

## La théorie des grandes dépressions par la dette et la déflation (1933)

In: Revue française d'économie. Volume 3 N°3, 1988. pp. 159-182.

---

Citer ce document / Cite this document :

Fisher Irving. La théorie des grandes dépressions par la dette et la déflation (1933). In: Revue française d'économie. Volume 3 N°3, 1988. pp. 159-182.

doi : 10.3406/rfeco.1988.1188

[http://www.persee.fr/web/revues/home/prescript/article/rfeco\\_0769-0479\\_1988\\_num\\_3\\_3\\_1188](http://www.persee.fr/web/revues/home/prescript/article/rfeco_0769-0479_1988_num_3_3_1188)

---

Irving  
FISHER

---

## La théorie des grandes dépressions par la dette et la déflation (1933)

D

ans *Booms and depressions*, j'ai développé, théoriquement et statistiquement, ce qu'on peut appeler une explication des grandes dépressions par la dette et la déflation. Dans la préface, j'avançais que les résultats « semblaient en grande partie nouveaux », je parlais donc prudemment du fait de mon manque de familiarité avec la vaste littérature sur le sujet. Depuis que le livre a été publié, ses conclusions particulières ont été largement acceptées et, pour autant que je sache, per-

sonne ne les avaient encore trouvées avoir été anticipées par de précédents auteurs, bien que plusieurs, y compris moi-même, aient cherché avec zèle de telles anticipations. Deux des autorités les plus éminentes dans ce domaine m'assurent que ces conclusions sont, selon les propres mots de l'un d'entre eux, « à la fois nouvelles et importantes ».

En partie pour préciser ce que sont certaines de ces conclusions particulières qui sont tenues pour nouvelles et en partie pour les faire s'accorder avec les conclusions d'autres chercheurs dans ce domaine, je présente brièvement dans ce papier mon « credo » actuel sur l'ensemble du sujet qu'on appelle « théorie du cycle ». Mon « credo » consiste en 49 « propositions » dont certaines sont anciennes et d'autres nouvelles. Je dis « credo » parce que dans le but d'être bref, il est délibérément exposé dogmatiquement et sans preuve. Mais il ne s'agit pas d'un credo au sens que ma foi en lui ne reposerait pas sur des preuves et que je ne serais pas disposé à le modifier sur présentation de nouvelles preuves. Au contraire, il est tout à fait provisoire. Il peut servir de défi et de matière première à d'autres auteurs afin de les aider à développer un meilleur produit.

En attendant, ce qui suit est la liste de mes 49 conclusions provisoires.

## **La « théorie du cycle » en général**

1. Le système économique contient d'innombrables variables - quantités de « biens » (richesse physique, droits de propriété et services), les prix de ces biens et leurs valeurs (les quantités multipliées par les prix). Les changements dans tout ou partie de cette large gamme de variables peuvent être dus à de nombreuses raisons. Ce

n'est que fictivement que toutes ces variables peuvent rester constantes et être maintenues en équilibre par les forces équilibrées des désirs humains, telles qu'elles se manifestent à travers « l'offre et la demande ».

2. La théorie économique comprend à la fois une étude (a) d'un tel équilibre idéal et imaginaire — qui peut être stable ou instable — et (b) du déséquilibre. La première étude est la statique économique, la seconde la dynamique économique. Ce qu'on appelle la théorie du cycle est simplement une partie de l'étude du déséquilibre économique.

3. L'étude du déséquilibre peut se dérouler de deux façons. On peut prendre comme objet d'étude un cas historique réel d'un grand déséquilibre comme, disons, la panique de 1873 ; ou on peut prendre comme objet d'étude l'une quelconque des tendances qui constitue le déséquilibre comme, disons, la déflation, et découvrir ses lois générales, ses relations avec d'autres tendances et la façon dont elles se combinent. La première étude est centrée sur des événements ou des faits ; la seconde sur des tendances. La première étude concerne principalement l'histoire économique ; la seconde la science économique. Les deux types d'études sont pertinents et importants. Chacun est utile à l'autre. La panique de 1873 ne peut être comprise qu'à la lumière des différentes tendances qu'elle implique — déflation et autres ; et la déflation ne peut être comprise qu'à la lumière de ses diverses manifestations historiques — 1873 et autres.

4. La vieille notion, apparemment toujours existante, « du » cycle des affaires, comme un simple et unique cycle auto-entretenu (analogue à celui d'un pendule oscillant sous l'influence unique de la force de gravité) et comme réalisé de fait historiquement dans des crises réapparaissant régulièrement, est un mythe. Sont à l'oeuvre plusieurs forces et non pas une seule. Précisément, au lieu

d'un cycle unique, on observe de nombreux cycles qui co-existent, se renforçant ou se neutralisant constamment les uns les autres, de même qu'ils coexistent avec d'autres forces non cycliques. En d'autres termes, alors qu'un cycle, conçu comme un fait, ou un évènement historique, n'existe pas, il y a toujours d'innombrables cycles, longs et courts, grands et petits, conçus comme des tendances (de même que de nombreuses tendances non cycliques), chaque évènement historique étant la résultante de toutes les tendances à l'oeuvre. Tout cycle, quelque tendance qu'il puisse avoir à être parfait et à ressembler à une courbe sinusoïdale, est certain d'être perturbé par d'autres tendances.

5. Les innombrables tendances responsables pour la plus grande part des déséquilibres économiques peuvent être approximativement classées dans trois groupes : (a) la croissance ou les tendances, qui sont régulières ; (b) les perturbations aléatoires, qui sont irrégulières ; (c) les tendances cycliques, qui sont irrégulières mais répétées régulièrement.

6. Il existe deux sortes de tendances cycliques. Une est « contrainte » ou imposée au mécanisme économique de l'extérieur. C'est le cas du rythme annuel, comme du rythme journalier. Les deux rythmes, annuel et journalier, nous sont imposés par les forces astronomiques externes à l'organisation économique ; et il peut y en avoir d'autres tels que les tâches solaires ou les passages de Vénus. Les rythmes mensuels et hebdomadaires sont d'autres exemples de cycles qui nous sont « imposés » par les coutumes et la religion

Le deuxième type de tendance cyclique est le cycle « libre », non imposé de l'extérieur, mais auto-entretenu, opérant de manière analogue à un mouvement de pendule ou de vague.

7. C'est le cycle de type « libre » qui est appa-

remment primordial dans les esprits de la plupart des gens lorsqu'ils évoquent « le » cycle des affaires. On interprète rarement le cycle annuel comme un cycle, bien qu'il se rapproche d'un cycle parfait plus que tout autre, on s'y réfère plutôt comme une « variation saisonnière ».

8. Il peut exister un équilibre qui, bien que stable, est si délicatement maintenu, qu'après s'en être éloigné au-delà d'une certaine limite, il en résulte l'instabilité, de même que, dans un premier temps, une branche peut plier sous une certaine force, prête à reprendre sa forme originale à tout instant, jusqu'à ce que soit atteint le seuil où elle se casse. Cela s'applique probablement de la même manière lorsqu'un débiteur fait faillite, ou lorsque la faillite de nombreux débiteurs constitue un « krack », après quoi il n'y a pas de retour à l'équilibre d'origine. Pour prendre une autre image, un tel désastre est analogue au « chavirement » d'un bateau qui, dans des conditions ordinaires, est toujours près de l'équilibre stable mais qui, après avoir été incliné au-delà d'un certain angle, n'a plus tendance à retourner à l'équilibre, mais, au contraire à s'en éloigner d'autant plus.

9. Nous pouvons provisoirement supposer que, d'ordinaire et dans de larges limites, toute, ou presque toute, variable économique tend, d'une manière générale, vers un équilibre stable. Lorsque nous exposons les courbes d'offre et de demande à des étudiants, nous supposons à juste titre que si le prix, disons, du sucre est au-dessus du point où l'offre et la demande sont égales, il a tendance à diminuer ; et à monter s'il est au-dessous.

10. Sous de telles hypothèses, et compte tenu des « frictions économiques », qui sont toujours présentes, il s'ensuit que, sauf intervention de quelque force externe, toute oscillation « libre » autour de l'équilibre doit tendre à diminuer progressivement, tout comme une chaise à bascule mise en mouvement finit par s'arrêter. C'est pour-

quoi, alors que les cycles « contraints », tels que les cycles saisonniers, tendent à perdurer sans voir leur amplitude diminuer, les cycles « libres » ordinaires tendent à disparaître, laissant la place à l'équilibre.

11. Mais l'exact équilibre ainsi recherché est rarement atteint et ne se maintient jamais longtemps. Il est sûr que de nouvelles perturbations vont se produire, de telle façon que, dans les faits, toutes les variables sont presque toujours au-dessus ou en-dessous de l'équilibre idéal.

Par exemple, le café peut être en sur-production au Brésil, c'est-à-dire produit davantage que ce qu'il aurait été si les producteurs avaient su à l'avance qu'il ne pourrait pas être vendu avec profit. Ou il peut y avoir pénurie dans la récolte de coton. Ou les usines, ou les stocks commerciaux peuvent être en-deçà ou au-delà du point d'équilibre.

Théoriquement, il peut y avoir — en fait, la plupart du temps il doit y avoir — sur ou sous-production, sur ou sous-consommation, sur ou sous-dépense, sur ou sous-investissement et sur ou sous-n'importe quoi d'autre. Supposer que, pour une longue période, les variables de l'organisation économique, ou une partie d'entre elles, vont « rester immobiles », à l'équilibre parfait, est aussi absurde que d'imaginer l'océan Atlantique sans aucune vague.

12. Les variables importantes qui peuvent être, et généralement sont, au-dessus ou au-dessous de l'équilibre sont : (a) les biens de capital tels que les habitations, les usines, les bateaux, généralement les capacités productives, les stocks, l'or, la monnaie, les crédits et les dettes ; (b) les divers revenus tels que le revenu réel, le volume des échanges, les échanges d'actions ; (c) les prix tels que le prix des actifs financiers, des marchandises, les intérêts.

13. On peut même observer une sur-production générale dans l'un ou l'autre de ces deux sens : on peut observer, en général, à un certain moment, des stocks excessifs, ou alors, pendant une période particulière, un flux de production trop rapide. La proposition classique que la sur-production peut seulement se rapporter à certains produits relativement à d'autres est erronée. En dehors de l'abondance ou la pénurie de certains produits particuliers par rapport à d'autres, la production dans son rapport aux désirs et aversions humains peut, dans son ensemble, aller au-delà ou en-deçà du point d'équilibre.

En fait, à part de brefs moments, il doit toujours y avoir un certain degré de sur-production ou sous-production générale, au double sens des stocks et des flux.

14. Mais, en pratique, la sur-production générale, telle que les gens l'imaginent, n'a jamais été, pour autant que je l'ai découvert, une cause majeure de grand déséquilibre. Le fondement, ou un des fondements, de l'idée commune de la sur-production est de confondre une pénurie de monnaie pour un excès de biens.

15. Comme toute déviation de l'équilibre de la part d'une quelconque variable économique peut en théorie, et sans aucun doute dans les faits, déclencher une forme d'oscillation, la question importante est alors la suivante : lesquelles ont été suffisamment perturbatrices pour permettre une explication solide des grands booms et dépressions de l'histoire ?

16. Je ne suis pas suffisamment familier avec la longue histoire détaillée de ces perturbations, ni avec la littérature colossale concernant ce qui est supposé les expliquer, pour être parvenu à une conclusion définitive quant à l'importance relative de toutes les influences à l'oeuvre. Je suis impatient d'apprendre des autres.

17. Selon mon opinion actuelle, qui est tout à fait provisoire, il y a une parcelle de vérité dans la plupart



de ce qui est communément présenté en guise d'explication, mais cette parcelle est souvent petite. Chacune de ces explications pourrait suffire à expliquer de petites perturbations, mais réunies toutes ensemble, elles sont probablement incapables d'expliquer de grandes perturbations.

18. En particulier, en tant qu'explication de ce qu'on appelle le cycle des affaires, ou les cycles, quand ceux-ci sont vraiment graves, je doute de la pertinence de la sur-production, de la sous-consommation, de la sur-capacité, du bouleversement des prix, du désajustement entre les prix industriels et agricoles, de l'excès de confiance, du surinvestissement, de l'excès d'épargne, de l'excès de dépense et de l'écart entre l'épargne et l'investissement.

19. J'avance l'opinion, sujette à correction ou à la soumission de preuves à venir, que, dans les grands booms et dépressions, chacun des facteurs nommés ci-dessus, a joué un rôle de second plan en comparaison de deux facteurs dominants, à savoir en premier le sur-endettement et, suivant tout de suite après, la déflation. De plus, lorsque certains des autres facteurs se font sentir, ils ne sont souvent que des effets ou des symptômes de ces deux facteurs principaux. En bref, les mauvais génies sont les perturbations concernant la dette et le niveau des prix.

Bien que tout disposé à changer d'opinion, j'ai, pour le moment, une forte conviction que ces deux maux économiques, la maladie de la dette et la maladie de l'indice des prix (ou la maladie du dollar), sont des causes plus importantes des grands booms et des grandes dépressions que toutes les autres causes réunies.

20. Certains des autres facteurs, et la plupart du temps des facteurs mineurs, prennent une certaine importance lorsqu'ils sont combinés avec un des deux facteurs principaux ou les deux.

Ainsi le sur-investissement et l'excès de spéculation sont-ils souvent importants ; mais ils auraient des conséquences bien moins graves s'ils n'étaient pas effectués avec de l'argent emprunté. C'est-à-dire que le sur-endettement peut donner de l'importance au sur-investissement ou à l'excès de spéculation.

Il en est de même pour l'excès de confiance. J'imagine qu'il n'est souvent pas dangereux sauf lorsqu'il incite ses victimes à s'endetter.

Un autre exemple est le désajustement entre les prix industriels et agricoles, qu'on peut montrer être une conséquence des changements dans le niveau général des prix.

21. Les perturbations de ces deux facteurs — la dette et le pouvoir d'achat de l'unité monétaire — donneront naissance à des perturbations dans toutes, ou presque toutes les autres variables économiques. D'un autre côté, si la dette et la déflation sont absentes, les autres perturbations sont impuissantes à provoquer des crises comparables en gravité à celles de 1837, 1873, ou 1929-33.

## **Les rôles de la dette et de la déflation**

22. On ne peut pas donner de liste exhaustive des variables secondaires affectées par les deux variables principales, la dette et la déflation ; mais cette liste incluerait en particulier sept variables, faisant un total d'au moins neuf variables, à savoir : les dettes, les moyens de circulation, leur vitesse de circulation, les niveaux de prix, les valeurs nettes, les profits, le commerce, la confiance des affaires, les taux d'intérêt.

23. Les « interrelations majeures » entre ces neuf

principaux facteurs peuvent être déduites, en supposant, pour commencer, que l'équilibre économique général est perturbé par le seul sur-endettement, et, en particulier, qu'il ne s'exerce pas d'autre influence, fortuite ou intentionnelle, affectant le niveau des prix.

24. En supposant de même que, à un certain moment, prévale un état de sur-endettement, cela poussera à la liquidation, par l'affolement des débiteurs ou des créanciers, ou des deux. Nous pouvons alors déduire la chaîne de conséquences suivante en neuf étapes : (1) la liquidation des dettes conduit à des ventes en catastrophe et à (2) une contraction de la monnaie de dépôt, puisque les prêts bancaires sont remboursés, et à une baisse de la vitesse de circulation de la monnaie. Cette contraction des dépôts et de leur vitesse de circulation, accélérée par les ventes en catastrophe est la cause de (3) « la chute du niveau des prix », en d'autres termes, un gonflement du dollar. En supposant, comme indiqué plus haut, qu'aucune relance de l'activité ou autre ne vienne interférer avec la chute des prix, il en découle (4) une chute encore plus importante dans les valeurs nettes des affaires, précipitant des faillites et (5) une chute similaire des profits, ce qui, dans une société « capitalistique », c'est-à-dire une société de profit privé, conduit les firmes qui font des pertes à procéder à (6) une réduction de la production, du commerce et de l'emploi. Ces pertes, ces faillites et le chômage mènent à (7) un pessimisme et une perte de confiance, ce qui à son tour conduit à (8) la thésaurisation et une diminution supplémentaire de la vitesse de circulation.

Les huit changements ci-dessus sont la cause enfin de (9) perturbations complexes dans les taux d'intérêt, en particulier, d'une chute des taux nominaux, ou encore en argent, et d'une hausse des taux d'intérêt réels, exprimés en marchandises.

Manifestement, le rôle de la dette et la déflation expliquent un grand nombre de phénomènes d'une manière très simple et logique.

25. L'enchaînement des causes ci-dessus, consistant en neuf liaisons, comprend seulement quelques-unes des interrelations entre les neuf facteurs. D'autres interrelations, à la fois empiriques et logiques, peuvent être explicitées, ainsi que probablement d'autres qui ne peuvent pas être formulées du tout, pour le moment du moins. Doivent aussi exister de nombreuses relations indirectes impliquant des variables non incluses parmi les neuf groupes.

26. Une des plus importantes de ces interrelations (et probablement trop peu soulignée dans mon livre *Booms and depressions*) est l'effet direct que la diminution de la monnaie en circulation, des dépôts et de leur vitesse de circulation, exerce sur le rétrécissement des échanges, comme le prouve le fait que les échanges ont été revitalisés localement par une injection de monnaie sous la pression des évènements, et ce sans aucune hausse du niveau des prix.

27. Dans la chronologie réelle, l'ordre des neuf évènements est quelque peu différent de l'ordre « logique » ci-dessus, et il existe des réactions et des effets répétés, comme indiqué dans l'appendice I de *Booms et dépressions*.

La table suivante de nos neuf facteurs, survenant et se répétant (avec les ventes en catastrophe), donne une image assez fidèle, bien qu'encore insuffisante, des forces contradictoires à l'oeuvre dans une dépression, ceci dans l'ordre approximatif dans lequel on pense qu'ils surviennent habituellement. (La première apparition de chaque facteur avec ses sous-divisions est indiquée par des caractères en italique. Les chiffres entre parenthèses indiquent l'ordre d'exposition original.)

- I. (7) Léger *pessimisme* et ébranlement de la *confiance*  
(8) Légère *réduction de la vitesse de circulation*  
(1) *Liquidation* des dettes
  
- II. (9) Chute du *taux nominal* pour les prêts sans risque  
(9) Mais le *taux nominal* pour les prêts à risques augmente.
  
- III. (2) *Ventes en catastrophe*  
(7) *Pessimisme accru*  
(3) *Chute du prix des titres*  
(1) *Augmentation du nombre des dépôts de bilan*  
(3) *Chute du prix des marchandises*
  
- IV. (9) *L'intérêt réel augmente* : Les dettes réelles augmentent  
(7) *Accroissement du pessimisme et de la défiance*  
(1) *Augmentation du nombre des dépôts de bilan*  
(2) *Augmentation des ventes en catastrophe*  
(8) *Réduction accrue de la vitesse de circulation*
  
- V. (2) *Augmentation des ventes en catastrophe*  
(2) *Contraction de la monnaie de dépôt*  
(3) *Poursuite du gonflement du dollar*
  
- VI. (4) *Réduction de la richesse nette*  
(4) *Augmentation du nombre de faillites*  
(7) *Accroissement du pessimisme et de la défiance*  
(8) *Poursuite de la décroissance de la vitesse de circulation*  
(1) *Augmentation du nombre des dépôts de bilan*
  
- VII. (5) *Diminution des profits*  
(5) *Augmentation des pertes*  
(7) *Renforcement du pessimisme*

- (8) Vitesse de circulation encore ralentie
- (1) Augmentation du nombre des dépôts de bilan
- (6) *Réduction du volume des transactions boursières*

- VIII. (6) *Diminution de l'activité de construction*
- (6) *Réduction de la production*
  - (6) *Réduction des échanges*
  - (6) *Chômage*
  - (7) Renforcement du pessimisme

- IX. (8) *Thésaurisation*

- X. (8) *Panique bancaire*
- (8) *Les banques réduisent les prêts pour se protéger*
  - (8) *Les banques vendent les investissements*
  - (8) *Faillites de banques*
  - (7) La défiance augmente
  - (8) Thésaurisation accrue
  - (1) Augmentation du nombre des dépôts de bilan
  - (2) Augmentation des ventes en catastrophe
  - (3) Poursuite du gonflement du dollar

Comme il a été indiqué, cet ordre (ou n'importe quel ordre en fait) ne peut être qu'approximatif et sujet à des variations suivant les moments et les lieux. Il représente mes suppositions actuelles sur la façon dont les neuf facteurs sélectionnés dans ce livre pour une étude explicite sont susceptibles de se mettre en place dans la plupart des cas, s'ils ne subissent pas trop d'influences externes.

Mais, comme il a aussi été avancé, l'idée d'une succession purement linéaire est elle-même inadéquate, car alors que le facteur (1) agit sur le facteur (2), par exemple, il agit aussi directement sur (7), de telle façon que nous avons réellement besoin d'une représentation de flux se subdivisant ou, mieux, d'un réseau interactif dans lequel chaque facteur peut être représenté comme

influençant et étant influencé par tout ou partie des autres facteurs.

Le paragraphe 24 ci-dessus donne un ordre logique, et le paragraphe 27 un ordre chronologique, des principales variables affectées par une dépression déclenchée par le sur-endettement.

28. Mais il devrait être noté que, à l'exception du premier et du dernier élément de la liste « logique », à savoir la dette et les intérêts sur la dette, toutes les fluctuations mentionnées proviennent d'une chute des prix.

29. Lorsque le sur-endettement se présente seul, c'est-à-dire qu'il n'implique pas de chute des prix, en d'autres termes, quand sa tendance à faire diminuer les prix est contrecarrée par des forces inflationnistes (soit par accident, soit à dessein), le « cycle » qui en résulte sera bien moins accentué et bien plus régulier.

30. De même, lorsqu'une déflation se produit pour d'autres raisons que les dettes et sans qu'il y ait un grand volume de dettes, les maux qui en résultent sont bien moindres. C'est la combinaison des deux — la maladie de la dette venant en premier, puis entraînant la maladie du dollar — qui cause le plus de ravages.

31. Les deux maladies agissent et réagissent l'une sur l'autre. Les pathologistes découvrent à l'heure actuelle que le déclenchement conjoint de deux maladies est parfois pire que l'effet de chacune prise séparément ou que la simple somme des effets des deux maladies. Et nous savons tous qu'une maladie bénigne peut conduire à une maladie plus grave. Tout comme une mauvaise grippe conduit à une pneumonie, le surendettement conduit à la déflation.

32. Et vice versa, la déflation causée par la dette réagit sur la dette. Chaque dollar de dette encore impayé devient un dollar plus lourd, et si le sur-endettement d'où

on est parti était suffisamment grand, la liquidation des dettes ne peut pas suivre le rythme de la chute des prix qu'elle entraîne. Dans ce cas, la liquidation est la cause de son propre échec. Alors qu'elle diminue le nombre de dollars de dette, elle peut ne pas le faire aussi vite qu'elle augmente la valeur de chaque dollar dû. Ainsi, c'est l'effort même des individus pour diminuer le fardeau des dettes qui l'augmente, du fait de l'effet de masse de la ruée vers la liquidation qui gonfle chaque dollar de dette. Nous avons alors le grand paradoxe qui, c'est ce que je soumetts, est le grand secret de la plupart des grandes dépressions, si ce n'est pas de toutes : plus les débiteurs remboursent, plus ils doivent. Plus le navire de l'économie s'incline, plus il tend à s'incliner. Il ne tend pas à corriger sa gîte, il est au contraire en train de chavirer.

33. Mais si le sur-endettement n'est pas suffisamment important pour faire que la liquidation cause son propre échec de cette manière, la situation est différente et plus simple. Elle tend alors à être analogue à l'équilibre stable ; plus le bateau tangue, plus il tend à corriger sa gîte. Dans ce cas, nous avons le véritable exemple d'un cycle.

34. En particulier dans le cas du « chavirement », le pire est que les revenus réels sont progressivement et rapidement réduits. Les hommes et les machines inemployés signifient une production réduite et un revenu réel moindre, le facteur central dans toute science économique. Soit dit en passant, cette sous-production arrive au moment précis où on a l'illusion d'une sur-production.

35. Dans ce rapide tour d'horizon, je n'ai pas discuté de ce qui constitue le sur-endettement. Il suffit de noter ici que (a) le sur-endettement est toujours relatif à d'autres éléments, comprenant la richesse nationale et le revenu national et l'offre d'or, cette dernière étant par-



ticulièrement importante, comme l'ont démontré les recherches récentes de Warren et Pearson ; et (b) il ne s'agit pas d'une simple grandeur unidimensionnelle à mesurer simplement par le nombre de dollars de dette. Il faut aussi prendre en compte la distribution dans le temps des sommes venant à remboursement. Les dettes remboursables immédiatement sont plus gênantes que les dettes à rembourser dans quelques années ; et celles payables à l'initiative du créancier le sont plus que celles payables à la convenance du débiteur. Ainsi la gêne occasionnée par la dette est-elle grande pour les prêts à court terme et les échéances proches.

En pratique, on peut approximativement mesurer la gêne totale causée par la dette que la nation ressent en prenant la somme totale actuellement due, disons pendant l'année en cours, y compris le loyer, les impôts, les intérêts, les acomptes, les provisions pour la caisse d'amortissement, les échéances et tout autre engagement précis ou strict à payer sur le principal.

## **Une illustration par la dépression de 1929-33**

36. La dépression dont, je l'espère, nous sommes en train d'émerger, est un exemple d'une dépression par la dette et la déflation de l'espèce la plus grave. Les dettes de 1929 atteignaient un niveau sans précédent, en termes nominaux comme en termes réels.

Elles étaient suffisamment importantes pour non seulement « faire tanguer le bateau », mais pour commencer à le faire chavirer. En mars 1933, la liquidation avait réduit les dettes d'à peu près 20 pour cent, mais avait augmenté le dollar d'à peu près 75 pour cent, de façon

que la dette réelle, c'est-à-dire la dette mesurée en marchandises, avait augmenté d'à peu près 40 pour cent.

37. A moins qu'une cause contraire ne se présente pour empêcher la chute du niveau des prix, une dépression telle que celle de 1929-33 (à savoir que plus les débiteurs remboursent, plus ils doivent) tend à se poursuivre, en s'approfondissant, dans un cercle vicieux et pour de nombreuses années. Il n'y a alors plus aucune tendance de la part du bateau à ne pas s'incliner jusqu'à ce qu'il ait chaviré. Enfin, bien sûr, mais seulement après une faillite quasi-universelle, l'endettement doit cesser de croître et commencer à diminuer. Vient alors la reprise et une tendance à une nouvelle succession de booms et de dépressions. Telle est la sortie soi-disant « naturelle » de la crise, passant par une suite inutile et cruelle de faillites, chômage et famine.

38. D'un autre côté, si l'analyse présentée est correcte, il est toujours possible économiquement d'arrêter ou de prévenir une telle dépression : il suffit d'augmenter le niveau des prix jusqu'à un niveau moyen atteint lorsque les dettes à rembourser ont été contractées par les débiteurs actuels et assumées par les créanciers actuels, et de maintenir ensuite ce niveau inchangé.

Que le niveau des prix soit contrôlable n'est pas seulement l'affirmation des théoriciens de la monnaie mais a été récemment prouvé par deux événements majeurs : (1) la Suède a, depuis maintenant presque deux ans, maintenu un niveau des prix stables, pratiquement toujours dans les limites de deux pour cent autour de l'objectif choisi et la plupart du temps dans les limites d'un pour cent. (2) Le fait que le renversement immédiat du mouvement de déflation soit facilement atteint par l'utilisation, ou même l'anticipation de l'utilisation, des instruments appropriés vient d'être démontré par le Président Roosevelt.

39. Ceux qui imaginent que la relance déclarée de Roosevelt n'est pas la cause de notre rétablissement, mais que nous avons « de toutes façons touché le fond » se trompent lourdement. A mon sens, ils n'ont en aucun cas donné de preuves que nous avons touché le fond. Et s'ils ont raison, mon analyse doit être cruellement fautive. Selon toute évidence, d'après cette analyse, la dette et la déflation, qui ont causé des ravages jusqu'au 4 mars 1933, étaient alors plus fortes que jamais et, si on les avait laissé faire, auraient causé plus de ravages que jamais après le 4 mars. Si l'on n'avait pas pratiqué une « respiration artificielle », nous aurions rapidement vu les faillites générales des compagnies de garantie hypothécaires, des caisses d'épargne, des compagnies d'assurance-vie, des chemins de fer, des municipalités et des Etats. Alors le Gouvernement Fédéral serait probablement devenu incapable de payer ses traites sans recourir à la planche à billet, ce qui en lui-même aurait été un cas très tardif et malheureux de respiration artificielle. Et si nos gouvernants avaient encore insisté pour « laisser à la nature l'initiative de la reprise » et avaient encore refusé d'augmenter les prix de quelque façon que ce soit, s'ils avaient vainement cherché à équilibrer le budget et à licencier plus de fonctionnaires, à augmenter les impôts, à émettre, ou à essayer d'émettre plus d'emprunts, ils auraient vite cessé d'être nos gouvernants. Car nous aurions abouti à l'insolvabilité de notre gouvernement national lui-même, et probablement quelque forme de révolution politique sans attendre les prochaines élections légales. Les fermiers du Mid-West avaient déjà commencé à défier la loi.

40. Si tout ceci est vrai, il serait aussi stupide et immoral de « laisser faire la nature », que pour un médecin de négliger un cas de pneumonie. Ce serait aussi une injure à la science économique, qui a sa thérapeutique tout autant que la science médicale.

41. Si la relance peut maintenant freiner si facilement et si rapidement la spirale descendante de la déflation après presque quatre ans, alors que celle-ci était en train de s'accélérer, cela aurait été encore plus facile de l'arrêter plus tôt et à n'importe quel moment. En fait, sous le Président Hoover, la reprise fut apparemment bien initiée par les achats de la Réserve Fédérale sur l'open market, qui réactivèrent les prix et les affaires de mai à septembre 1932. Les efforts ne furent pas soutenus et la reprise fut stoppée par des circonstances diverses, y compris « la campagne politique de la peur ».

Il aurait été encore plus facile de prévenir la dépression presque entièrement. En fait, c'est mon opinion, ceci aurait été fait si le Gouverneur Strong de la Federal Reserve Bank de New-York avait vécu, ou si sa politique avait été adoptée par d'autres banques et par le Federal Reserve Board et poursuivie conformément après sa mort<sup>1</sup>. Dans ce cas, la conjoncture ne se serait pas aggravée après le premier crash. Nous aurions eu la maladie de la dette, mais pas la maladie du dollar, la mauvaise grippe, mais pas la pneumonie.

42. Si l'explication par la dette et la déflation des grandes dépressions est juste pour l'essentiel, la question du contrôle du niveau des prix prend une importance nouvelle ; et ceux qui sont aux commandes — le Federal Reserve Board et le Secrétaire au Trésor, ou, espérons-le, une commission spéciale de stabilisation — auront dans l'avenir à assumer une nouvelle responsabilité.

43. Le contrôle du niveau des prix, ou le contrôle du dollar, ne serait pas une panacée. Même avec un dollar idéalement stable, nous serions toujours exposés aux maladies de la dette et du chômage technologique, de la surproduction, de la désorganisation des prix, de l'excès de confiance, et à de nombreuses autres maladies bénignes. La recherche de la thérapie appropriée à ces

maladies occupera les économistes longtemps après que nous ayons éradiqué la maladie du dollar.

## Les origines de l'endettement

44. Le sur-endettement, dont on a admis jusqu'ici l'existence, doit avoir eu ses conditions d'apparition. Il peut avoir pour origine de nombreuses causes, dont les plus communes semblent être les nouvelles occasions d'investir avec un gros profit en perspective, en comparaison avec les profits et intérêts ordinaires, du fait de nouvelles inventions et industries, du développement de nouvelles ressources et de l'ouverture de nouvelles terres ou marchés. L'argent facile est la cause majeure du sur-endettement. Quand un investisseur pense qu'il peut faire plus de 100 pour cent de profit par an en empruntant à 6 pour cent, il sera tenté d'emprunter, et d'investir ou de spéculer avec l'argent emprunté. Ce fut une raison principale qui conduisit au sur-endettement de 1929. Les inventions et les améliorations techniques créèrent de magnifiques occasions d'investir, et furent ainsi la cause de dettes importantes. Les autres causes furent les dettes héritées de la guerre, domestiques et extérieures, publiques et privées, les prêts à l'étranger pour la reconstruction, et la politique de bas taux d'intérêt adoptée afin d'aider l'Angleterre à retourner à l'étalon or en 1925.

Chaque cas de sur-endettement a sa propre condition d'apparition ou sa série de conditions. Le sur-endettement qui conduisit à la crise de 1837 trouve sa principale origine dans les occasions d'investissement lucratif à la suite du développement dans l'Ouest et le Sud-Ouest de l'immobilier, du coton, de la construction de canaux (à la suite de la construction du Canal Erié), des bateaux à vapeur et de routes à péage, permettant le

passage de part et d'autre de la chaîne des Appalaches. Pour le sur-dette ment menant à la crise de 1873, les principaux déclencheurs furent l'exploitation des chemins de fer et des fermes de l'ouest après la promulgation du « Homestead Act ». Le sur-endettement menant à la panique de 1893 était principalement relié à la base or qui était devenu trop étroite, du fait d'une injection excessive d'argent. Mais la panique de 1893 semble avoir moins fait intervenir la dette que dans la plupart des cas, bien que la déflation ait joué un rôle majeur.

Le déclenchement peut, bien sûr, être entièrement ou en partie dû au retour de balancier ou à la réaction de reprise suivant une dépression comme les théoriciens du cycle le suppose habituellement. Ceci, en soi-même, tendrait à rendre moins sévère la dépression suivante.

45. Quand l'élément de déclenchement consiste en de nouvelles occasions de faire des investissements exceptionnellement profitables, la bulle de la dette tend à se gonfler davantage et plus rapidement que lorsque le déclencheur est un accident majeur qui donne seulement lieu à des dettes non productives. La seule exception notable est une grande guerre et même dans ce cas principalement parce qu'elle conduit après qu'elle est finie, à des dettes productives en vue de la reconstruction.

46. Ceci est sensiblement différent des opinions naïves qu'on a communément sur la façon dont une guerre débouche sur une dépression. Si la présente interprétation est correcte, la Grande Guerre n'aurait pas nécessairement dû mener à une grande dépression. Il est tout à fait vrai qu'on n'aurait pas pu éviter les inflations, soit dans leur ampleur, soit dans leur nombre, à cause de la situation critique dans laquelle se trouvaient les finances publiques, mais les déflations injustifiées qui suivirent auraient probablement pu être entièrement évitées.

47. La psychologie du public qui s'endette passe par plusieurs phases plus ou moins distinctes : (a) l'appât de gros dividendes ou d'augmentation du revenu en perspective dans un avenir lointain ; (b) l'espoir de vendre à profit et de réaliser un gain en capital dans un avenir immédiat ; (c) la vogue des promotions imprudentes, tirant avantage de l'accoutumance du public à de brillantes perspectives ; (d) le développement de la fraude caractérisée, s'imposant à un public rendu crédule et naïf.

Lorsqu'il est trop tard, les dupes découvrent des scandales comme les affaires Hatry, Krueger et Insull. Au moins un livre a été écrit pour prouver que les crises sont dues aux fraudes d'affairistes rusés. Mais il est probable que ces fraudes ne seraient jamais devenues si importantes sans les déclencheurs originaux que sont les occasions réelles d'investir lucrativement. Il y a probablement toujours une base tout à fait réelle pour la psychologie de « l'ère nouvelle » avant qu'elle n'emporte ses victimes. C'était certainement le cas avant 1929.

48. En résumé, nous trouvons que : (1) les changements économiques comprennent des tendances régulières et des perturbations irrégulières occasionnelles qui agissent comme déclencheurs d'oscillations cycliques d'une incommensurable variété ; (2) parmi les nombreuses perturbations occasionnelles, il y a les nouvelles occasions d'investir, spécialement du fait de nouvelles inventions ; (3) ces causes, en compagnie d'autres, conspirent quelquefois pour conduire à un important sur-endettement ; (4) ceci, en retour, mène à des tentatives pour liquider ; (5) ce qui, à son tour mène (à moins d'être contrecarré par une relance) à une chute des prix ou à un dollar qui augmente ; (6) le dollar peut augmenter plus vite que ne diminue le nombre de dollars de dette ; (7) dans ce cas, la liquidation ne résorbe pas réellement mais en fait aggrave l'endettement, et la dépression empire au

lieu de s'améliorer, comme indiqué par tous les neuf facteurs ; (8) les voies de sortie sont ou bien par le laisser-faire (la faillite) ou bien par une prescription scientifique (la relance), et la relance aurait pu tout aussi bien être appliquée en premier.

49. L'exactitude générale de la « théorie des grandes dépressions par la dette et la déflation » ci-dessus est, je crois, prouvée par l'expérience de la dépression présente et celles qui l'ont précédée. Des études à venir entreprises par d'autres vérifieront sans aucun doute cette opinion. Une méthode consiste à comparer différents pays simultanément. Si la « théorie par la dette et la déflation » est correcte, la contagion internationale des dépressions est principalement due à un étalon monétaire or (ou autre) commun et on devrait trouver peu de tendances pour une dépression de passer d'un pays en déflation à un pays en inflation ou en train de se stabiliser.

## Quelques caractéristiques nouvelles

Comme indiqué au début, plusieurs caractéristiques de l'analyse ci-dessus sont, pour autant que je sache, nouvelles. Certaines d'entre elles sont de trop peu d'importance ou trop évidentes pour être soulignées. Celle que je me risque à souligner le plus (le n° 32 ci-dessus ; ainsi que le n° 36) est la théorie qui avance que le sur-endettement est important au point de déprimer les prix plus vite que la liquidation, l'effort massif pour sortir de la dette nous plonge plus profondément dans l'endettement. Je voudrais aussi souligner l'entière articulation logique des neuf facteurs, dont la dette et la déflation sont les deux principaux (N° 23, 24 et 28 ci-dessus). Je voudrais attirer l'attention sur les nouvelles occasions d'investir comme



les « déclencheurs » importants du surendettement (N° 44, 45). Finalement, je voudrais souligner l'important corollaire de la théorie des grandes dépressions par la dette et la déflation : les grandes dépressions peuvent être éliminées et prévenues à travers la relance et la stabilisation (N° 38 , 42).

*Traduction B. Amable*

## Note

1. En fin de compte, cependant, afin d'éviter la dépression, l'étalon or aurait dû être abandonné ou modifié (par une dévaluation) ; car, avec l'étalon or de 1929, les niveaux de prix à cette époque n'auraient pas pu être indéfiniment maintenus face à :

(1) la « ruée vers l'or » due à l'expansion continue de l'étalon or incluant nation après nation ; (2) l'expansion du volume des échanges ; et (3) l'insuffisance de l'offre d'or mondiale en perspective.