

MOURRE

L'ajustement du change aux prix intérieurs

Journal de la société statistique de Paris, tome 65 (1924), p. 403-408

http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1924__65__403_0

© Société de statistique de Paris, 1924, tous droits réservés.

L'accès aux archives de la revue « Journal de la société statistique de Paris » (<http://publications-sfds.math.cnrs.fr/index.php/J-SFdS>) implique l'accord avec les conditions générales d'utilisation (<http://www.numdam.org/conditions>). Toute utilisation commerciale ou impression systématique est constitutive d'une infraction pénale. Toute copie ou impression de ce fichier doit contenir la présente mention de copyright.

NUMDAM

Article numérisé dans le cadre du programme
Numérisation de documents anciens mathématiques
<http://www.numdam.org/>

II

L'AJUSTEMENT DU CHANGE AUX PRIX INTÉRIEURS

[Fin (1).]

Ces tableaux appellent plusieurs observations. Tout d'abord remarquons que l'ajustement du change français, qui a été tantôt défavorable, tantôt favorable jusqu'en juillet 1922, est devenu à partir de cette date définitivement défavorable. Les embarras de notre Trésorerie et la campagne d'opinion qu'on a menée à l'étranger contre la France sont la cause de ce changement.

On peut également constater que l'ajustement du change belge a subi des oscillations parallèles à celui du change français et que dans l'ensemble il n'a pas été certainement plus défavorable. L'unique cause de la dépréciation

(1) Voir le numéro d'octobre 1924.

du franc belge par rapport au franc français paraît donc résider dans la hausse des prix belges supérieure à celle des prix français.

Remarquons encore que les prix de gros donnent toujours un pourcentage plus élevé par rapport aux prix américains que les prix de détail. L'explication de ce phénomène sortirait du cadre de cette étude. Les indices des prix de détail dont nous nous sommes servis ne sont en effet guère composés que de denrées alimentaires. Il faudrait suivre l'évolution de leurs prix depuis la guerre aux Etats-Unis et en France, puis étudier les influences qui se sont exercées spécialement sur eux et superposées aux causes plus générales ayant agi sur l'ensemble des prix. Quoi qu'il en soit, l'indice des prix de détail, dont l'écart avec les prix américains est moindre, conduit à des valeurs du franc plus élevées que celles qu'on calcule avec l'indice des prix de gros.

Ainsi, en se servant du tableau des prix de gros, on trouve qu'en août 1921 le change était exactement ajusté à 247, ce qui donne une valeur de 12 fr. 79 pour le dollar. Si l'on consulte le tableau des prix de détail, on voit qu'à la même date l'indice des prix était de 209, et l'indice du dollar 247. Il y aurait dans ce cas, d'après l'indice des prix de détail, un ajustement défavorable, et le dollar aurait eu une valeur non pas de 12 fr. 79, mais sensiblement inférieure.

Nous remarquerons en outre que, par suite de l'écart entre les prix de détail américains et français, moindre qu'entre les prix de gros, l'ajustement du change avec les prix de détail est presque constamment défavorable, tandis qu'avec les prix de gros, il se trouve tantôt défavorable, tantôt favorable.

Quels que soient du reste les indices employés, il ne faut pas avoir la prétention ridicule d'assigner aux changes étrangers leur vraie valeur d'ajustement, mais seulement celle de la déterminer avec une très large approximation. Quand nous disons que le dollar devrait valoir 12 fr. 79, cela veut dire que la lecture des nombres-indices de la Statistique générale de la France et de la Dun's Review nous donne 247 % comme proportion entre le niveau des prix français et américains, et que le dollar cotant 247, c'est-à-dire 12 fr. 79, il est exactement ajusté à ce cours. Mais de ces deux mesures, mesure du change et mesure des prix, la première seule est exacte et l'autre est nécessairement grossière, quels que soient le soin et la science qu'on ait apportés à l'établir. En outre les nombres-indices des prix de gros, bien qu'ils aient une base plus large que ceux des prix de détail, sont loin d'être complets. Ils ne nous renseignent pas sur la valeur des capitaux fixes, tels que les valeurs de bourse et les immeubles, et ne donnent des indications sur les salaires qu'en tant qu'ils s'incorporent à la valeur des marchandises.

De plus, toutes les précautions dont nous avons signalé la nécessité pour éliminer de nombreuses causes d'erreurs rendent encore plus difficile de connaître la vraie valeur d'ajustement. Mais les approximations auxquelles on doit arriver sont certainement préférables à l'ignorance complète.

Enfin il ne faut pas oublier que la vraie valeur du franc, c'est-à-dire celle qu'il devrait avoir pour un étranger qui ne le paierait ni trop cher, ni trop bon marché, n'est presque jamais sa valeur d'ajustement exact. La valeur

d'ajustement n'indique que le présent, et la vraie valeur est faite non seulement du présent, mais de l'avenir. Si on a confiance dans le pays à monnaie dépréciée, et qu'on pense qu'il est sur le chemin du retour à la monnaie saine, acheter du papier-monnaie à sa valeur d'ajustement est une bonne affaire; c'est au contraire trop cher, si une nouvelle inflation est à craindre.

Nous nous sommes occupés jusqu'ici de rectifier la hausse du dollar et de le ramener à sa valeur d'ajustement exact. Il nous reste à envisager la seconde partie du problème et à chercher dans quelle proportion la hausse du dollar a fait monter les valeurs de bourse.

Nous n'éprouverions aucune difficulté à résoudre la question, si sur tous les marchés mondiaux l'ensemble des actions s'élevait ou s'abaissait simultanément dans des mouvements de même amplitude. Il n'y aurait qu'à comparer à une certaine date les cours des actions américaines et des actions françaises et à attribuer à l'influence du change la hausse plus grande de ces dernières pendant le temps considéré. Mais si dans les périodes d'essor violent et de profonde dépression le parallélisme dans la courbe des cours s'accuse très nettement, en revanche les oscillations peu accentuées ont lieu dans chaque pays d'une manière indépendante. C'est ainsi qu'en 1910 et 1911, 1923 et 1924, la crise boursière qui eut lieu aux Etats-Unis resta limitée à ce pays. Enfin, quand dans chaque pays, les mouvements des valeurs de bourse ont lieu dans le même sens, ils ne se produisent pas avec la même intensité et ne sont pas toujours synchroniques. Ainsi le cours des actions américaines atteignit son maximum en octobre 1919, alors que les actions françaises n'y arrivèrent qu'en avril 1920.

Il ne faut donc pas chercher à mesurer d'une manière exacte la part du change dans les fluctuations des valeurs de bourse; il convient de se borner à l'apprécier dans de certaines limites.

L'état des disponibilités monétaires, c'est-à-dire le rapport de la monnaie en caisse à la monnaie en circulation, le taux de l'escompte qui varie avec ce rapport doivent toujours en pareille matière être considérés, car la situation monétaire exerce sur les valeurs de bourse une influence profonde. Mais, comme en France en 1923 et 1924, elle a été normale, elle n'a pu jouer qu'un rôle très effacé. Les causes qui ont poussé les actions en 1923 dans le sens de la hausse doivent être cherchées ailleurs, et le change est certainement une de ces causes.

L'indice des actions françaises établi par la Statistique générale de la France s'est élevé en 1923 de 115 en janvier à 149 en décembre, alors que le dollar n'a haussé que de 292 à 372. Il fallait s'attendre à ce que la baisse du franc provoquât la hausse des actions, mais il est assez surprenant que celle-ci ait égalé et même peut-être dépassé la hausse du dollar. L'accentuation du phénomène vient de ce qu'à l'influence du change il faut ajouter la vogue de plus en plus grande des valeurs à revenu variable aux dépens des valeurs à revenu fixe dont le public français commence à être saturé. La capitalisation des valeurs à revenu fixe à un taux d'intérêt de plus en plus élevé et des valeurs à revenu variable à un taux d'intérêt de plus en plus bas en est la preuve.

Valeurs à revenu fixe. Taux nets de capitalisation, annuités d'amortissement comprises.

Moyenne de 12 groupes : Rentes, chemins de fer, obligations industrielles, etc. (1).

1919	1920		1921	1922	1923		1924		
Mai	Avril	Septembre	Juin	Août	Octobre	Décembre	Janvier	Février	Mars
4,95	5,45	5,78	5,82	5,31	5,71	6,13	6,25	6,24	6,31

Valeurs à revenu variable. Taux d'intérêts nets.

Moyenne de 25 groupes de valeurs (1)

1913	1919		1920			1921	1922		1923	1924	
	Mai	Déc.	Avril	Juin	Nov.	Juillet	Avril	Déc.	Sept.	Février	Mars
3,81	3,21	2,95	2,66	3,14	3,85	4,20	4,46	3,50	3,27	2,81	3,09
Moyennes annuelles : 3,08			3,15			4,20	3,98		3,28		

De ces deux causes, dépréciation du franc, attrait de plus en plus grand exercé par les valeurs à revenu variable, quelle est celle ayant agi le plus fortement en 1923 et dans les premiers mois de 1924 sur les cours des actions négociées à la Bourse de Paris ? Il est impossible de répondre. On voit qu'en pareille matière les précisions sont bien difficiles à obtenir.

Si par contre on essaie de déterminer la part du change dans la hausse du prix des marchandises en France, on est amené à conclure qu'elle a dû être absolument prépondérante. Dans les pays à monnaie saine, où le change par conséquent n'a agi que d'une manière insignifiante, les prix n'ont pas subi d'amples variations. En Angleterre ils sont passés de 157 (2) en janvier 1923 à 165 en mars 1924. Aux Etats-Unis l'indice de la Dun's Review était à 155 en janvier 1923 et à 159 en mars 1924. Les fluctuations de l'activité industrielle et commerciale n'ont pas en effet été assez importantes pour faire varier très sensiblement le prix des marchandises.

*
* *

*Conséquences d'un ajustement défavorable et d'un ajustement favorable
du change aux prix*

Remarquons tout d'abord que les conséquences du phénomène étudié ne restent pas limitées au pays où il se produit. Les changes étant interdépendants, tout ajustement défavorable d'un change à celui des autres pays entraîne chez ceux-ci un ajustement favorable. Une rupture d'équilibre dans l'ajustement d'un change a donc en principe une répercussion mondiale.

Mais étudions pour chaque pays en particulier les conséquences d'un ajustement inexact.

Dans le cas où un ajustement exact du change aux prix est remplacé par un ajustement défavorable, l'importation devient onéreuse, l'achat de matières premières ou de produits fabriqués à l'étranger se ralentit. Par contre l'exportation se trouve stimulée et les étrangers, attirés par le bon marché de la vie affluent en foule. Ces différentes ruptures d'équilibre agissent toutes

(1) D'après le *Bulletin de la Statistique générale de la France*.

(2) Indice du Board of Trade.

dans la même direction. Elles diminuent la quantité de marchandises disponibles pour le pays à charge désajusté : raréfaction des marchandises importées, raréfaction des marchandises produites à l'intérieur, parce qu'elles tendent à s'exporter plus largement à l'extérieur ou à être consommées sur place par les étrangers. En revanche le pays en question reçoit des devises qui tendent à rétablir l'équilibre de son change. Mais ces devises n'ont d'autre utilité que celle d'un remède; il serait préférable que le mal n'existât pas.

Un ajustement défavorable du change aux prix est donc nuisible pour le pays qui l'éprouve.

Si au contraire l'ajustement devient favorable, l'exportation sera entravée, l'importation sera stimulée et la balance de commerce sera moins favorable et pourra même devenir déficitaire. Dans ce dernier cas comment se réglera le solde passif? Par des exportations de monnaie, ou par des dépôts constitués par l'étranger dans les banques du pays importateur, ou par des achats de capitaux fixes, tels que des valeurs de bourse et des immeubles. Pour payer ce solde passif, du reste, le pays en question n'aura pas besoin de s'endetter, car les capitaux circulants épargnés chaque année pour être fixés dans des entreprises nouvelles constituent une réserve susceptible d'être cédée totalement ou partiellement à l'étranger. En échange de ce sacrifice seront obtenus, ne l'oublions pas, des capitaux circulants importés. De plus les industries exportatrices pourront se transformer en industries ayant leurs débouchés à l'intérieur du pays. En définitive, même avec une balance de commerce déficitaire, la richesse du pays pourra rester intacte.

Ces transformations toutefois demandent un certain temps pour s'accomplir, alors que les variations du change sont en général très rapides. Aussi l'apparition d'un ajustement favorable succédant à un ajustement exact est-elle un phénomène qui risque d'être fâcheux.

On ne profite pas immédiatement des avantages qu'offre une importation de marchandises d'un prix peu élevé. Un certain temps est en effet nécessaire pour qu'un courant commercial nouveau puisse se former. De même les industries exportatrices n'auront aucun intérêt à faire subir à leur fabrication des transformations onéreuses et à chercher à se créer des débouchés intérieurs à la suite d'une variation du change qui peut n'être que temporaire; elles voient donc leur activité diminuer et l'économie du pays peut en être profondément troublée.

Tel a été, depuis la guerre, le cas de la Suisse, où l'industrie hôtelière, qui peut être classée parmi les industries exportatrices, puisque les dépenses faites par les étrangers dans les hôtels constituent des exportations invisibles, a été fortement affectée par la baisse du change des pays voisins. Tel fut aussi le cas de la Tchéco-Slovaquie à la suite du redressement trop rapide de son change et de l'effondrement du mark allemand et des couronnes autrichiennes et hongroises.

Il est en somme difficile de se prononcer sur les conséquences d'un ajustement favorable; il faudrait pour cela mesurer les forces des différents facteurs en présence, ce qui est une entreprise impossible.

Quoi qu'il en soit, que l'ajustement ait lieu d'une manière favorable ou

défavorable, plus le change se trouve éloigné de sa position d'équilibre, plus il est fragile. Un ajustement inexact laisse en effet supposer, au moins en général (1), l'existence d'une spéculation à la hausse ou à la baisse d'autant plus craintive et prompte à se retourner qu'elle a commis des exagérations plus fortes. Nous avons vu par l'exemple de ce qui s'est passé cette année qu'il peut suffire d'une intervention opportune pour lui faire lâcher pied. En outre les forces réactives qui tendent à ramener le change à l'ajustement exact agissent d'autant plus puissamment qu'il en est plus éloigné.

Il ne faut pas croire toutefois que par elles-mêmes elles aient une force suffisante pour rétablir l'équilibre du change.

Supposons, par exemple, que l'ajustement soit défavorable; comme nous l'avons vu plus haut, l'exportation sera très lente à profiter de la nouvelle situation qui lui est faite et l'importation ne se trouvera, au début, guère découragée. De plus voudrait-on remplacer les produits importés par des fabrications indigènes que cette tendance se trouverait contrariée par la prospérité des industries exportatrices qui, pour faire face à leur activité renforcée, draineraient une partie de la main-d'œuvre.

L'afflux des étrangers dans un pays à change défavorablement ajusté reste limité à ceux que leurs occupations professionnelles ou leurs habitudes ne retiennent pas dans leurs frontières.

Les ventes aux étrangers de valeurs de bourse ou d'immeubles, qui forment une partie des exportations invisibles, sont entravées par la routine et la crainte de risquer des capitaux dans un pays inconnu. Ainsi les achats de valeurs de bourse opérées en Europe centrale par des pays à change favorablement ajusté n'ont pas empêché une baisse profonde des cours, évalués en or, de se produire pendant certaines périodes.

Ainsi en août 1922 le change allemand était très défavorablement ajusté. Or le capital de la Dresdner Bank s'élevait, après plusieurs augmentations de capital, à 550 millions de marks. Le cours coté le 23 août 1922 qui était de 354 % assignait à cette énorme affaire, évaluée en francs français, la valeur dérisoire de 17 millions de francs-papier!

C'est donc surtout d'un revirement de la spéculation qu'il faut attendre le redressement du change dans un sens ou dans l'autre. Or la spéculation escompte l'avenir qui dépend en grande partie de la politique financière qui sera suivie. Le spectre de l'inflation hante sans cesse les spéculateurs sur le change : s'il s'éloigne, c'est la hausse et, s'il se rapproche, c'est la baisse.

Mais désormais la notion de l'ajustement du change aux prix sera aussi un élément qui pèsera sur les décisions des spéculateurs. La presse financière s'est emparée de cette notion et, bien qu'elle l'ait souvent analysée d'une manière assez superficielle, elle a eu le mérite de la faire connaître au grand public. Quand dans un pays à inflation stabilisée, l'écart entre l'indice des prix et celui du change devient trop prononcé, les spéculateurs sont enclins à penser que la situation du change est fragile, et cette croyance constitue un élément de stabilité.

Baron MOURRE.

(1) Nous disons en général, parce que pendant la guerre la France a eu un ajustement favorable de son change provoqué par des causes autres que la spéculation.