



VINGT-DEUXIÈME LEÇON

§ 3

LE CRÉDIT PUBLIC

Programme officiel : 2^e Crédit public : Sur quelles bases il repose. — Emprunts de l'État. — Théorie des annuités et de l'amortissement (obligations des chemins de fer et du Crédit foncier ; rente amortissable). — Conversion des dettes publiques. — Cours légal et cours forcé.

Le crédit public. — Pourquoi les États font appel au crédit. — Les États, aussi bien que les particuliers, ont recours au crédit. Ils y sont contraints dans un certain nombre de cas. Parfois, au cours d'une année financière, les recettes s'effectuant plus lentement que les dépenses, il faut obtenir des anticipations. Il peut arriver aussi qu'à la fin d'une année, les dépenses engagées ayant excédé les recettes prévues, on soit obligé de combler le déficit du budget. Enfin, pour tous les peuples, des occasions se présentent qui exigent un grand effort : guerres, travaux publics urgents, etc. Il faut alors réaliser rapidement des sommes considérables, et, comme on ne les obtiendrait pas assez vite par l'impôt, on a recours à l'emprunt.

De tout temps il en a été ainsi et les États ont emprunté, mais c'est de nos jours surtout que le crédit public a pris une grande extension, les budgets étant plus considérables qu'autrefois, les guerres plus coûteuses, les travaux publics plus développés. Aussi, une sorte de réaction s'est-elle produite contre ce genre de crédit, et quelques-uns ont été jusqu'à le condamner absolument. Il est incontestable, en effet, que l'emprunt, permettant à l'État de prélever sur le capital du pays des sommes énormes, prête à de grands

abus. Il peut faciliter les guerres, puisqu'il supprime le frein résultant de la difficulté d'en faire les frais ; il rend possible un développement exagéré des travaux publics qui détruirait l'équilibre indispensable entre les capitaux fixes et les capitaux circulants ; enfin, il grève l'avenir en mettant à la charge des générations futures le paiement des intérêts de la somme empruntée et le remboursement de cette somme. La crainte de pareils abus ne doit pourtant pas empêcher de reconnaître aux emprunts publics de grands avantages quand l'œuvre à entreprendre est vraiment utile. Outre qu'ils fournissent de suite les sommes nécessaires, ils ont le mérite de les prélever sur les capitaux disponibles. Ils s'adressent aux capitalistes cherchant un placement, tandis que l'impôt frapperait indistinctement tout le monde, contraindrait ceux dont les capitaux sont engagés à des réalisations inopportunes et pourrait causer la ruine de certaines entreprises. Il n'est d'ailleurs pas toujours injuste que la dépense engagée par une génération retombe en partie sur les suivantes ; rien n'est plus équitable au contraire, quand l'œuvre accomplie est de celles dont les bénéfices sont permanents. Il serait donc excessif de prétendre interdire aux États le recours au crédit. Ils ne doivent pas en abuser, mais ils peuvent y trouver de grands avantages. Dans certains cas, c'est pour eux la meilleure façon de se procurer des ressources indispensables, et parfois c'est la seule.

Sur quelles bases repose le crédit public. — Le crédit public ne repose pas absolument sur les mêmes bases que le crédit privé. Les différences sont pourtant moindres qu'on ne serait tenté de le croire, et l'expérience a mis à néant certaines illusions qu'on a pu se faire à cet égard.

EMPRUNTS FORCÉS. — On s'est parfois imaginé que l'État pouvait user utilement de son autorité pour contraindre les capitalistes à lui faire des avances. En France, par exemple, un emprunt forcé de un milliard fut décrété en 1793, deux autres de moindre importance eurent lieu sous le Directoire, et un dernier, de 100 millions seulement, fut effectué en 1815. L'Autriche et l'Espagne ont agi de même à plusieurs reprises. Mais de pareils emprunts n'offrent que des inconvénients. Ils n'ont pas le mérite des emprunts ordinaires, qui est de ne faire appel qu'aux capitaux disponibles, ils suscitent mille résistances et sont à peu près irrécouvrables. L'emprunt de 1815 réussit parce que la somme demandée était très modique, mais en 1793 et sous le Directoire on avait échoué piteusement. En 1793, notamment, on n'avait recueilli que 100 millions au lieu de un milliard !

EMPRUNTS PATRIOTIQUES. — Parfois encore, on a dit à l'État : « Vous êtes le représentant de la patrie, vous agissez dans l'intérêt commun ; faites appel au patriotisme pour obtenir à bon compte ce dont

vous avez besoin. » En 1830 et 1848, par exemple, on voulut, en France, émettre des titres de rente 5 p. 100 au pair, c'est-à-dire à 100 francs, alors que les titres du même genre se vendaient couramment à la Bourse au prix de 80 francs. En 1871, la même idée fut reprise au Parlement et dans la presse pour le paiement de l'indemnité de guerre. Mais on ne put obtenir ainsi que des sommes minimes. En fait, les emprunts de 1830 et de 1848 échouèrent complètement.

LES VRAIES BASES DU CRÉDIT PUBLIC. — Il faut donc renoncer à ces procédés. L'État ne peut obtenir le concours des capitalistes qu'en raison de la confiance qu'il leur inspire et de la rémunération qu'il leur offre. Sa situation est, à ce point de vue, identique à celle d'un emprunteur ordinaire. Mais elle en diffère par les circonstances très particulières d'où dépend, à son égard, la confiance des capitalistes. En cela, mais en cela seulement, on peut dire que les bases du crédit public ne sont pas les mêmes que celles du crédit privé.

L'État, en effet, ne présente pas les garanties qu'offre ordinairement un particulier emprunteur. Il n'a guère de capitaux, ceux qui forment son domaine propre n'ayant généralement qu'une valeur bien inférieure à la somme des emprunts qu'il contracte. Ses ressources proviennent surtout de l'impôt et consistent en revenus. De plus, il est maître d'échapper à toute contrainte; les prêteurs sont à la merci d'une loi qui dispenserait l'État de payer ses dettes. Un particulier ne trouverait aucun crédit dans de telles conditions. Mais, si l'État n'a que des revenus, ces revenus participent de sa pérennité et sont d'ailleurs très extensibles; si son omnipotence peut inquiéter les prêteurs, de bonnes traditions financières les rassurent. C'est ainsi que la France moderne, qui eut le malheur de débiter par une banqueroute en l'an VI¹, a mis depuis une telle exactitude à remplir ses engagements qu'elle possède un crédit de premier ordre: au lendemain de nos désastres, elle trouva sans peine les milliards dont elle avait besoin.

Emprunts de l'État. — Les deux catégories de dettes de l'État.

1° DETTE PERPÉTUELLE OU A LONGUE ÉCHÉANCE. — Ces caractères particuliers du crédit public permettent à l'État d'emprunter dans des conditions très spéciales. Pour la plus grande partie, ses dettes sont perpétuelles, ou tout au moins à longue échéance.

La dette perpétuelle, ou *dette consolidée*, n'est pas, comme son

1. La Révolution, pour liquider le passé et unifier les dettes de l'État, créa (loi du 24 août 1793) le grand livre de la dette publique. Mais en l'an VI on ordonna le remboursement en assignats, c'est-à-dire en valeurs fictives, des 2/3 de chacune des rentes inscrites. Quant au troisième tiers on le consolida. C'était faire banqueroute pour les 2/3 de la dette.

nom le ferait croire, une dette qui doit durer toujours. L'État peut la rembourser quand cela lui convient: mais les prêteurs n'ont jamais le droit d'en réclamer le montant. Quant aux dettes à longue échéance: obligations amortissables, annuités terminables, bons remboursables à échéances fixes ou dans un délai donné, etc., elles sont souvent contractées pour un temps très long: 60, 75 et même 90 ans. — Les particuliers ne trouveraient pas à emprunter pour d'aussi longs délais; seules, les sociétés peuvent émettre des obligations à échéance très éloignée, mais aucune n'obtiendrait un prêt à titre perpétuel. La pérennité des États, la confiance qu'on a dans leur loyauté, rendent seules possibles de pareilles combinaisons, et l'inconvénient qu'elles pourraient avoir pour les prêteurs disparaît grâce à la faculté qu'ils ont de vendre leurs titres à la Bourse quand ils désirent rentrer dans leurs fonds.

Aussi une nation dont le crédit est solide n'éprouve-t-elle aucune difficulté à emprunter de cette manière. Jadis, l'État, quand il voulait émettre un emprunt, faisait appel aux banques les plus puissantes et les chargeait, moyennant une commission, de placer des titres dans leur clientèle. Aujourd'hui, on se contente d'ouvrir une souscription publique et les capitalistes affluent, attirés par les avantages d'un placement sur l'État. C'est ainsi qu'en 1873 l'emprunt pour la libération du territoire fut souscrit à 43 milliards¹! — Parfois encore, l'État vend directement à la Bourse les titres de l'emprunt. Mais c'est là un procédé très lent qui ne convient qu'aux emprunts à réaliser par fractions en un certain nombre d'années (pour exécuter un plan de travaux publics, par exemple).

2° DETTE FLOTTANTE. — Toutes les dettes de l'État ne sont pas perpétuelles ou à longue échéance. Celles qui forment ce que l'on appelle la dette flottante sont exigibles à bref délai. Elles proviennent de plusieurs causes:

1° Quand, au cours d'une année financière, les recettes sont en retard sur les dépenses, il faut emprunter pour donner à l'équilibre le temps de s'établir.

2° Lorsqu'un budget se solde en déficit, l'excédent des dépenses engagées, ne se trouvant plus compensé par des recettes en perspective, tombe à la charge de la dette flottante.

3° Enfin certains comptes spéciaux exposent l'État à des demandes

1. C'était treize fois la somme demandée. Au reste le procédé de la souscription offre un inconvénient assez grave. L'État, obligé d'arrêter *proprio motu* le prix d'émission, est tenté de le fixer trop bas afin d'assurer le succès de l'emprunt. Il serait bon, croyons-nous, de combiner le principe de la souscription publique avec celui de l'adjudication, chaque souscripteur étant admis à offrir un prix supérieur au taux officiel. Ce dernier ne serait qu'un minimum et l'on attribuerait les rentes en commençant par les plus offrants. (Voy. M. Leroy-Beaulieu, *Science des finances*, t. III, p. 339 et M. Cauwès, *Précis d'économie politique*, t. III, p. 608.)

subites auxquelles il est tenu de répondre. Les caisses d'épargne, par exemple, qui lui confient leurs fonds, peuvent les lui réclamer ; les fonctionnaires qui ont versé au Trésor des cautionnements peuvent les reprendre ; et certaines promesses de secours faites aux départements ou aux communes pour les chemins vicinaux, pour les lycées, collèges, écoles, etc., obligent l'État à des avances qui dépassent parfois 50 millions en une année.

Ce sont là autant de dettes exigibles ou qui peuvent le devenir d'un moment à l'autre. Pour y faire face, l'État emploie d'abord les fonds disponibles du Trésor : les sommes que les caisses d'épargne lui ont confiées, par exemple, les cautionnements des fonctionnaires, etc. Mais, surtout, il emprunte à court terme en émettant des *bons du Trésor*. Ces titres, remboursables à trois mois, six mois, un an, sont généralement émis à bon compte (1, 1 1/2 p. 100 d'intérêt), car ils sont recherchés de ceux qui, ayant des capitaux disponibles, ne peuvent les engager pour un long temps. Ils fournissent à l'État le fonds de roulement dont il ne peut se passer et leur emploi est si nécessaire que les lois de finances le prévoient et le réglementent en fixant une limite aux émissions¹.

Comme on le voit, la dette flottante est l'ensemble des dettes courantes de l'État. Constattement en voie d'extinction et de reconstitution, elle ne peut pas atteindre un chiffre extrêmement élevé. Tandis que le total des dettes perpétuelles ou à longue échéance s'élève, en France, à plus de 25 milliards², à une vingtaine en Angleterre, à 10 aux États-Unis, à 8 environ pour les pays qui composent l'empire d'Allemagne, la dette flottante, même dans les pays où elle est le plus développée, ne peut guère dépasser 2 ou 3 milliards. Au delà de ce chiffre, on serait exposé à ne pouvoir faire face aux exigibilités. L'État devrait alors transformer une partie de cette dette en obligations à long terme. Il offrirait, par exemple, à ses créanciers, des titres de rente perpétuelle en paiement, ou bien il emprunterait directement au public en émettant des rentes et emploierait le montant de l'emprunt à éteindre les dettes les plus pressantes. Dans l'un et l'autre cas, il ne diminuerait pas ses charges, mais il en changerait la nature et rejeterait sur l'avenir un fardeau trop lourd pour le présent. Une pareille opération s'appelle une *consolidation*. C'est un expédient indispensable en certains cas pour dégager une situation embarrassée, mais on sent aisément qu'il peut prêter à des abus.

Comment l'État réduit ses dettes. — Les dettes publiques

1. 400 millions, le plus souvent.

2. Si à ce chiffre déjà énorme on ajoute le montant de la capitalisation des dettes viagères de l'État et celui de la dette flottante, on constate que notre dette publique atteint le total de 33 milliards.

grevant le pays d'une lourde charge, l'État a le devoir de les réduire dès que cela est possible. Deux procédés mènent à ce résultat : l'*amortissement* et la *conversion*.

1. THÉORIE DES ANNUITÉS ET DE L'AMORTISSEMENT. — L'amortissement d'une dette est son extinction par voie de remboursement.

Pour toutes celles de ses dettes qui ne sont pas perpétuelles, l'État est dispensé de prendre aucune initiative pour les amortir, le mode et l'époque de leur extinction résultant de leur nature même ou se trouvant réglementés dans les clauses de l'emprunt.

Il en est ainsi pour la dette flottante, puisqu'elle est exigible de suite ou à très bref délai. On peut en dire autant des dettes à longue échéance, quelles que soient leurs formes.

Les unes, BONS A ÉCHÉANCES FIXES, doivent être remboursées à une époque déterminée. Mais on en use peu, l'État ne pouvant prévoir trente ou quarante ans à l'avance s'il sera en mesure de payer à telle date précise¹.

D'autres, BONS REMBOURSABLES DANS UN DÉLAI DONNÉ, laissent à l'État plus de latitude. Les emprunts connus aux États-Unis sous le nom de cinq-vingt par exemple, lui réservent la faculté de choisir pendant quinze ans le moment le plus favorable, car il a le droit de rembourser dès que s'est écoulée la cinquième année de l'émission et est tenu de l'avoir fait avant l'expiration de la vingtième.

Les ANNUITÉS TERMINABLES s'éteignent d'elles-mêmes car elles consistent en un certain nombre de versements annuels auxquels l'État s'est engagé. En France, par exemple, voulant aider certaines villes à exécuter des travaux jugés d'utilité publique, l'État propose à ces villes une subvention sous cette forme. Les versements convenus une fois effectués, il ne doit plus rien.

Les RENTES VIAGÈRES sont du même genre. Dues par l'État à divers titres : comme pensions, secours, retraites, etc., elles s'éteignent à la mort de leur titulaire.

Enfin, dans certains cas, et pour de grands emprunts, un amortissement graduel est organisé. L'État émet des OBLIGATIONS AMORTISSABLES PAR TIRAGES AU SORT PÉRIODIQUES. Chaque année le sort désigne un certain nombre de ces obligations et on les rembourse grâce à un sacrifice annuel ajouté à celui que nécessite le service des intérêts. Ce sacrifice est relativement léger parce que le remboursement total se trouve réparti sur un grand nombre d'années, 50, 60, 75 et même 99. Le plus souvent du reste on évite que ce sacrifice atteigne jamais un taux très élevé en combinant les choses de telle sorte que l'annuité à payer reste la même pendant toute la durée du prêt. Il suffit pour cela de la calculer en tenant compte

1. Pourtant, aux États-Unis, la plus grande partie de la dette fédérale est remboursable à échéance fixe.

de la diminution graduelle d'intérêt due à l'amortissement. Au début, la plus forte partie de l'annuité sert à solder les intérêts et l'amortissement est lent; mais peu à peu les remboursements qui s'opèrent diminuent la dette, et la portion de l'annuité consacrée, à l'amortissement s'accroît d'année en année jusqu'à en absorber à la fin la presque totalité.

L'État n'est d'ailleurs pas seul à user de cette combinaison. Les villes s'en servent fréquemment et des sociétés privées, comme le Crédit foncier ou les compagnies de chemins de fer, l'appliquent à leurs obligations. Elle offre de grands avantages; mais, en ce qui concerne l'État, elle ne va pas sans inconvénients, car la situation complexe qu'elle crée rend à peu près impossibles les conversions dont nous parlerons prochainement.

Dans tous ces cas, on le voit, il suffit à l'État d'exécuter fidèlement ses engagements pour que sa dette disparaisse à un moment donné: à la condition cependant qu'il exécute les paiements convenus à l'aide de ses ressources normales et ne soit pas obligé de contracter de nouveaux emprunts pour éteindre les anciens.

Il en est tout autrement à l'égard des dettes perpétuelles. Elles ne sont jamais exigibles et leur amortissement ne peut être que le résultat d'un acte d'initiative de la part de l'État. Celui-ci n'a pas seulement à décider s'il convient ou non d'amortir, il doit encore faire choix du système selon lequel aura lieu l'amortissement. Ce sont là des questions délicates: presque toujours, pour avoir voulu trop bien faire, on les a mal résolues. En France, par exemple, de 1816 à 1835, l'amortissement de la dette perpétuelle s'est élevé nominativement au chiffre de 2 milliards 200 millions; mais il s'en faut bien que l'amortissement réel ait été aussi considérable. On a toujours procédé en constituant une *caisse d'amortissement* dotée de ressources spéciales qu'elle employait chaque année à acheter des titres de rentes. Tantôt la loi ordonna que ces rentes seraient conservées par la caisse; celle-ci touchait ainsi des revenus de plus en plus élevés et pouvait augmenter graduellement ses achats. Tantôt, au contraire, on décida que les titres achetés seraient aussitôt annulés. Mais, dans l'un et l'autre cas, l'amortissement s'opérait sans que l'on tint compte de l'état du budget. Indépendante, la caisse continuait ses opérations alors même que le budget était en déficit et qu'il fallait recourir au crédit pour l'équilibrer. L'État amortissait donc d'une main, mais il empruntait de l'autre, et comme, en général, il émettait ses emprunts à des cours inférieurs à ceux de ses rachats, non seulement l'amortissement n'était qu'apparent, mais on réalisait une perte sèche¹.

1. En 1831, par exemple, l'État empruntait au cours de 64 francs, tandis que la caisse d'amortissement rachetait des titres au prix de 89 fr. 50 et de 97 francs.

On ne doit donc amortir qu'à l'aide des excédents budgétaires... quand il en existe. Encore l'amortissement n'est-il pas toujours le meilleur emploi à faire de ces excédents. Mieux vaudrait bien souvent diminuer les impôts qui pèsent sur l'industrie et en arrêtaient l'essor. La France, grevée d'une dette perpétuelle de 20 milliards, aurait sans aucun doute le plus grand intérêt à se débarrasser de cette charge écrasante, qui l'entrave dans le présent et pourrait dans l'avenir rendre difficiles les emprunts nouveaux que nécessiteraient les besoins de sa défense; mais il serait encore plus pressant pour elle, si la situation budgétaire le permettait, d'opérer des dégrèvements, nos charges annuelles ayant porté les impôts à un taux si élevé qu'ils mettent notre industrie dans un état d'infériorité sensible sur les marchés internationaux. — L'avenir nous réserve d'ailleurs des ressources grâce auxquelles le poids de nos dettes sera singulièrement amoindri. La principale sera réalisée vers le milieu du siècle prochain, quand l'expiration des concessions faites par l'État aux Compagnies de chemins de fer assurera au Trésor la totalité des recettes annuelles de nos voies ferrées. D'ici là, il sera sans doute possible de diminuer le service d'intérêts de notre dette perpétuelle en opérant des conversions successives.

2^e CONVERSION DES DETTES PUBLIQUES. — La conversion est en effet une opération par laquelle l'État diminue les intérêts de sa dette. Presque toujours l'État, empruntant dans une période de crise, est obligé de promettre aux prêteurs un intérêt élevé. La crise passée, son crédit se raffermi, en même temps que l'incessante accumulation des capitaux abaisse graduellement le taux moyen de l'intérêt. Il arrive ainsi un moment où l'État aurait avantage à faire un nouvel emprunt pour rembourser le premier, puisque, ayant emprunté par exemple à 5 p. 100, il trouverait de l'argent à 4 1/2. Il est plus simple de convertir et le résultat est le même. L'État offre, en conséquence, à ses prêteurs le choix entre le remboursement de leurs titres au pair, c'est-à-dire à 100 francs, et une diminution de l'intérêt. En 1883, par exemple, l'État français ayant décrété la conversion en 4 1/2 du 5 p. 100 issu des grands emprunts nationaux de 1872 et 1873, ceux des porteurs de 5 p. 100 qui ne voulurent pas accepter l'échange de leurs titres contre des titres de rentes 4 1/2 purent exiger 100 francs en espèces. Mais bien peu usèrent de ce droit, car à cette époque, le taux de l'intérêt ayant baissé, un placement sur l'État à 4 1/2 restait très avantageux. Au lendemain de la conversion, le cours du nouveau 4 1/2 dépassait 100 francs¹. — Un pays dont le crédit est solide peut actuellement abaisser graduellement l'intérêt

1. Le nouveau 4 1/2 fut d'ailleurs garanti pour dix ans contre toute conversion.

de ses dettes jusqu'à 3 p. 100. Au-delà de ce taux, la conversion devient très difficile.

On a parfois prétendu qu'en agissant ainsi l'État viole ses engagements. C'est une erreur car il n'impose que ce qu'il a le droit d'imposer : le remboursement; l'échange des titres, au contraire, reste facultatif. En convertissant ses dettes quand c'est possible, il use donc d'un droit; il remplit aussi un devoir parce qu'en négligeant de convertir, il sacrifierait l'intérêt des contribuables, c'est-à-dire de tous, aux intérêts d'une minorité, les rentiers, et priverait le pays de ressources importantes. L'Angleterre a trouvé dans une série de conversions, opérées de 1822 à 1854, une économie annuelle de 100 millions, et, en France, les conversions de 1852 à 1883, les seules qui aient été absolument correctes¹, ont diminué le service des intérêts, la première de 17 millions 1/2 et la seconde de 34 millions.

Expédients et abus en matière de crédit public. — Répudiations. — Banqueroutes. — Concordats. — Cours légal et cours forcé. — Nous avons supposé jusqu'ici l'État faisant appel au crédit par les voies régulières et exécutant fidèlement ses engagements. Il n'en est malheureusement pas toujours ainsi. L'abus du crédit public, les désastres financiers, les guerres, mènent parfois les gouvernements à des pratiques dont les unes sont tout au moins irrégulières et dangereuses, les autres absolument déloyales.

Les plus condamnables sont les *répudiations* et les *banqueroutes*. Répudier sa dette, en effet, c'est déclarer qu'on ne la payera pas, et faire banqueroute c'est la réduire sans le consentement des porteurs de titres. Dans les deux cas l'État abuse de son omnipotence pour se débarrasser de ses engagements. Il en est d'ailleurs puni par la perte de son crédit.

Un État aux abois peut quelquefois éviter la banqueroute en obtenant un *concordat* de ses créanciers. Ceux-ci lui accordent des délais ou lui font remise d'une partie de sa dette dans l'espoir de sauver le reste, et peut-être même la totalité si l'État revient à meilleure fortune.

Enfin, le plus souvent, on évite ces extrémités en recourant à des expédients qui, sous une forme ou sous une autre, aboutissent à des emprunts indirects, le plus souvent forcés. En France, par exemple, on employa un procédé de ce genre quand, en 1816, on éleva le cautionnement des officiers ministériels, car on contraignit un cer-

1. Il y eut en France d'autres conversions, en 1825, 1862 et 1887, mais mal combinées ou mélangées d'éléments qui en firent des emprunts plutôt que des conversions.

tain nombre de particuliers¹ à verser au Trésor des sommes considérables dont l'État s'empressa de faire emploi. Mais l'expédient dont les États usent le plus souvent consiste à donner *cours forcé* à des billets qu'ils émettent, c'est-à-dire à créer un papier-monnaie que chacun est obligé d'accepter dans les paiements et dont les détenteurs ne peuvent réclamer le remboursement. C'est en réalité prélever un emprunt à la fois indirect et forcé sur l'ensemble du public. Dans le pays où existe une banque privilégiée émettant le billet de banque, l'État obtient le même résultat en donnant cours forcé aux billets de cette banque en compensation de fortes avances que celle-ci lui consent².

Presque tous les États ont été obligés de recourir au cours forcé. En France, l'assignat de la Révolution est resté célèbre. C'était un papier-monnaie gagé par les biens nationaux : l'émission dépassa 45 milliards et la dépréciation fut telle qu'au moment où on le supprima, il n'était plus accepté dans les paiements que pour 1/300^e de sa valeur nominale. On payait 3,000 francs ce qui, quelques années auparavant en coûtait 10 ! Plus récemment nous avons dû décréter, en 1848 et 1871, le cours forcé du billet de la Banque de France : mais, aux deux époques, les paiements en espèces furent bientôt repris. En Angleterre, le billet de banque eut également cours forcé de 1797 à 1821; les États-Unis d'Amérique, contraints de recourir au papier-monnaie en 1862, ne purent s'en affranchir qu'en 1878; et l'Italie n'a supprimé le sien qu'en 1881. Enfin l'Autriche, la Russie, la Turquie et la plupart des États de l'Amérique du Sud sont encore sous le régime du cours forcé.

Bien que très dangereux, ce procédé n'est pas toujours condamnable. A la condition d'en user avec une extrême prudence et de ménager la possibilité d'un prompt retour aux paiements en espèces, on peut y trouver le moyen d'apaiser des crises aiguës et de faire face aux nécessités d'une guerre. La France, en 1848 et en 1871, se procura ainsi, sans qu'il en résultât aucun inconvénient sensible, et presque gratuitement, des ressources qu'elle n'aurait pu demander à l'emprunt direct qu'avec beaucoup de difficultés et à des conditions très onéreuses. — Mais on ne peut que blâmer l'emploi du cours forcé comme mode d'emprunt permanent. Les États obérés, que l'épuisement de leur crédit force à y recourir, sont vite entraînés à exagérer les émissions : la valeur des titres s'altère, le bouleverse-

1. En compensation, on accorda à ces officiers ministériels le droit de présenter, moyennant finances, leurs successeurs à l'agrément du gouvernement, c'est-à-dire le droit de vendre leurs charges.

2. On ne peut pas dire au contraire que l'État fasse un emprunt au public quand il décrète le *cours légal* du billet de banque, car si, en pareil cas, le billet devient obligatoire dans les paiements, chacun est libre d'aller immédiatement réclamer à la banque le remboursement de ceux qu'il a recus.

ment des prix engendre des crises artificielles, et, comme les monnaies métalliques disparaissent par l'effet de la loi de Gresham¹, le règlement des échanges internationaux devient difficile et coûteux.

§ 4

LA BOURSE DES EFFETS PUBLICS ET AUTRES

Programme officiel : la Bourse : Son rôle au point de vue du crédit.

On a vu que le fonctionnement du crédit, soit privé, soit public, donne naissance à une foule de titres, actions et obligations de sociétés, rentes sur l'État, etc., que les capitalistes n'acceptent qu'à la condition de pouvoir aisément les vendre en cas de besoin. Aussi existe-t-il dans chaque pays un certain nombre de marchés, appelés *bourses des effets publics et autres*², destinés à l'achat et à la vente des valeurs mobilières. Les opérations s'y font par l'intermédiaire des agents de change, officiers ministériels qui reçoivent et exécutent les ordres des vendeurs et des acheteurs, et dressent à la fin de la journée le tableau des *cours*, c'est-à-dire la liste des prix atteints par les divers titres. Les cours varient naturellement pour chaque titre selon les avantages auxquels il donne droit et le plus ou moins de confiance qu'il inspire.

Il semble que, sur un pareil marché, presque toutes les opérations devraient se faire au comptant. Il en serait ainsi, en effet, si tous les acheteurs de titres étaient des capitalistes désireux de faire un placement, et tous les vendeurs des emprunteurs véritables ou des prêteurs ayant besoin de rentrer dans leurs fonds. Mais, à côté de ces individus, pour qui la bourse est faite, existent les spéculateurs et les joueurs. Spéculant sur la hausse ou sur la baisse des cours, ils achètent le plus souvent des quantités qu'il leur serait impossible de payer comptant ou vendent des lots de titres qu'ils ne possèdent pas. Celui qui joue à la hausse achète, par exemple, le

1. Voy. p. 216.

2. Il existe aussi des *bourses de marchandises* où se vendent et s'achètent les produits de l'industrie : blé, coton, fer, sucre, etc.

7 mars, pour la fin du même mois, 2.250 francs de rente 4 1/2 au cours de 105 francs : il aurait donc, pour exécuter le contrat, à payer le 31 mars une somme de 52.500 francs contre livraison des titres. Mais, en réalité, il ne possède pas cette somme et ne se soucie pas de recevoir les titres. Son intention est de les revendre, livrables à la fin du mois, dès qu'une bonne occasion se présentera. S'il y réussit et revend, par exemple, à 106 le 25 mars pour fin courant, il se trouvera, au 31 mars, débiteur de 52.500 francs comme acheteur, et créancier de 53.000 francs comme vendeur : tout se réglera par une différence de 500 francs qu'il encaissera. Si ses prévisions étaient trompées, le cours des titres baissant au lieu de hausser, il revendrait quand même; mais, au lieu de percevoir une différence, il aurait à en payer une et réaliserait une perte. Les joueurs à la baisse agissent d'une façon analogue. Ils ne possèdent pas les titres qu'ils vendent : ce sont des vendeurs à découvert.

A de telles spéculations, l'opération au comptant ne saurait évidemment convenir. Les achats et les ventes à terme sont donc très fréquents à la bourse, et l'on a dû les régler avec soin. Les époques de liquidation ne sont pas laissées au choix des particuliers : on ne peut acheter ou vendre à terme les fonds d'État, ni les actions de la Banque de France, du Crédit foncier ou des Chemins de fer français que pour le dernier jour du mois où l'on traite, ou pour le dernier du mois suivant. Quant aux autres titres, on a le choix entre le 15 ou le dernier jour des deux mêmes mois. En outre, pour simplifier les comptes, il n'est permis d'opérer à terme que sur des quantités déterminées ou leurs multiples : 2.250 francs de rentes en 4 1/2, 2.000 francs en 4 p. 100, 1.500 francs en 3 p. 100, et 25 titres pour les actions ou obligations¹.

Ces spéculations de bourse ont souvent suscité des critiques. On a dit qu'elles détournaient les bourses de leur véritable rôle, substituant au mouvement normal du crédit l'agiotage et le jeu. Elles prêtent en effet à de grands abus ; cependant, il faut bien reconnaître qu'elles ont leur utilité. Entretenant l'animation du marché, elles facilitent bien souvent le maintien des cours, le placement des titres et la fondation des entreprises. Une importante réforme a du reste supprimé récemment la cause la plus choquante d'immoralité dans les bourses. La loi française, réprochant le jeu, refuse, en général, toute action contre le perdant : poursuivi, celui-ci peut se mettre à l'abri en opposant l'*exception de jeu*. Les joueurs à la bourse, toujours payés par les agents de change intermédiaires en cas de gain, étaient donc maîtres de ne pas solder leurs différences quand ils perdaient. En voulant sanctionner une règle de morale,

1. Art. 6 du règlement de la compagnie des agents de change de Paris.

On provoquait de véritables scandales. Une loi du 28 mars 1885 a donné satisfaction à l'opinion publique en supprimant l'exception de jeu pour les opérations de bourse¹. Mieux vaut, en effet, reconnaître franchement des actes que l'intérêt du crédit oblige à tolérer.

1. Malheureusement elle ne l'a pas fait aussi nettement qu'on pourrait le désirer.

Lire dans les *Extraits* :

Joseph Garnier : les Bourses de commerce (p. 424).



VINGT-TROISIÈME LEÇON

CHAPITRE IV

Le Commerce.

§ 1^{er}.

GÉNÉRALITÉS SUR LE COMMERCE INTÉRIEUR ET EXTÉRIEUR.
SON RÔLE ET SON UTILITÉ.

LE CHANGE. — LES CRISES COMMERCIALES.

Programme officiel : le Commerce intérieur et extérieur : le change. — Les crises commerciales : leurs causes et leurs remèdes. — Importation et exportation ; les débouchés. — Balance du commerce ; comment elle se règle par le numéraire ou par les fonds *internationaux*.

Le commerce intérieur et extérieur. — Son rôle. — Son utilité. — Importation et exportation. — Les débouchés. — On vient de voir à quel point l'emploi de la monnaie et celui du crédit sont utiles aux échanges. On n'aurait cependant qu'une vue bien incomplète des phénomènes de la circulation des richesses si l'on s'en tenait à ces deux inventions des hommes. Il ne suffit pas, en effet, pour qu'un échange ait lieu, qu'il existe des instruments propres à en faciliter le règlement, il faut encore, il faut surtout que celui qui désire vendre et celui qui peut acheter se rencontrent. L'industriel, occupé de sa fabrication, et le consommateur, retenu par ses occupations, ont besoin d'un intermédiaire qui les dispense de se chercher. Le commerçant est cet intermédiaire. Achetant aux uns pour revendre aux autres, il va chercher le pro-