épargne ne saurait se flatter d'en assurer du premier coup la défense parfaite. Du moment que l'on sait que l'expérience est indispensable au succès définitif, nous arrivons logiquement à cette conclusion qu'il faut faire cette expérience. Il faut accepter d'avance les insuffisances inhérentes à une première tentative. Elles seront réparées par la suite pour peu qu'on ne se laisse point décourager.

* * *

Nous sommes maintenant à l'aise pour formuler quelques suggestions concernant les mesures propres à déclencher la politique dont il vient d'être question.

La première de ces mesures, à notre avis, devrait être l'augmentation du pourcentage des couvertures à fournir aux agents de change par les clients se livrant à des opérations à terme. En présence des violentes fluctuations de cours dont la Bourse est le théâtre, il ne serait nullement exagéré de porter par exemple le taux de ces couvertures de 20 à 50 p. c. Double résultat : plus de sécurité pour les agents de change et moins d'ordres donnés à la légère.

En second lieu, il importerait d'interdire aux banques de consacrer toutes leurs disponibilités au crédit

à la spéculation. Nous entendons ici par disponibilités — et c'est le sens propre du mot — toutes les sommes qui peuvent être prêtées par une banque sans excéder les limites de la prudence. Ou ce qui serait mieux encore, à supposer qu'une proportion minima soit rendue obligatoire entre l'encaisse-crédit d'une banque (billets et dépôts à vue à la Banque d'émission) et ses engagements exigibles, il devrait être statué que 25 p. c. ou tout au plus 33 p. c. seulement — 1/4 ou 1/3 — des disponibilités de ladite banque pourraient être employés au crédit à la spéculation (1). L'application de cette règle de bonne gestion serait peut-être de nature à soulever quelques difficultés pratiques et le contrôle n'en serait pas très aisé à exercer. C'est là, en particulier, que l'expérience pourra apporter au législateur un précieux concours en vue de la mise au point de la réglementation.

A côté de ces mesures spéciales, il importe de recommander la stricte surveillance des établissements de crédit conformément aux dispositions légales d'ores et déjà en vigueur dans un certain nombre de pays. Ces dispositions ne répondent pas toujours pleinement aux nécessités impérieuses du contrôle des banques telles qu'elles sont apparues depuis la crise de 1929. Il est notamment indispensable que l'on ne tarde pas davantage à déterminer impérativement le rapport minimum entre l'encaisse-crédit des banques dont il a été question plus haut et les disponibilités qu'elles auront le droit de consacrer aux escomptes, avances et comptes courants. Aussi longtemps que ce point ne sera pas réglé et que le contrôle ne veillera pas à l'exacte observance de mesures y relatives, le péril subsistera tout entier de l'inflation du crédit spéculatif. Et non seulement du crédit aux opérations boursières, mais aux émissions excessives de titres permettant le suroutillage des entreprises industrielles et financières. Ce péril est de toute évidence si l'on songe que les banques de dépôts sont actuellement libres à peu près partout d'ouvrir des crédits sur livres à leur clientèle de spéculateurs sans aucune limite et que cette clientèle peut, en conséquence, souscrire aux émissions les plus exagérées de titres nouveaux et par suite soutenir de façon précaire l'édifice fragile et périlleux d'une surcapitalisation de l'industrie. Cela jusqu'au jour où les banques pressées par leurs déposants réclamant remboursement seront obligées de couper les crédits et de faire s'écrouler le château de cartes.

Ce qui paraît en tout cas souhaitable, c'est que l'opinion se saisisse de la question grave que nous avons soulevée et qu'elle exige des pouvoirs publics qu'ils y apportent promptement sinon une solution parfaite, tout au moins bien étudiée et de nature à endiguer les débordements de la spéculation.

(1) Disponibilités limitées par la couverture, ainsi qu'il vient d'être dit.