

JOURNAL DE LA SOCIÉTÉ STATISTIQUE DE PARIS

JEAN DESSIRIER

La prévision statistique des mouvements des valeurs de bourse

Journal de la société statistique de Paris, tome 69 (1928), p. 153-194

http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1928__69__153_0

© Société de statistique de Paris, 1928, 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

LA PRÉVISION STATISTIQUE DES MOUVEMENTS DES VALEURS DE BOURSE

L'étude des mouvements des valeurs mobilières à revenu variable et de leurs relations avec ceux des principaux indices économiques n'a donné lieu jusqu'à présent qu'à un nombre assez restreint de travaux, tant en France que dans la plupart des pays étrangers. Depuis quelques années toutefois, l'on semble reconnaître à ces mouvements l'importance qui leur revient dans l'ensemble de la vie économique, et il est vraisemblable que les recherches statistiques tentées dans ce domaine pourront donner lieu à des applications fécondes.

Dans une quinzaine de grandes nations, des indices mensuels des cours des valeurs à revenu variable et à revenu fixe sont publiés régulièrement par les Offices de statistique ou par divers organismes. On mentionnera quelques travaux antérieurs relatifs à notre pays : une monographie de M. G. Robert, *Des variations du taux de l'intérêt de 1800 à 1902* (Lyon 1902), les indices mensuels calculés de novembre 1912 à juillet 1914 par M. Paul Dromel dans la *Situation économique et financière*, les indices mensuels du *Bulletin de statistique et de législation comparée* du ministère des Finances de février 1913 à juin 1914, une étude de M. Charles Rist dans la *Revue d'économie politique* de juillet-août 1913, une étude publiée en 1924 par M. Alec van Berchem sous les auspices de l'Université de Harvard : *Les cycles économiques et leur influence sur certaines valeurs françaises*, et un travail récent de M. G. Wascot, *La prévision du mouvement des valeurs mobilières d'après la variation des prix à la Bourse de Paris* (Paris 1928).

Enfin nous tenons surtout à rendre hommage aux remarquables travaux de M. Marcel Lenoir (1), que nous avons utilisés à diverses reprises, et qui constituent, croyons-nous, les études générales les plus précises et les plus utiles qui aient été faites, dans notre pays, dans la période qui a suivi immédiatement la guerre.

On se propose, dans le présent travail, d'examiner les mouvements des valeurs mobilières françaises de 1870 à nos jours, en y joignant l'étude des revenus distribués et des taux de capitalisation, étude qui semble avoir été assez généralement délaissée dans la plupart des pays, et qui n'a guère été abordée en France *dans sa généralité*, avant les travaux récents de la Statistique générale de la France (2). On examinera succinctement la corrélation qui existe entre les indices des valeurs mobilières et les principaux indices économiques. On observera ces derniers dans la période récente; on cherchera

(1) Voir les études suivantes de notre regretté collègue Marcel LENOIR : *Le mouvement des cours des valeurs mobilières françaises depuis 1856* et *Les valeurs mobilières et la crise de 1920* (indices économiques comparés en France et en divers pays), dans le *Bulletin de la Statistique générale de la France* (octobre 1919 et janvier 1922).

(2) La question avait toutefois été abordée pour quelques groupes particuliers de valeurs dans l'étude précitée de M. C. RIST et dans les essais récents de la Société d'études et d'informations économiques.

s'il est possible de jeter quelque coup d'œil vers l'avenir, et quelles sont en conséquence les perspectives qui pourront s'ouvrir pour le marché boursier.

On s'attachera surtout à présenter, sous une forme aussi simple que possible, des travaux et des résultats concrets, en examinant leur portée pratique, plutôt qu'à analyser en détail les questions de calculs et de méthodes (1). Si, sur le terrain particulièrement délicat des mouvements boursiers, le secours de la statistique est loin d'être négligeable, encore est-il nécessaire de bien délimiter son rôle, et, à ce sujet, quelques observations sont indispensables.

La plus importante est que l'on doit examiner concurremment un assez grand nombre d'éléments d'appréciation, comme nous le ferons ci-après, sans laisser à l'un ou à l'autre une prépondérance injustifiée. Ces éléments étant liés entre eux et réagissant les uns sur les autres, il est clair que tout ce qui ressemblerait à une sorte de « baromètre » automatique, basé sur un petit nombre d'éléments, et fonctionnant, pour ainsi dire, en vase clos, sans regard sur le milieu économique, ne pourrait avoir, dans le domaine complexe examiné, aucune portée pratique réelle. La statistique interviendra pour fournir des documents correctement établis et présentés, et pour attirer l'attention sur les corrélations les plus habituelles qui peuvent exister entre le niveau des valeurs par exemple et tel ou tel indice économique.

D'autre part, il est clair que divers facteurs peuvent agir de façon tout à fait imprévisible sur les valeurs; la prévision statistique ne peut donc pas se proposer de fournir un diagnostic précis pour une échéance déterminée. Donner des indications précises de date serait une preuve *a priori* que la méthode n'est pas sérieuse. La prévision doit être limitée à l'indication du mouvement probable en se plaçant d'abord, pour les principaux facteurs qui peuvent intervenir, dans les hypothèses les plus probables; on étudiera ensuite quels changements on doit apporter aux prévisions lorsqu'on fait varier les hypothèses faites dans des limites raisonnables.

Enfin nous croyons utile de spécifier qu'il ne sera pas fait usage ici des méthodes d'analyse des cycles économiques dérivées de certains travaux américains. Nous avons déjà, dans des travaux antérieurs (2), examiné, à titre d'exemple, le graphique schématique par lequel le Comité de recherches économiques de l'Université de Harvard représente les oscillations du cycle économique à l'aide de trois courbes. Nous avons montré, en examinant le détail des calculs, que ces courbes ne peuvent pas éclairer utilement le mécanisme du cycle économique, ni constituer, comme on le croit parfois, une sorte de « baromètre » : la succession automatique de leurs mouvements est obtenue, en effet, au détriment de la claire signification des courbes elles-mêmes, parce qu'elles représentent un trop petit nombre d'éléments particuliers, associés et calculés d'une façon arbitraire, fréquemment remaniée et inutilement compliquée; en conséquence, l'automatisme apparente est purement factice et n'apporte sur le mécanisme des cycles aucun enseignement nouveau. L'observation des indices économiques à l'aide de courbes d'écarts réduits

(1) A ce sujet, on pourra consulter le *Bulletin de la Statistique générale*, notamment le fascicule de juillet-septembre 1927 et une étude prochaine de la *Revue d'économie politique*.

(2) Voir notamment l'*Information financière* du 11 août 1927 « La prévision des mouvements économiques ».

rapportés à une droite ou à une courbe de tendance, que l'on prolonge arbitrairement vers l'avenir, nous paraît un procédé des plus discutables et une complication généralement inutile, surtout lorsqu'on se propose d'aborder le problème particulièrement délicat des prévisions économiques. Des méthodes de ce genre, si l'on en comprend bien la portée et la relativité, peuvent avoir leur utilité pour les spécialistes. Mais nous croyons, qu'il serait tout à fait illusoire de les utiliser pour un travail comme celui-ci, dont la portée doit rester essentiellement pratique, et dont la présentation gagnera sans doute à rester aussi concrète que possible.

Plus généralement, n'y-a-t-il pas lieu de réagir contre certaine tendance, qui consiste à enserrer systématiquement les phénomènes économiques dans des définitions et des formules mathématiques rigides et beaucoup trop étroites? Doit-on aussi laisser croire que l'on peut ainsi, sans poursuivre dans l'établissement des enquêtes et des données statistiques elles-mêmes une amélioration parallèle, aboutir à des progrès réels? L'outil mathématique dans le domaine économique n'est guère qu'un langage qui, s'il s'accorde convenablement sur les terrains déjà explorés avec le jugement de l'expérience et du simple bon sens, pourra servir à pousser prudemment, plus loin, ou à côté, des investigations fécondes. Il faut bien dire que les calculs ou définitions mathématiques, dont la rigueur ou la netteté, en regard des éléments statistiques rudimentaires dont on dispose, sont illusoires, qui n'apportent pas réellement une lumière ou un progrès nouveau, représentent un effort mal dirigé qui ne peut rapprocher le moment où la théorie mathématique et la statistique marcheront de concert, pour le plus grand bien de l'une et de l'autre.

Les théories trop rigides, qui ne s'inspirent pas assez de l'expérience, ont sans doute peu de chose à faire dans un domaine aussi complexe que celui de l'économique, où l'examen attentif de nombreux facteurs est indispensable, où la part du jugement et du bon sens reste considérable, et où il est souvent nécessaire de remonter, en dernière analyse, aux mobiles humains, aux facteurs psychologiques, stimulants essentiels de toute activité économique.

I — CORRÉLATIONS ENTRE LES COURS DES VALEURS MOBILIÈRES ET LES PRINCIPAUX INDICES ÉCONOMIQUES

Nous examinerons plus particulièrement les crises ou dépressions économiques de 1920-1921, 1925, 1927. On trouvera ci-dessous, pour chacune de ces périodes, la succession chronologique des maxima et des minima des principaux indices économiques, dans notre pays (1). Pour la définition et le calcul des indices examinés on pourra se reporter au *Bulletin trimestriel de la Statistique générale*, où la plupart des indices ci-après sont régulièrement mis à jour. Les indices désignés ci-dessous comme « moyenne » sont obtenus par des moyennes de trois mois consécutifs, ceci afin de régulariser les variations mensuelles trop heurtées. Les indices « ajustés » sont affranchis des variations sai-

(1) Pour l'étude similaire des indices en d'autres pays on pourra se reporter à une étude précitée de M. Lenoir, et à notre étude « Les indices mensuels de la production industrielle, comparaison avec divers autres indices économiques » *Bulletin de la Statistique générale*, avril 1926.

sonnières normales. Il n'est fait en aucun cas de correction de tendance séculaire, pour les raisons précédemment exposées.

A — Crise de 1920-1921.

1° *Maxima.*

Coefficient de placement (ajusté) : février, mars 1920.
Transports maritimes (ajusté) : février et août 1920.
Valeurs mobilières à revenu variable : avril 1920.
Taux d'escompte de la Banque de France, date initiale : avril 1920.
Prix de gros : avril 1920 (Maximum secondaire : septembre 1920).
Transports fluviaux (ajusté) : mai, août 1920.
Importations de matières premières nécessaires à l'industrie, moins la houille (ajusté) : septembre, novembre 1920.
Taxe sur le chiffre d'affaires (moyenne) : octobre 1920.
Indice de la production industrielle : octobre, novembre 1920.
Prix de détail : novembre 1920.
Portefeuille de la Banque de France (ajusté) : novembre, décembre 1920.
Compensations à Paris (moyenne) : décembre 1920.
Consommation apparente de houille (moyenne) : décembre 1920 et janvier 1921.
Exportations et importations en poids (moyenne) : décembre 1920.
Exportations en poids (moyenne), maximum peu marqué en : avril 1921.

2° *Minima.*

Coefficient de placement (ajusté) : mars 1921.
Wagons chargés (ajusté) : mars 1921.
Trafic des chemins de fer (ajusté) : avril, mai 1921.
Transports fluviaux (ajusté) : mai 1921.
Transports maritimes (ajusté) : mai 1921.
Taxe sur le chiffre d'affaires (moyenne) : juin, juillet 1921.
Consommation apparente de la houille (moyenne) : juillet 1921.
Exportations et importations en poids (moyenne) : juillet 1921.
Premier minimum des valeurs mobilières à revenu variable : juillet 1921.
Importations de matières premières nécessaires à l'industrie, moins la houille (ajusté) : août 1921.
Indice de la production industrielle : septembre 1921.
Exportations en poids (moyenne) : septembre, octobre 1921.
Prix de gros : février, mars 1922.
Taux d'escompte de la Banque de France (date initiale) : mars 1922.
Second minimum des valeurs mobilières à revenu variable : avril 1922.
Compensations à Paris (moyenne) : mai 1922.
Prix de détail : août 1922.
Portefeuille de la Banque de France (ajusté) : septembre 1922.

B — Dépression de 1925.

1° *Maxima.*

Premier maximum du coefficient de placement (ajusté) : avril 1923.
Prix de gros : février 1924.
Nombre des faillites dans la Seine (ajusté) (minimum) : février 1924.
Compensations à Paris (moyenne) : février 1924.
Premier maximum des valeurs mobilières à revenu variable : février 1924.
Prix de détail : mars 1924.
Wagons chargés (ajusté) : mars 1924.
Trafic des chemins de fer (ajusté) : avril 1924.
Consommation apparente de la houille (moyenne) : mai 1924.
Exportations et importations en poids (moyenne) : mai 1924.
Importations de matières premières nécessaires à l'industrie, moins la houille (ajusté) : mai 1924.
Transports maritimes (ajusté) : juin 1924.
Second maximum du coefficient de placement (ajusté) : juillet 1924.
Portefeuille de la Banque de France (ajusté) : juillet 1924.
Second maximum des valeurs mobilières à revenu variable : octobre 1924.
Indice de la production industrielle : octobre 1924.
Exportations en poids (moyenne) : novembre 1924.
Taxe sur le chiffre d'affaires (moyenne) : novembre et décembre 1924.
Taux d'escompte de la Banque de France (date initiale) : décembre 1924.
Wagons chargés (ajusté), second maximum : janvier, février 1925.
Transports fluviaux (ajusté) : février 1925.
Transports maritimes (ajusté), second maximum : février 1925.
Portefeuille de la Banque de France (ajusté) : avril 1925.

2° *Minima.*

Taxe sur le chiffre d'affaires (moyenne) : mars, août et septembre 1925.

Coefficient de placement (ajusté) : mai 1925.

Trafic des chemins de fer (ajusté) : mai 1925.

Transports fluviaux (ajusté) : mai et novembre 1925.

Premier minimum des valeurs mobilières à revenu variable : juin 1925.

Indice de la production industrielle : juin 1925.

Exportations en poids (moyenne) : juin 1925.

Consommation apparente de la houille (moyenne) : juin, juillet 1925.

Importations de matières premières nécessaires à l'industrie moins la houille (ajusté) : juin, août 1925.

Transports maritimes (ajusté) : juillet 1925.

Nombre des faillites dans la Seine (ajusté) (maximum) : juillet 1925.

Wagons chargés (ajusté) : juillet 1925.

Taux d'escompte de la Banque de France (date initiale) : juillet 1925.

Exportations et importations en poids (moyenne) : août 1925.

Compensations à Paris (1) (moyenne) : août 1925.

Second minimum des valeurs mobilières à revenu variable : octobre 1925.

Portefeuille de la Banque de France (ajusté) : octobre 1925 et mars 1926.

Troisième minimum des valeurs mobilières à revenu variable : mars 1926.

C — *Dépression de 1927.*

1° *Maxima.*

Transports maritimes (ajusté) premier maximum : février 1926.

Nombre des faillites dans la Seine (ajusté) (minimum) : mai et octobre 1926.

Wagons chargés (ajusté) : juin 1926.

Compensations à Paris (moyenne) : juin 1926.

Importations de matières premières nécessaires à l'industrie, moins la houille (ajusté) premier maximum : juin, août 1926.

Coefficient de placement (ajusté) : juillet 1926.

Trafic des chemins de fer (ajusté) : juillet 1926.

Premier maximum des prix de gros : juillet 1926.

Premier maximum des valeurs mobilières à revenu variable : juillet 1926.

Taux d'escompte de la Banque de France (date initiale) : août 1926.

Portefeuille de la Banque de France (ajusté) : août 1926.

Second maximum des prix de gros : septembre 1926.

Second maximum des valeurs mobilières à revenu variable : septembre 1926.

Indice de la production industrielle : octobre et novembre 1926.

Taxe sur le chiffre d'affaires (moyenne) : octobre et novembre 1926.

Prix de détail : octobre et novembre 1926.

Transports maritimes (ajusté) second maximum : janvier, février 1927.

Transports fluviaux (ajusté) : février 1927.

Importations de matières premières nécessaires à l'industrie moins la houille (ajusté) second maximum : février, mars 1927.

Consommation apparente de la houille (moyenne) : mars, mai 1927.

Troisième maximum des valeurs mobilières à revenu variable : avril 1927.

Exportations et importations en poids (moyenne) : mai 1927.

2° *Minima.*

Premier minimum du trafic des chemins de fer (ajusté) : janvier 1927.

Premier minimum des wagons chargés (ajusté) : janvier 1927.

Taxe sur le chiffre d'affaires (moyenne) : mars 1927.

Coefficient de placement (ajusté) : mars 1927.

Premier maximum du nombre des faillites dans la Seine (ajusté) : mars 1927.

Premier maximum du nombre de faillites en France (ajusté) : avril 1927.

Indice de la production industrielle : avril 1927.

Transports fluviaux (ajusté) : mai 1927.

Premier minimum des valeurs mobilières à revenu variable : juin 1927.

Compensations à Paris (moyenne) : août 1927.

Second minimum des wagons chargés (ajusté) : août 1927.

Second minimum du trafic des chemins de fer (ajusté) : août et septembre 1927.

Consommation apparente de la houille (moyenne) : septembre 1927.

Importation de matières premières nécessaires à l'industrie moins la houille (ajusté) septembre 1927.

Prix de gros : octobre 1927.

Portefeuille de la Banque de France (ajusté) : octobre 1927.

Second maximum des faillites dans la Seine (ajusté) : novembre 1927.

Prix de détail : novembre 1927.

(1) Un premier minimum des compensations à Paris s'est placé en octobre 1924.

Second minimum des valeurs mobilières à revenu variable : novembre 1927.

Second maximum des faillites en France (ajusté) : décembre 1927.

Transports maritimes (ajusté) : décembre 1927.

Taux d'escompte de la Banque de France; date initiale : janvier 1928.

Les tableaux précédents mettent en évidence les relations assez étroites qui existent entre les divers indices examinés. L'on peut dégager quelques constatations générales :

a) Il y a en général simultanéité des maxima des prix de gros et des valeurs à revenu variable (1). Ces maxima servent d'annonce à la crise ou dépression économique, et ils ne sont précédés généralement que de peu et seulement par un très petit nombre d'indices annonciateurs. C'est ce qui fait la difficulté de prévoir exactement le délai qui pourra s'écouler avant le déclenchement de la crise, même quand celle-ci, en présence du niveau exceptionnellement élevé des principaux indices, apparaît imminente.

b) Dans la période de liquidation des crises, ou dans les périodes de dépression, il y a souvent simultanéité (ou un écart assez faible) entre les minima des prix de gros et le *dernier* minimum des valeurs à revenu variable. *Mais au moment où la reprise définitive des prix ou des valeurs à revenu variable se produit, la fin de la phase la plus aiguë de la crise est déjà annoncée depuis longtemps par de nombreux indices.* L'observation statistique a donc dans ces périodes une portée particulièrement efficace pour la prévision de la reprise boursière. Indiquons notamment que dans les trois dépressions examinées l'indice de la production industrielle marque sa reprise de nombreux mois avant la reprise boursière définitive (sept mois en 1921-1922, quatre mois en 1925, sept mois en 1927). Si cette constatation, presque toujours vérifiée, peut surprendre à première vue, elle s'explique pourtant assez aisément. Si la reprise des affaires est manifeste depuis longtemps, elle est masquée par de nombreux faits et peut apparaître aux yeux de beaucoup comme douteuse ou hésitante pendant quelque temps. En effet, si la production industrielle a repris très nettement, les conditions sont encore très difficiles pour les producteurs et pour le commerce. Les marges de bénéfice sont réduites, la clientèle encore hésitante, les conditions de crédit non encore très assurées; on remarquera notamment que les minima des indices bancaires (portefeuille de la Banque, taux d'escompte, voir ci-après) sont assez tardifs; le maximum des faillites est également placé tardivement. De sorte que l'opinion du statisticien peut ici prendre quelque avance sur celle encore très hésitante du public, ou même du monde des affaires.

c) L'indice du placement (ajusté) constitue généralement un excellent indice annonciateur aussi bien de la crise elle-même (son maximum précède souvent celui des valeurs à revenu variable) que de la reprise économique ultérieure.

Les indices des transports sont également d'excellents indices annonciateurs.

Les indices du commerce extérieur (notamment ceux des importations de matières premières) pourront être utilisés surtout à la sortie des crises.

d) Les indices bancaires, notamment le portefeuille (ajusté) de la Banque d'émission, le taux d'escompte, les compensations, sont généralement assez

(1) Voir également ci-après, page 173, quelques observations sur la corrélation entre les mouvements des valeurs et des prix.

tardifs, surtout dans la période de sortie des crises. Au début de celles-ci les maxima du taux d'escompte (et quelquefois des compensations) sont parfois beaucoup moins tardifs. L'observation des indices bancaires sera particulièrement utile pour juger de l'achèvement des principales phases des crises, et surtout de la liquidation de ces dernières.

e) Le maximum de l'indice de la production industrielle, dans la période du début de crise, est généralement assez tardif. Ce maximum se trouve donc annoncé longtemps à l'avance par celui de nombreux indices économiques.

Le minimum de la production industrielle et la reprise de celle-ci, dans la période de dépression ou de liquidation, se trouvent au contraire assez avancés par rapport à la reprise définitive des autres indices, notamment des valeurs mobilières. L'indice de la production industrielle est donc (1), ainsi qu'on l'a déjà indiqué, des plus utiles pour la prévision de la reprise boursière, à la sortie d'une dépression économique.

f) L'on n'a pas observé ici les mouvements des valeurs à revenu fixe, ceux-ci ayant paru dans la période d'après guerre moins intéressants que par le passé, parce que faussés en partie dans notre pays par l'incertitude financière et monétaire des années récentes. L'on pourra sans doute reprendre utilement dans l'avenir leur observation, et tenir compte des constatations générales suivantes : au début des crises, les minima des valeurs à revenu fixe (maximum de leur taux de capitalisation) sont généralement simultanés, ou peu en retard, par rapport aux maxima des prix et des valeurs à revenu variable, et se placent donc dans le voisinage (ou peu en retard) des indices annonciateurs de la crise. Dans la période de sortie des crises, les maxima des valeurs à revenu fixe (minimum de leur taux de capitalisation) sont également assez voisins, avec un retard quelquefois plus marqué que dans la période précédente, des minima des prix et des valeurs à revenu variable : ils se placent donc dans cette période assez tardivement comme on l'a d'ailleurs constaté pour la date initiale des minima du taux d'escompte. L'on pourra donc observer utilement, concurremment aux indices bancaires, et notamment au taux d'escompte, le taux de capitalisation des valeurs à revenu fixe.

En étendant cette étude à d'autres périodes et à d'autres pays, l'on peut montrer que les indications précédentes présentent un certain caractère de généralité. Mais on trouve cependant de nombreux exemples venant en contradiction avec les observations précédentes. En réalité la succession dans le temps des principaux indices économiques et les corrélations qui existent entre leurs mouvements ne peuvent être soumises à des règles générales vraiment rigides. Le mouvement des indices doit être observé, à chaque époque, dans chaque cas particulier, dans son ensemble, en s'aidant avant tout du jugement, et d'une façon qui ne semble pas pouvoir jamais être simple ni automatique. Devant l'histoire infiniment complexe et mouvante des faits économiques, on se demande comment il est possible de présenter sérieusement en vue de l'analyse et de la prévision économique des méthodes mathématiques rigides, à allure presque automatique, basées sur l'observation d'un très petit nombre de facteurs pris comme types. Croire que des méthodes de ce genre, à la fois inutilement com-

(1) Voir également, ci-après, page 173, quelques observations sur la corrélation entre les mouvements des valeurs et de la production industrielle.

pliquées comme calculs et en réalité beaucoup trop simplistes dans leur conception, et hors de proportions, en quelque sorte, avec la complexité de la vie économique, pourront jamais constituer un outil de portée vraiment pratique, c'est, croyons-nous, se méprendre sur la nature et les possibilités de la prévision statistique. Celle-ci peut se proposer plutôt la formation du jugement par l'observation, étendue aussi loin que possible dans le temps et dans l'espace, d'un nombre important de faits, convenablement présentés, corrigés et analysés, que la suppression par un moyen automatique d'une part du jugement, plus indispensable ici que dans aucun autre domaine.

Non seulement les nombreux indices économiques doivent être observés toujours dans leur ensemble, mais encore le choix et le calcul de ceux-ci devront, suivant les époques, être conduits d'une façon assez souple : de nouveaux indices apparaîtront qui n'étaient pas utiles ou pas connus dans les périodes précédentes, d'autres indices pourront au contraire être abandonnés, des corrections apparaîtront possibles ou nécessaires qui n'avaient pas leur raison d'être ou leur justification suffisante dans une période antérieure; certaines corrélations apparaîtront qui n'existaient pas auparavant, tandis que d'autres n'auront pas subsisté. Tout l'art du statisticien, toute la difficulté de la prévision économique résident sans doute dans ce doigté, dans cette souplesse, dans cette mise à jour et cette analyse infiniment délicate des éléments les plus utiles, beaucoup plus que dans la recherche de formules mathématiques idéales capables de remplacer en apparence une part du jugement et de l'expérience. Il y a là pour les recherches empiriques comme pour les recherches de science pure, un champ suffisamment vaste pour que celles-ci ne s'égarent pas vers d'autres voies sans doute moins heureuses.

II. — L'HISTORIQUE DES COURS, REVENUS, TAUX DE CAPITALISATION DES VALEURS MOBILIÈRES FRANÇAISES A REVENU VARIABLE DE 1870 A NOS JOURS

A. — *Le calcul des indices.*

De 1913 à nos jours, on a utilisé les indices mensuels des cours des valeurs sur la base 100 en 1913 de la Statistique générale de la France. On pourra trouver dans le « Bulletin de la Statistique générale » de juillet-septembre 1927 des explications détaillées sur le mode de leur calcul. On rappellera que ces indices ont été entièrement remaniés à partir de janvier 1926; l'indice général porte actuellement sur 288 valeurs françaises à revenu variable réparties en 20 groupes (1). Le nombre de valeurs dans chaque groupe a été choisi depuis 1926 assez important pour que le mouvement d'une seule valeur ne risque pas de venir rapidement fausser le mouvement de l'ensemble du groupe : ceci de façon à permettre d'utiliser pratiquement avec quelque garantie les indices particuliers des groupes. Pour la même raison, c'est-à-dire pour éviter d'introduire au bout de quelques années une sorte de « pondération » exagérée sur un petit nombre de valeurs, les indices actuels sont construits par le procédé des « indices-chaines », c'est-à-dire que de temps à autre, tous les deux ou trois ans par exemple, ou plus souvent si cela paraît nécessaire, on calcule à nouveau tous

(1) Un indice a été en outre établi pour un groupe de dix-sept valeurs étrangères.

les indices sur la base des cours du moment, de façon à redonner en quelque sorte à chacune des 288 valeurs, à partir de ce moment, la même « pondération » pour le calcul des indices généraux. Les indices sont, bien entendu, constamment ramenés à la base 100 en 1913. Le dernier « point de départ » des indices-chânes est actuellement la moyenne des cours de 1925. On rappellera encore que toutes les transformations de capital, les distributions de réserves, etc... qui interviennent donnent lieu à une rectification des bases de calcul de l'indice correspondant, suivant les méthodes exposées dans le fascicule précité.

On renverra aux mêmes sources pour l'exposé du calcul des taux nets de capitalisation et des indices du revenu net (revenu net des actions au porteur). On fait état à chaque date de l'ensemble des dividendes distribués, annoncés, ou prévus. Les modifications de capital des sociétés donnent lieu pour l'établissement des indices du revenu aux mêmes rectifications des bases de calcul que pour les indices des cours.

De 1870 à 1913, on a procédé comme suit pour établir les indices des cours sur la base 100 en 1913.

Des indices sur la base 100 en 1901-10 avaient été antérieurement établis (voir l'étude précitée de M. Lenoir, Bulletin de la S. G. F. octobre 1919). Ils portaient sur 150 valeurs environ vers 1905, 120 valeurs environ vers 1895, 85 valeurs environ vers 1885, 40 valeurs environ vers 1870 : car à mesure que l'on remonte à des dates plus anciennes le nombre de valeurs existant en Bourse, et de celles dont on a pu avoir les cotes annuelles, se réduit graduellement. La difficulté s'est accrue pour le présent travail, en raison de l'étude qui a été faite des revenus et des taux de capitalisation. On s'est finalement arrêté ici à 54 valeurs de 1895 à 1913, et 24 valeurs de 1870 à 1895, pour lesquelles on a pu réunir une documentation assez complète, et qui ont paru, dans leur ensemble, suffisamment représentatives du marché boursier. Quelques-unes de ces valeurs n'ont pu d'ailleurs être utilisées, par suite de lacunes dans la documentation, pour quelques années particulières des périodes envisagées.

Voici la liste des valeurs utilisées :

1° De 1895 à 1913 :

Banque de France.
Banque de Paris.
Banque Transatlantique.
Crédit Lyonnais.
Comptoir National d'Escompte.
Mines de la Loire.
Houillères de Montrambert.
Mines de Lens.
Compagnie de Béthune.
Mines de Dourges.
Forges et Aciéries de la Marine et d'Homécourt.
Forges de Châtillon, Commentry et Neuves-Maisons.
Commentry-Fourchambault-Decazeville.
Forges et Aciéries du Nord et de l'Est.
Schneider.
Compagnie de Fives-Lille.
Constructions de Levallois-Perret.
Matériel agricole et industriel.
Compagnie Française de Matériel de chemins de fer.
Compagnie Française des métaux.
Electro-Métallurgie de Dives.
Forges et Chantiers de la Méditerranée.

Ateliers et Chantiers de la Loire.
Ciments Français.
Ciments portland du Boulonnais.
Ancienne Compagnie Richer.
Matières colorantes et Produits chimiques de Saint-Denis
Salins du Midi.
Société Centrale de Dynamite.
Comptoir de l'Industrie linière.
Compagnie Générale des Industries textiles.
Chemins de fer P.-L.-M.
Chemins de fer du Nord.
Chemins de fer d'Orléans.
Chemins de fer du Midi.
Compagnie Générale Transatlantique.
Compagnie Générale de Navigation.
Union des Gaz.
Compagnie centrale d'Éclairage par le Gaz (Lebon).
Gaz et Eaux.
Secteur de la Place Clichy.
Société d'Éclairage et de Force par l'Électricité à Paris.
Société industrielle des Téléphones.
Procédés Thomson-Houston.
Forces motrices du Rhône.
Compagnie Générale d'Électricité.
Entrepôts et Magasins généraux de Paris.
Grand Hôtel.
Agence Havas.
Annuaire Didot Bottin.
Imprimerie Chaix.
Phosphates de Gafsa.
Boléo.
Suez.

2° De 1870 à 1895 :

Banque de France.
Banque de Paris.
Crédit Lyonnais.
Mines de la Loire.
Houillères de Montrambert.
Mines de Lens.
Mines de Dourges.
Forges et Aciéries de la Marine et d'Homécourt.
Forges de Châtillon, Commentry et Neuves-Maisons.
Compagnie de Fives-Lille.
Compagnie Française de Matériel de chemins de fer.
Forges et Chantiers de la Méditerranée.
Salins du Midi.
Matières colorantes et Produits chimiques de Saint-Denis.
Comptoir de l'Industrie linière.
Chemins de fer P.-L.-M.
Chemins de fer du Nord.
Compagnie Générale Transatlantique.
Union des Gaz.
Compagnie centrale d'Éclairage par le Gaz.
Gaz de Mulhouse.
Entrepôts et Magasins généraux de Paris.
Société des Glacières de Paris.
Suez.

Pour le calcul des indices sur la base 100 en 1913, par des moyennes arithmétiques, il ne peut être question d'adopter effectivement la base unique 1913 et de calculer en remontant en arrière tous les indices. Ceci pour deux raisons essentielles : la première est que, ce faisant, on introduirait rapidement, au bout d'une dizaine d'années environ, et quelquefois beaucoup plus rapidement, une « pondération » tout à fait inacceptable, de sorte que l'indice général obtenu serait finalement basé en réalité sur 8 ou 10 valeurs environ au lieu d'une cinquantaine. De plus il y a, dans le calcul d'indices boursiers, « remontés en

arrière » une sorte de contre-sens, d'opposition avec la conduite réelle d'un portefeuille de valeurs : en effet, les valeurs dont les cours ont marqué après 1870 une chute très importante n'ont occupé qu'une faible place en réalité dans les portefeuilles entre 1870 et 1913, tandis qu'elles occuperaient une place très importante, absolument prépondérante, dans les indices, en remontant le calcul de ceux-ci en arrière, avec une base placée à la fin de la période (1). Il vaut donc mieux utiliser des années de base placées au début, ou tout au moins au milieu de la période, et il apparaît presque indispensable de conduire les calculs par « indices-chaines » sur des bases successives qui ne soient pas exagérément distantes.

Le tableau suivant illustrera suffisamment les difficultés rencontrées ici, et les erreurs d'appréciation considérables que l'on pourrait faire, faute des précautions et essais précédemment indiqués. On a indiqué ci-dessous pour les années choisies 1870, 1871, 1872, 1873, 1878, 1881, 1886, 1890, et annuellement depuis 1895, quatre séries d'indices :

1870-1913

Indices des cours des valeurs à revenu variable obtenus par quatre méthodes de calcul différentes.

	A	B	C (adopté)	D
1870	70	40	28	17
1871	60	41	27	17
1872	64	45	30	20
1878	67	51	34	22
1878	78	56	37	28
1881	98	71	52	39
1886	67	59	46	35
1890	82	68	53	41
1895	72	67	52	43
1896	73	68	54	„
1897	80	75	65	„
1898	86	80	72	„
1899	88	84	77	„
1900	85	83	77	63
1901	75	76	70	„
1902	70	71	66	„
1903	70	71	65	57
1904	71	73	67	„
1905	79	81	75	„
1906	82	83	77	„
1907	82	83	78	„
1908	80	85	80	„
1909	85	91	87	„
1910	91	95	93	„
1911	95	97	96	„
1912	102	101	100	„
1913	100	100	100	100

La première série « A » est la série calculée par M. Lenoir, dans l'étude précitée. Les indices avaient été calculés sur la base unique 1901-10, et l'auteur

(1) Le choix d'autres formules de calcul que la moyenne arithmétique se heurte à des objections tout aussi sérieuses.

n'avait pas manqué de faire d'importantes réserves sur leur utilisation à une date plus ancienne que 1885. Après de nouvelles études, notamment sur la question de la « distorsion » due à l'éloignement des années de bases, ces observations se sont révélées particulièrement importantes, et l'utilisation d' « indices-chaines » à bases successives suffisamment rapprochées à paru s'imposer.

La deuxième série « B » est calculée avec les valeurs choisies pour le présent travail, sur des bases situées à la fin de deux périodes successives, à savoir :

1^o Période 1895-1913, base 1913;

2^o Période 1870-1895, base 1895.

Le choix des bases à la fin des périodes étant défectueux pour les raisons précédemment indiquées, on sait à l'avance que l'indice ainsi calculé sera indûment « relevé » à mesure que l'on remontera en arrière, c'est-à-dire que le mouvement général de hausse de 1870 à 1913 sera indûment atténué. Toutefois cet inconvénient est déjà beaucoup moins fort que pour l'indice « A », par suite, d'une part, du partage de la période 1870-1913 en deux périodes de calculs distinctes à peu près égales, et d'autre part du choix attentif des valeurs, pour éviter tout effet de « distorsion » en contradiction avec l'interprétation concrète précédemment indiquée (Cet indice se rapproche davantage encore de l'indice « A » si on le calcule, toujours avec les 54 valeurs indiquées, sur la base unique 1901-10, comme pour l'indice « A »).

L'indice « D » a été calculé *avec les mêmes valeurs* que le précédent, mais sur des bases situées au début des deux périodes, à savoir :

1^o Période 1870-1895, base 1870;

2^o Période 1895-1913, base 1895.

L'on sait à l'avance que le mouvement de hausse de cet indice de 1870 à 1913 sera exagéré par suite du choix d'un trop petit nombre de périodes, avec bases situées au début de la période.

Enfin l'indice adopté, « C », a été calculé avec les mêmes valeurs que les deux précédents, sur trois périodes successives, avec bases intermédiaires à chaque période :

1^o Période 1870-1886 sur la base 1878;

2^o Période 1886-1900 sur la base 1895;

3^o Période 1900-1913 sur la base 1908.

On a raccordé les trois « chaînes » ainsi obtenues pour former une chaîne continue sur la base 100 en 1913.

Le choix des périodes et des années de bases a été fait de façon à éviter le plus possible les effets de « distorsion » signalés : les années de bases correspondent à des cours des valeurs situés sensiblement à un niveau moyen entre les cours extrêmes de la période.

L'indice « C » adopté se trouve ainsi intermédiaire entre les deux indices « B » et « D », qui ont servi en quelque sorte de « fourchette » pour le choix effectué.

Des travaux parallèles ont été faits, dans chacun des cas étudiés, pour établir des indices du revenu et les taux de capitalisation correspondants.

Les indications qui précèdent inspirent tout naturellement au statisticien une très grande modestie quant à la rigueur, à la portée tout à fait précise,

de la documentation que l'on peut présenter sur l'histoire boursière. Et l'on pourrait étendre à bien d'autres données économiques des observations du même ordre.

Il est clair que l'on ne pourrait appliquer, sans d'extrêmes précautions, des procédés d'analyse mathématique tout à fait rigides à des instruments aussi grossiers que les précédents. D'ailleurs les essais de ce genre se révèlent souvent sans portée véritable. Ils aboutissent parfois, au prix de calculs pénibles, à des résultats, que le simple bon sens et l'observation attentive des faits révèle suffisamment, et dont certains sont depuis longtemps connus. D'autres fois, ils dissimulent ou déforment la réalité et la marche concrète des faits économiques au point de masquer les corrélations les plus intéressantes. Si la rigueur mathématique peut être parfois inutile ou dangereuse, elle est aussi, sur le terrain économique, souvent plus apparente que réelle : d'une part, les définitions et les postulats comportent forcément ici une part importante d'arbitraire, de sorte que le point de départ est entaché d'une sorte de tare originelle, qu'il est indispensable de bien comprendre; d'autre part, lorsqu'on relie un nombre de variables économiques généralement arbitraire et beaucoup trop restreint par une formule à coefficients constants, de très faibles changements apportés à ceux-ci suffisent pour conduire à des résultats différents, à des conclusions parfois opposées. La forme de la relation est elle-même bien souvent arbitraire. Assurément, une présentation de cette sorte, si elle attirait l'attention sur l'extrême relativité des procédés employés, pourrait rendre les plus grands services aux statisticiens ou aux économistes qui auraient tendance à croire au déterminisme rigoureux des faits économiques. Mais ce n'est pas toujours la philosophie qu'on en dégage.

Nous nous demandons si les tendances indiquées, à moins d'être tempérées par d'extrêmes précautions, peuvent être vraiment heureuses pour la formation du jugement, particulièrement longue et délicate sur le terrain économique (1)? Nous nous demandons si c'est là la voie la plus sûre pour marcher vers un progrès réel? Ne risque-t-on pas, à donner trop de publicité à des travaux de cette sorte, de décourager le public intelligent et le monde des affaires, tout disposés à examiner et à utiliser pratiquement l'outil statistique?

B. — *Résultats généraux* (Voir graphiques nos 1 à 6).

On trouvera sur le tableau II ci-après les indices annuels des cours et du revenu net (sur la base 100 en 1913) ainsi que les taux de capitalisation, des valeurs françaises à revenu variable de 1870 à 1927. On a donné également sur le tableau III les indices mensuels depuis 1924. On a joint les taux de capitalisation moyens d'un ensemble de valeurs à revenu fixe, de la rente 3 % ainsi que les taux d'escompte de la Banque de France. Enfin sur le tableau I on a donné, de 1825 à 1870, les taux moyens de la rente 3 %, les taux d'escompte de la Banque de France et les taux approximatifs depuis 1856 d'un ensemble de valeurs à revenu fixe.

(1) La question n'est-elle pas particulièrement importante en ce qui concerne la formation des jeunes esprits ou des débutants ?

TABLEAU I

Taux des valeurs à revenu fixe et taux d'escompte de 1825 à 1870.

	TAUX Rente 3 % (a)		TAUX d'escompte de la Banque de France (c)		TAUX Rente 3 % (a)	TAUX Valeurs à revenu fixe (b)	TAUX d'escompte de la Banque de France (c)
1825	4,40	"	4,00	1850	5,33	"	4,00
1826	4,43	"	4,00	1851	4,94	"	4,00
1827	4,30	"	4,00	1852	4,00	"	3,17
1828	4,20	"	4,00	1853	3,90	"	3,23
1829	3,75	"	4,00	1854	4,35	"	4,30
				1855	4,42	"	4,44
1830	4,28	"	4,00	1856	4,39	5,10	5,51
1831	5,15	"	4,00	1857	4,39	5,40	6,15
1832	4,51	"	4,00	1858	4,21	5,10	3,70
1833	3,98	"	4,00	1859	4,55	5,27	3,45
1834	3,91	"	4,00				
1835	3,77	"	4,00	1860	4,34	5,10	3,63
1836	3,77	"	4,00	1861	4,38	5,05	5,52
1837	3,76	"	4,00	1862	4,28	4,98	3,77
1838	3,74	"	4,00	1863	4,39	4,98	4,64
1839	3,74	"	4,00	1864	4,54	5,27	6,50
				1865	4,42	5,10	3,72
1840	3,94	"	4,00	1866	4,50	5,05	3,67
1841	3,84	"	4,00	1867	4,41	4,98	2,71
1842	3,78	"	4,00	1868	4,27	4,92	2,50
1843	3,71	"	4,00	1869	4,17	4,73	2,50
1844	3,63	"	4,00				
1845	3,58	"	4,00	1870	4,76	4,92	3,99
1846	3,63	"	4,00				
1847	3,88	"	4,95				
1848	5,57	"	4,00				
1849	5,80	"	4,00				

- (a) D'après les cours moyens annuels (moyennes entre cours maxima et minima) de la rente 3 %.
 (b) Taux moyens annuels approximatifs, calculés à partir du taux de 1913, d'après les indices des cours des groupes suivants de valeurs à revenu fixe : de 1856 à 1859, rente 3 % et obligations de chemins de fer 3 % ; de 1860 à 1870, les deux groupes précédents et en plus obligations industrielles 3 %
 (c) D'après la moyenne des taux d'escompte aux bilans hebdomadaires de chaque année

TABLEAU II

Taux nets des valeurs à revenu fixe et taux d'escompte.

Taux nets, indices (base 100 en 1913) des cours et du revenu net des valeurs mobilières françaises à revenu variable de 1870 à 1927.

	VALEURS A REVENU VARIABLE			Taux Rente 3 % (a)	TAUX Valeurs à revenu fixe (b)	TAUX d'escompte de la Banque de France (c)
	Cours	Revenu	Taux			
1860.	"	"	6,11 (f)	4,34	5,10	- 3,63
1870.	28	35	5,07	4,76	4,92	3,99
1871.	27	36	5,37	5,51	5,57	5,71
1872.	30	54	7,28	5,47	5,72	5,15
1873.	34	57	6,75	5,34	5,82	5,15
1874.	"	"	"	4,90	5,50	4,30
1875.	"	"	"	4,66	5,05	4,00
1876.	"	"	"	4,35	4,85	3,40
1877.	"	"	"	4,27	4,73	2,28
1878.	37	47	5,05	4,06	4,39	2,18
1879.	"	"	"	3,73	4,10	2,58
1880.	"	"	"	3,56	3,93	2,81
1881.	52	66	5,11	3,54	3,93	3,84
1882.	"	"	"	3,67	4,15	3,80
1883.	"	"	"	3,88	4,25	3,08
1884.	"	"	"	3,88	4,25	3,00
1885.	"	"	"	3,79	4,10	3,00
1886.	46	57	4,93	3,66	4,01	3,00
1887.	"	"	"	3,78	3,93	3,00
1888.	"	"	"	3,63	3,89	3,10
1889.	"	"	"	3,51	3,81	3,16
1890.	53	61	4,63	3,26	3,59	3,00
1891.	"	"	"	3,18	3,49	3,00
1892.	"	"	"	3,07	3,40	2,70
1893.	"	"	"	3,10	3,43	2,50
1894.	"	"	"	2,98	3,34	2,50
1895.	52	54	4,15	2,95	3,27	2,10
1896.	54	59	4,42	2,95	3,27	2,00
1897.	65	64	3,97	2,90	3,22	2,00
1898.	72	71	3,98	2,92	3,22	2,20
1899.	77	77	4,00	2,98	3,30	3,06
1900.	77	79	4,11	2,98	3,37	3,25
1901.	70	69	3,94	2,96	3,37	3,00
1902.	66	67	4,05	2,99	3,30	3,00
1903.	65	69	4,27	3,06	3,37	3,00
1904.	67	75	4,48	3,11	3,43	3,00
1905.	75	78	4,15	3,03	3,37	3,00
1906.	77	84	4,36	3,08	3,40	3,00
1907.	78	88	4,52	3,16	3,49	3,45
1908.	80	87	4,35	3,13	3,45	3,04
1909.	87	88	4,04	3,07	3,43	3,00
1910.	93	92	3,97	3,06	3,43	3,00
1911.	96	95	3,96	3,14	3,52	3,13
1912.	100	93	3,71	3,27	3,62	3,37
1913.	100	100	4,01 (d)	3,44 (e)	3,73	4,00
1914.	93	"	"	3,78	4,0	4,22
1915.	79	"	"	4,36	4,7	5,00
1916.	89	"	"	4,80	4,9	5,00
1917.	104	"	"	4,95	5,2	5,00
1918.	113	"	"	4,96	5,1	5,00
1919.	123	110	3,38	4,82	5,2	5,00
1920.	151	120	3,00	5,30	5,9	5,73
1921.	113	124	4,15	5,30	6,1	5,79
1922.	119	132	4,18	5,12	5,7	5,11
1923.	172	160	3,52	5,30	6,0	5,00
1924.	208	190	3,45	5,73	6,8	5,99
1925.	200	210	3,95	6,37	9,1	6,53
1926.	233	230	3,73	6,14	8,8	6,58
1927.	287	270	3,55	4,62	6,6	5,18

(a) D'après les cours moyens annuels de la rente 3 % (jusqu'en 1918, moyennes entre cours maxima et minima annuels; depuis 1919, d'après indices moyens de la S. G. F.)

(b) Taux moyens annuels approximatifs pour les groupes suivants de valeurs à revenu fixe; de 1870 à 1882, rente 3 %, obligations de chemins de fer 3 %, et obligations industrielles 3 %; de 1883 à 1892, les trois groupes précédents et obligation foncière 3 % 1883; de 1893 à 1919, en plus, obligations industrielles 4 %; à partir de 1920, 12 groupes (taux en tenant compte de l'amortissement).

(c) D'après la moyenne des taux d'escompte aux bilans hebdomadaires de chaque année.

(d) Taux net moyen en 1913 pour 180 valeurs environ · 3,78.

(e) Taux moyen en 1913 : 3,84 pour 8 groupes de valeurs à revenu fixe (les 5 groupes indiqués note (b) et Foncière 4 % 1913, obligations de chemins de fer 4 % et industrielles 5 %).

(f) Taux moyen en 1860 pour treize valeurs.

TABLEAU III

Taux et indices mensuels des cours et du revenu net 1924-1928.

	VALEURS A REVENU VARIABLE			TAUX Valeurs à revenu fixe	TAUX d'escompte
	Cours	Revenu	Taux		
1924 Janvier.	208	"	"	"	6
Février.	222	164	2,79	6,69	6
Mars.	199	"	"	"	6
Avril.	202	"	"	"	6
Mai.	204	"	"	"	6
Juin.	204	"	"	"	6
Juillet.	212	"	"	"	6
Août.	210	197	3,54	6,65	6
Septembre.	211	"	"	"	6
Octobre.	216	"	"	"	6
Novembre.	208	"	"	"	6
Décembre.	202	"	"	"	7
1925 Janvier.	200	"	"	"	7
Février.	197	201	3,86	8,85	7
Mars.	199	"	"	"	7
Avril.	200	"	"	"	7
Mai.	190	"	"	"	7
Juin.	194	"	"	"	7
Juillet.	208	"	"	"	6
Août.	208	"	"	"	6
Septembre.	204	"	"	"	6
Octobre.	198	"	"	"	6
Novembre.	202	"	"	9,97	6
Décembre.	206	"	"	"	6
1926 Janvier.	211	"	"	"	6
Février.	216	"	"	"	6
Mars.	205	227	4,18	8,92	6
Avril.	207	"	"	"	6
Mai.	211	"	"	"	5
Juin.	229	"	"	"	6
Juillet.	260	"	3,31	"	6
Août.	254	"	"	9,49	7 1/2
Septembre.	269	228	"	"	7 1/2
Octobre.	259	"	"	"	7 1/2
Novembre.	239	"	"	"	7 1/2
Décembre.	232	"	3,70	8,08	6 1/2
1927 Janvier.	255	"	"	"	6 1/2
Février.	262	"	"	"	5 1/2
Mars.	280	"	"	"	5 1/2
Avril.	301	270	3,38	6,24	5
Mai.	293	"	"	"	5
Juin.	281	"	"	"	5
Juillet.	291	"	"	"	5
Août.	288	"	"	"	5
Septembre.	292	268	3,47	6,49	5
Octobre.	294	"	"	"	5
Novembre.	290	"	"	"	5
Décembre.	315	272	3,26	6,07	4
1928 Janvier.	345	272	2,98	5,64	3 1/2
Février.	334	273	3,09	"	3 1/2

Les variations des taux d'intérêt de 1825 à nos jours.

(Graphiques nos 2 et 5.)

De 1825 à 1833, les cours moyens annuels de la rente 3 % ont marqué des oscillations importantes, en raison des troubles politiques (Révolution de 1830), les taux moyens variant entre 3,75 au plus bas en 1829 et 5,15 au plus haut en 1831.

De 1834 à 1846, les oscillations sont très réduites, les taux moyens annuels restant compris entre 3,58 au plus bas en 1845 et 3,94 au plus haut en 1840. Le taux d'escompte de la Banque de France est resté immuablement fixé à 4 %. S'il n'y a pas eu de mouvements très profonds des taux d'intérêt dans

cette période (la période révolutionnaire mise à part), leur allure générale est nettement descendante (moyenne des taux de la rente 3 % pour 1825-28 : 4,33 %, pour 1843-46 : 3,64 %). Bien qu'il n'ait pas encore été établi d'indice général des prix de gros dans cette période, les relevés que l'on possède indiquent une marche générale descendante des prix (particulièrement de 1825 à 1828 et de 1840 à 1844). Il y a donc accord entre le mouvement général des prix et celui des taux d'intérêt.

De 1847 à 1854, se place une période bouleversée marquée par la révolution européenne, et des troubles politiques prolongés, ainsi que par la crise économique mondiale de 1847, particulièrement marquée en France et en Angleterre (sensible également aux États-Unis), et dont la liquidation semble s'être placée pour notre pays approximativement en 1851. La rente 3 % marque dans cette période les oscillations les plus profondes qui aient été enregistrées au cours du siècle, touchant en 1848 le cours le plus bas jamais atteint (1) (32¹/₅₀). Elle remonte d'ailleurs rapidement de 1849 à 1852, mais les cours moyens et à peu près stables des quatre premières années de la période suivante, de 1855 à 1858 (68,99; taux 4,35) sont beaucoup plus déprimés que ceux (également à peu près stables) des quatre dernières années de la période précédente, de 1843 à 1846 (82, 50; taux 3,64). Cette période troublée a donc en somme comme résultat final en France, une hausse très notable des taux d'intérêt (de 3,64 à 4,35, pour la rente 3 %, entre les deux périodes de quatre années ci-dessus considérées). Et l'on peut faire, ici encore, une constatation du même ordre pour le mouvement des prix, d'après les principaux relevés de prix que l'on possède.

De 1855 à 1869, les taux des valeurs à revenu fixe ne varient guère et ne marquent qu'une légère tendance à la baisse, tendance qui est également sensible sur le mouvement des prix d'après l'indice des prix de gros de la Statistique Générale de la France publié depuis 1856. La crise assez courte de 1857 est marquée par la pointe habituelle des taux d'intérêt et des prix suivie d'une dépression sensible en 1858-59, période de liquidation. La crise plus prolongée de 1864 (particulièrement accusée en France, en Angleterre et aux États-Unis) est marquée de même par une pointe des prix et des taux en 1864 suivie d'une dépression prolongée jusqu'en 1868-69. Une détente un peu plus accentuée des taux d'intérêt semble s'être produite sur le marché des valeurs à revenu variable, le taux calculé pour un groupe de treize valeurs principales étant passé de 6,11 en 1860, à 5,09 (2) en 1870. On remarquera encore une sorte de parallélisme, plus ou moins approximatif, entre les taux des valeurs à revenu fixe et à revenu variable, le taux de ces dernières se maintenant approximativement à 1/2 % ou 1 % au-dessus des taux des premières. Les taux d'es-compte moyens de la Banque de France marquent durant cette période des oscillations très importantes notamment une pointe accentuée en 1857 (6,15), suivie d'une détente profonde en 1858, 1859 (3,45) et de même pour la crise de 1864 une hausse importante pour cette dernière année (6,50) suivie d'une dépression considérable et prolongée jusqu'en 1868, 1869 (2,50).

(1) Rappelons que dans la période qui a suivi la dernière guerre mondiale la rente 3 % est descendue seulement au plus bas à 42,55 en 1925.

(2) Le taux est très voisin de celui de 5,07 porté au tableau II pour 1870 et relatif à 24 valeurs au lieu de 13.

De 1870 à 1872, période marquée par la guerre franco-allemande, se place une hausse très profonde des taux d'intérêt. Le taux de la rente 3 % passe de 4,17 en 1869 à 5,51 en 1871, 5,47 en 1872; le taux du groupe examiné de valeurs à revenu fixe de 4,73 à 5,72 environ de 1869 à 1872, le taux des valeurs à revenu variable de 5,07 en 1870 à 7,28 en 1872. Le taux d'escompte a été porté de 2,50 en 1869 à 5,71 en 1871 et 5,15 en 1872. Les prix ont également marqué une hausse brusque de 1869 à 1872.

Mais cette hausse générale dure peu et à partir de 1872 ou 1873 au plus tard une détente générale des prix et des taux d'intérêt se manifeste dans notre pays. La France s'est trouvée en somme, du fait de la guerre, amenée à une sorte de liquidation générale dès 1872-1873. La crise mondiale de 1873, particulièrement marquée en Allemagne, en Autriche, en Angleterre et aux États-Unis, a trouvé notre pays moins surpris que d'autres nations. La France a été pourtant entraînée dans la liquidation générale prolongée qui a suivi (jusqu'en 1879 à peu près), mais elle a été en définitive beaucoup moins touchée que d'autres (les industries houillères et métallurgiques ont été les plus affectées). La Bourse de Paris n'en a, dans son ensemble, que relativement peu souffert.

De 1873 à 1897, période débutant par la crise mondiale de 1873, que nous venons de rappeler brièvement, les taux d'intérêt marquent une baisse à peu près continue. Celle-ci est coupée toutefois par une légère hausse de courte durée, de 1882 à 1884, période de crise particulièrement marquée en France et en Angleterre (la crise parallèle s'est placée aux États-Unis seulement vers 1884). La crise de 1890 est faiblement accusée par les taux d'intérêt et seulement par un léger ralentissement de la baisse, sensible surtout en 1889. Ce mouvement de baisse est accusé également par les taux d'escompte; une dépression importante se place d'abord après 1873 : de 5,15 à 2,18 en 1878; après la tension au début de la crise de 1881 (3,84), le taux d'escompte est ramené dès 1883 aux environs de 3 % et est maintenu pour la première fois pendant plusieurs années, de 1884 à 1887 (liquidation de la crise de 1881) au niveau de 3 %; il est encore abaissé rapidement dans les années qui suivent la crise de 1890 et atteint le niveau très déprimé de 2 % en 1896 (fin approximative de la liquidation de la crise de 1890).

Durant cette période, les taux des valeurs à revenu variable baissent régulièrement (à part une légère tension au début de la crise de 1881, 1882), très rapidement de 1873 (6,75) à 1878 (5,05), en se maintenant constamment à environ un point au-dessus des taux des valeurs à revenu fixe.

De 1897 à 1913, hausse lente et presque régulière des taux d'intérêt (rente 3 % et valeurs à revenu fixe), particulièrement marquée de 1910 à 1913, avec deux pointes légères en 1900 et 1907, années de crise.

Les taux d'escompte se tendent également dans cette période, passant de 2 % en 1897 aux environs de 3 %, taux sensiblement maintenu de 1899 à 1910 (mises à part les deux légères tensions des années de crise 1900 et 1907).

Les taux des valeurs à revenu variable n'ont pas de mouvement général bien marqué dans cette période; ils se tendent lentement de 1897 jusqu'en 1907, début de la crise mondiale, se détendent assez profondément de 1908 à 1912 pour remonter en 1913. Ils restent durant cette période au voisinage

de la valeur 4 % à 3/4 % ou 1/2 % au-dessus des taux des valeurs à revenu fixe, cet écart ayant tendance à diminuer à mesure que l'on se rapproche de 1913 (il est négligeable en 1913).

Période 1913-1927.

De 1913 à 1920-21, les taux d'intérêt (valeurs à revenu fixe, taux d'escompte) se sont considérablement et presque régulièrement tendus, suivant en cela le mouvement général des prix. Après la *dépression de 1922*, la hausse des taux d'intérêt et des prix se poursuit jusqu'en 1925-26 (taux moyen des valeurs à revenu fixe : 9,1 en 1925 et 8,8 en 1926). Le retour à la stabilité monétaire et le ralentissement économique de 1927 sont accompagnés par une chute profonde des taux d'intérêt.

Les taux des valeurs à revenu variable se désolidarisent entièrement de ceux des valeurs à revenu fixe depuis la guerre, et se maintiennent avec une stabilité relative assez remarquable entre les limites de 3 et 4 % environ, limites rarement franchies. Il arrive dans cette période que les taux des valeurs à revenu variable marquent des pointes en sens inverse des taux des valeurs à revenu fixe : c'est le cas par exemple en 1920, où les premiers sont très déprimés (3 %) tandis que les seconds marquent une hausse considérable (5,9), et de même en 1924-26 (en 1926 : 3,73 et 8,8). Ici intervient évidemment la dépréciation de la monnaie et l'incertitude au sujet du règlement final des questions financières et monétaires.

Quant aux perspectives d'avenir qui peuvent s'ouvrir pour les taux d'intérêt, elles seront examinées ultérieurement.

Pour terminer, on insistera sur la correspondance frappante qui existe entre les mouvements généraux des taux d'intérêt et les mouvements connus de l'indice général des prix, qui a son minimum en 1896. Cette relation ne se limite d'ailleurs pas, comme on l'a vu, aux mouvements d'ensemble. Si l'on examine les oscillations des taux des valeurs à revenu fixe autour de leur mouvement moyen, on constate des maxima dans les années 1857, 1864, 1871-73, 1883-84, 1889, 1900, 1907, 1920-21, 1925, c'est-à-dire généralement dans l'année du début des crises ou dans l'année suivant leur déclenchement (1) (toutefois le maximum relatif peu marqué de 1889 précède la crise de 1890).

Les mouvements des cours et des revenus des valeurs à revenu variable de 1870 à nos jours. (Graphiques nos 1, 2, 4, 5.)

Les principales constatations que l'on peut faire sur les mouvements des valeurs à revenu variable de 1870 à 1913 sont résumées ci-dessous :

1^o Période 1870-1873.

Hausse des prix de gros, hausse importante des revenus distribués (l'indice du revenu net passe de 35 en 1870 à 57 en 1873). Les cours des valeurs à revenu variable ne suivent que très modérément le mouvement précédent (l'indice

(1) On doit mettre à part les maxima du taux de la rente 3 % en 1848-1849 qui ont évidemment leur cause dans les troubles politiques.

des cours passe de 28 à 34), les taux de capitalisation se tendant considérablement (de 5,07 à 6,75). La Bourse reste donc extrêmement réservée dans cette période.

2^o Période 1873-78.

Période de crise mondiale dont la répercussion a été relativement faible en France. Baisse profonde des prix. Les revenus distribués marquent une certaine baisse, mais les taux de capitalisation s'abaissent considérablement (de 6,75 à 5,05 du début à la fin de la période) et les cours des valeurs à revenu variable restent fermes pour l'ensemble de la période.

3^o Période 1878-1881.

Période de reprise des affaires. Les prix sont sensiblement stationnaires. Les revenus distribués marquent une hausse importante (l'indice passe de 47 en 1870 à 66 en 1881). Les cours suivent la hausse précédente, leurs taux restant sensiblement stationnaires (un peu au-dessus de 5 %).

4^o Période 1881-1886.

Période marquée par la crise 1881-82 dont la liquidation se poursuit jusqu'en 1886-87. Baisse très importante des prix. Baisse sensible des revenus distribués (l'indice fléchit de 66 à 57) et baisse à peu près parallèle des cours, les taux ne diminuant que très légèrement (aux environs de 5 %).

5^o Période 1886-1890.

Reprise de l'activité des affaires et des prix. Les revenus distribués reprennent sensiblement (l'indice passe de 57 à 61). L'amélioration des cours est plus accentuée, les taux de capitalisation fléchissant légèrement (de 4,93 à 4,63).

6^o Période 1890-1895.

Crise de 1890 (liquidation 1895-96). Baisse profonde des prix. Baisse sensible des revenus distribués (indice de 61 à 54). Légère baisse des cours (indice 53 à 52), les taux fléchissant sensiblement dans l'intervalle (de 4,63 à 4,15).

7^o Période 1895-1900.

Développement important des affaires. Hausse des prix à partir de 1897. Hausses considérables, à peu près parallèles, des revenus et des cours (indice du revenu : de 54 à 79, indice des cours de 52 à 77), les taux restant sensiblement stationnaires aux environs de 4 %.

8^o Période 1900-1903.

Crise de 1900 liquidée en deux ou trois années. Baisse peu importante des prix. Baisse de l'activité des affaires. Fléchissements importants, et à peu près parallèles, des revenus distribués (indice : de 79 à 69) et des cours (de 77 à 65)

9^e Période 1903-1913.

Période de prospérité et de développement des affaires, coupée par la crise de 1907, très marquée mais assez rapidement liquidée, et dont la répercussion boursière apparaît fort limitée. Hausse importante des prix jusqu'en 1912, coupée par une notable dépression en 1908-09. Hausse considérable des revenus distribués (de 69 à 100), à peine coupée par un fléchissement insignifiant en 1908. Les taux restent à peu près stationnaires, et les cours marquent une hausse très importante (de 65 à 100) : à la crise de 1907 correspond un ralentissement de la hausse des cours des valeurs (c'est-à-dire un minimum des cours si l'on compare ceux-ci à leur mouvement moyen dans la période).

La période 1913-1927 sera examinée au chapitre suivant.

*Corrélation entre les mouvements des valeurs à revenu variable,
des prix et de la production industrielle.*

Ainsi qu'on le remarque sur le graphique n° 3, les indices des cours des valeurs à revenu variable et de la production industrielle se suivent d'une façon remarquable et presque surprenante, dans le mouvement général de 1870 à 1913 : la courbe du dernier indice se trouve constituer dans cette période une sorte de « courbe moyenne » de celle des cours des valeurs. Dans cette similitude de niveaux, on ne devra voir, bien entendu, qu'une coïncidence fortuite, puisque de nombreux facteurs agissent sur les valeurs.

L'on peut résumer les mouvements généraux examinés comme il suit :

De 1873 à 1895, les revenus distribués, après la hausse survenue vers 1881, n'ont pas marqué finalement d'amélioration (indices 57 et 54 en 1873 et 1895), l'effet de la baisse des prix venant contrebalancer celui de l'accroissement de la production et de l'activité des affaires. Si, par contre, les cours ont marqué dans cet intervalle une hausse notable (indices : 34 et 52), c'est que les taux de capitalisation ont considérablement fléchi (de 7 à 4 % environ).

Cette période offre un exemple de développement marqué de la production industrielle et de l'activité économique, malgré une baisse régulière, et importante en définitive, des prix. Cette constatation ne paraît pas avoir un caractère tout à fait exceptionnel, et il y a là une raison de réagir contre la tendance qui consiste à faire du mouvement général des prix le synonyme du mouvement des affaires. La réalité apparaît infiniment plus complexe, et doit mettre en garde contre l'observation des fluctuations économiques réduite à un petit nombre de facteurs, trop schématisés. L'exemple cité ci-dessus pour la France, peut être étendu pour la même période, tout au moins en partie, à plusieurs autres nations. Il y a bien d'autres exemples du même ordre : dans la période toute récente, on rappellera que du début de 1925 au milieu de 1927, l'économie américaine s'est largement développée au milieu d'un régime de prix à peu près stationnaires ou en baisse lente.

De 1895 à 1913, hausse générale considérable des prix, des revenus distribués, de la production industrielle. Les cours suivent à peu près fidèlement les revenus, les taux restent sensiblement stables aux alentours de 4 % pendant cette période (toutefois tension assez sensible des taux en 1907). La corrélation entre les mouvements des cours des valeurs et ceux des prix d'une part, ceux de la production industrielle d'autre part, est manifeste. Il y a un sen-

siblement coïncidence entre les maxima, ou les minima, des prix et des valeurs. Mais, ainsi qu'on l'a déjà observé, lorsque, à la sortie des dépressions, se produit la reprise définitive des prix ou des valeurs, la fin de la phase la plus aiguë de la crise est déjà annoncée depuis longtemps par de nombreux indices. On remarquera, par exemple, que, à la sortie de la dépression de 1900-03, la reprise définitive des prix ne s'effectue qu'en 1904-05, celle des valeurs l'ayant légèrement précédée, tandis que la production industrielle est en reprise lente et régulière depuis 1902. Un effet du même genre, quoique moins marqué, est sensible en 1908 : la production industrielle ayant à peine marqué un palier, les cours des valeurs marquent à peine un ralentissement dans leur hausse, tandis que les prix qui ont notablement fléchi en 1908 ne reprennent qu'en 1909-10.

* *

Les principales oscillations de la *période d'après guerre* ont déjà été indiquées au chapitre précédent, en examinant la corrélation entre les mouvements des valeurs et des principaux indices; elles seront analysées plus complètement ci-après.

III. — LA PRÉVISION DES MOUVEMENTS BOURSIERS

L'on peut, en se plaçant à chaque moment en face des éléments connus à la date considérée, examiner les perspectives boursières qui se sont successivement présentées dans la *période 1919-1927* (Voir les tableaux des pages 167 et 168).

On les résumera comme suit :

Au début de 1920, le niveau élevé auquel sont parvenus de nombreux indices, l'arrêt ou le revirement de certains d'entre eux (notamment le coefficient de placement ajusté à partir de février), peuvent servir d'avertissement. D'autre part, dans plusieurs nations, la situation économique est alors très tendue : en mars 1920, la crise est imminente aux États-Unis (les actions industrielles sont en baisse marquée depuis octobre 1919, le commerce extérieur depuis juillet 1919, le placement et l'emploi de la main-d'œuvre depuis février-mars 1920), en Angleterre, en Suède et en Belgique, où les actions industrielles sont en baisse depuis février 1920; la crise est aiguë au Japon (1). La Bourse de Paris est en hausse très rapide et presque sans arrêt depuis 1919 : en mars 1920, indice 170 (contre 111 en mars 1919), la hausse des cours ressort à 53 % en douze mois; les taux de capitalisation moyens ressortent alors à 2 1/2 % environ, taux jamais encore atteint.

La Bourse touche son plafond en avril (indice en fin avril : 181), en même temps que les prix de gros. Le revirement des principaux indices s'effectue dans les mois suivants en même temps que la crise se propage dans le monde entier. En admettant que de mars à mai 1920, la gravité de la crise ait pu échapper au statisticien, celle-ci apparaît clairement dans les mois suivants. Or, en août 1920, la baisse boursière ne ressort qu'à 16 % tandis qu'elle attein-

(1) A Tokio et à Osaka, fermeture de la Bourse des valeurs en mars pendant plusieurs jours.

dra 43 % en juillet 1921. Il semble que l'on ait eu tout le temps nécessaire pour se dégager de l'effondrement boursier, tout au moins avant que celui-ci ait pris une grande amplitude.

Pendant la dépression 1921-22, à partir de quel moment doit-on acheter en Bourse? A partir de mai 1921 l'indice des cours est très inférieur à l'indice du revenu, les taux de capitalisation dépassent 4 % (4,50 en juillet 1921). Mais on se trouve encore en plein ralentissement industriel et l'on peut hésiter à prendre position à ce moment. A partir d'octobre 1921, les principaux indices économiques ont franchi leurs minima; la production industrielle est en reprise rapide à partir d'octobre. Or, la reprise boursière définitive ne se place que sept mois plus tard, en mai 1922; à ce moment l'indice de la production industrielle marque déjà une reprise de 55 % environ au-dessus de son minimum de septembre 1921 et l'on peut faire une observation du même ordre pour de nombreux indices. En avril 1922, le taux de capitalisation moyen ressort à 4,75. On voit que l'on a eu tout le temps de se faire une opinion très nette sur le progrès de la liquidation de la crise et sur la reprise boursière consécutive.

On entre alors dans la période de hausse continue des changes et des prix et de grand développement des affaires. La Bourse monte presque sans arrêt de mai 1922 à février 1924. Les cours avancent beaucoup plus vite que les revenus distribués, et les taux de capitalisation s'abaissent de 4,75 en avril 1922 à 2,79 en février 1924. Assurément, dans cette période, même lorsque les taux parviennent à des valeurs assez faibles, le jugement reste fort difficile. Ici intervient le facteur primordial de la dépréciation monétaire, et l'on ne peut faire aucune prévision lointaine sans un jugement d'ensemble préalable sur la question monétaire, l'équilibre financier, et le niveau définitif possible des prix dans l'avenir. La difficulté de ce jugement, à l'époque d'alors, où les vues larges sur les problèmes généraux étaient fort rares, est bien certaine. L'arrêt, au moins provisoire, de la hausse boursière dépendra essentiellement du niveau où les prix pourront être stabilisés. Or, en février 1924, commence le recul profond et de courte durée des changes et des prix. A ce moment les taux de capitalisation sont parvenus à un niveau fort bas (2,79). La production industrielle accuse une certaine hésitation pendant quelques mois et un certain nombre d'indices économiques marquent bientôt un arrêt ou un revirement. On peut prévoir depuis février 1924 l'arrêt de la hausse boursière, en attendant que les perspectives économiques se soient précisées, et que le niveau des revenus distribués ait rattrapé son retard. En fait, la stagnation de la Bourse, avec une dépression en 1925, correspondant à un certain ralentissement industriel, dure plus de deux années; les cours se retrouvent en mars 1926 (indice 205) à un niveau nettement inférieur à celui de février 1924 (indice 222).

Depuis juillet ou août 1925, la plupart des indices sont en reprise, marquant la fin de la dépression de 1925. En mars 1926, les taux moyens sont au niveau élevé de 4,18, la production industrielle est en reprise de plus de 15 % par rapport à son minimum de juin 1925, la plupart des indices économiques sont en reprise importante, les prix et les changes ont marqué une hausse considérable (30 % environ pour les premiers, plus de 45 % pour les seconds à partir

du niveau moyen de 1924). Il semble bien que dans cette période encore, l'on a eu tout le temps nécessaire pour prévoir la reprise boursière qui se produit à partir de mai et juin 1926 seulement.

Une hausse considérable se place de mai à juillet 1926, en même temps que se produit l'envolée des prix et des changes, et se consolide jusqu'en septembre : l'indice des cours s'élève de 207 en fin avril, à 260 en juillet et 269 en septembre (hausse de 30 % d'avril à septembre). Le taux moyen s'abaisse pendant ce temps de 4,15 à 3,30 environ. Devant le redressement monétaire et financier, à partir d'août 1926, ainsi que les revirements des principaux indices économiques qui s'échelonnent de février à novembre 1926 (Voir le tableau de la page 168), le niveau boursier, en août et surtout en septembre, apparaît quelque peu hasardé.

Un profond fléchissement boursier se place en novembre et décembre 1926 (l'indice passe de 259 en fin octobre à 232 en fin décembre, baisse de 10 % environ) en même temps que s'accuse la baisse des prix de gros et le ralentissement de l'activité des affaires. Ce dernier, bien que fort brusque, était loin de présenter les caractéristiques générales d'une véritable crise économique : on notera par exemple la stagnation ou la détente presque continuelle depuis août 1926 des taux d'intérêt à long terme et du taux d'escompte et la détente prématurée et rapide des indices bancaires, notamment du portefeuille de la Banque de France dans le mois de septembre. Dans ces conditions, la régression boursière de décembre, où l'on atteint le taux moyen de 3,70, apparaît nettement pessimiste.

Un redressement considérable, favorisé par la spéculation étrangère, qui joue la stabilisation monétaire prochaine, se place alors de décembre 1926 à avril 1927 (indice 301 en fin avril soit une hausse de 30 % depuis la fin de décembre). On remarquera, dans cette période, la solidarité étroite, presque surprenante, d'un certain nombre de Bourses européennes. Notons par exemple que, pendant que le niveau-or des valeurs en Bourse de Paris passe de 33 en juillet 1926 à 47 en décembre, et à 61 en avril 1927, les niveaux-or de Berlin aux mêmes dates sont 34, 45 et 58, et à Bruxelles 35, 46 (1^{er} novembre) et 62, d'après les indices les plus couramment utilisés. Il n'y a pas plus de 6 % d'écart entre les indices précédents de ces trois pays au cours de cette période : un coup d'œil sur le graphique n° 13 ci-après montrera que les courbes traduisant les variations boursières dans les trois pays apparaissent comme à peu près confondues dans cet intervalle. En Italie également, se place de décembre 1926 à avril 1927 une amélioration importante du niveau boursier. Que l'on observe les indices du professeur Bachi, ou ceux du professeur Ottolenghi ou encore ceux de la Chambre de Commerce de Milan, une hausse relative du niveau-or comparable (1) à celle constatée par les trois pays précédents, se place dans ces quatre mois. Mais l'optimisme boursier apparaît pour la France, en avril 1927, nettement prématuré. Le taux moyen est parvenu en

(1) 33 % d'après l'indice général Bachi; 30 % d'après la moyenne des indices (Bachi) de 19 groupes particuliers publiés par la *Rivista Bancaria*; 17 % d'après les indices de la Chambre de Commerce de Milan; et 13 % seulement d'après les indices Ottolenghi (20 valeurs industrielles seulement) d'après le *London and Cambridge Economic Service Bulletin*. On notera qu'une revalorisation de la lire de 13 % environ s'est placée dans ces quatre mois, tandis que les monnaies étaient stables pour les trois autres pays examinés.

avril au taux assez déprimé de 3,38. Et surtout, la plupart des indices économiques ont accusé un profond fléchissement, et c'est à peine si quelques-uns d'entre eux semblent alors depuis quelques semaines avoir enrayé leur chute.

C'est sur la base des éléments précédents que, dans notre communication de mai 1927 à la Société de la Statistique de Paris, nous avons indiqué que les valeurs françaises à revenu variable avaient des chances d'osciller pour un délai assez long (six mois par exemple) aux alentours d'un niveau sensiblement inférieur à celui de fin avril (1). Ces indications provisoires nous paraissent valables bien entendu sous certaines hypothèses, notamment sous condition que se continuât quelques mois la stagnation économique, et que le niveau de stabilité monétaire n'apparût pas compromis.

L'on voit en somme que durant cette période, mars 1926-avril 1927, s'est placé un mouvement général considérable de réappréciation boursière (47 % de mars 1926 à avril 1927) et des oscillations profondes qui sont apparues au statisticien (notamment le niveau déprimé de décembre 1926 et le niveau élevé de fin avril 1927) assez nettement exagérées dans un sens ou dans l'autre, dans les circonstances du moment.

La situation change à partir de septembre 1927 : d'une part les cours des valeurs se sont en effet nettement déprimés après avril (indices : 281 en juin, 292 en septembre, 290 en novembre, contre 301 en avril). D'autre part une certaine reprise économique se manifeste à partir de septembre d'après les principaux indices économiques; en octobre, la plupart des indices ont dépassé leur minima et marqué nettement leur revirement. De plus on s'oriente vers un élargissement des facilités de crédit et des disponibilités liquides, conditions particulièrement favorables à un redressement économique et à une reprise boursière. D'autre part, les perspectives de stabilisation monétaire constituent un facteur psychologique indéniable, bien que fort discutable en réalité, dans notre pays, en faveur de l'optimisme boursier. En septembre 1927, le taux moyen de capitalisation est revenu à la valeur 3,47 qui paraît élevée pour la période. Mais la Bourse fléchit encore légèrement en novembre, le taux de capitalisation atteint la valeur de 3,70 environ à cette date. Sur ces bases et devant les perspectives favorables qui se dessinent, une reprise boursière importante apparaît probable; l'on entre alors dans une période que nous n'avons pas manqué, et bien d'autres avec nous, de considérer comme éminemment propice aux placements en valeurs mobilières.

Une reprise très profonde s'est placée en décembre et janvier derniers : elle a porté l'indice des cours de 290 en fin novembre à 345 en fin janvier, soit une hausse générale de 19 %. Le taux moyen est passé de 3,47 en septembre dernier à 3,26 en fin décembre et à 2,98 en fin janvier. Un fléchissement modéré s'est produit en février, ramenant les cours en fin de mois de 3 % en arrière (l'indice des cours revient de 345 à 334 en fin février); cette baisse a résorbé dans l'ensemble un sixième environ de la hausse survenue dans les deux mois précédents. Dans la première quinzaine de mars, au moment où nous arrêtons le présent travail, la Bourse est extrêmement ferme.

(1) Voir le *Journal de la Société de Statistique de Paris* de juin 1927.

PERSPECTIVES ACTUELLES

Nous avons indiqué précédemment en quoi pourra consister, à notre sens, la prévision statistique. Une de ses bases essentielles réside dans l'examen attentif de chacun des facteurs, généralement fort nombreux, qui peuvent agir sur le phénomène étudié. Lorsqu'on essaiera ensuite un jugement d'ensemble, on s'efforcera d'attribuer à chacun d'eux l'importance particulière qui lui revient dans les circonstances du moment.

Nous passerons donc en revue, très rapidement, quelques-uns des principaux facteurs qui peuvent agir sur le niveau des valeurs. Il est bien entendu que dans l'analyse de documents statistiques de cette sorte, et dans l'essai que l'on peut tenter d'indiquer les tendances ultérieures probables, la part du jugement personnel reste nécessairement considérable.

S'il nous a paru indispensable de donner un exemple concret d'utilisation possible, pour mieux expliciter la méthode que nous proposons, il va sans dire que nous n'avons en aucune façon l'intention de chercher à imposer un point de vue tout à fait déterminé. Chacun pourra bien entendu interpréter cette documentation selon son propre jugement. En outre, il est bien certain que, dans les circonstances actuelles, la marche ultérieure des faits économiques viendra modifier peu à peu, plus ou moins profondément, et avant même que cette étude ait pu paraître, les perspectives indiquées. Enfin, des observations générales qui ont été faites sur la marche comparée des indices boursiers et du cycle économique, il ressort que le moment actuel est peu favorable pour essayer des prévisions boursières.

L'activité économique générale.

Il convient tout d'abord d'examiner attentivement chacun des nombreux indices économiques dont l'on dispose.

L'on doit essayer ensuite un diagnostic d'ensemble sur la situation, déterminer l'allure générale du mouvement économique, et les caractéristiques essentielles de la période examinée.

Rappelons que, dans le moment présent, l'on vient en France de sortir d'une période de dépression générale, bien caractérisée, mais assez courte (six ou huit mois). Une amélioration lente, mais régulière, se poursuit depuis six mois et jusqu'au moment où nous écrivons (15 mars). Sauf accident mondial imprévisible, sauf inhabileté manifeste, politique ou gouvernementale, à conduire dans notre pays l'évolution économique actuelle avec assez de continuité et de doigté, l'amélioration constatée semble pouvoir se poursuivre encore quelques mois et se consolider à un niveau assez élevé. Il ne semble pas qu'un risque sérieux de crise économique mondiale doive être envisagé actuellement. Toutefois la détente extraordinairement profonde de la plupart des marchés monétaires, peut apparaître quelque peu prématurée, en l'absence d'une stabilité générale suffisamment assurée (notamment au point de vue financier, politique; et en ce qui concerne l'évolution des ententes douanières et industrielles). Il y a là un risque du moment non négligeable, mais plutôt actuellement pour les marchés boursiers que pour l'activité générale des affaires (notamment en France).

L'activité industrielle et son avenir.

Les fluctuations de l'activité industrielle constitueront sans doute dorénavant l'un des facteurs prépondérants venant agir sur le niveau des valeurs. Leur observation attentive s'impose donc en première ligne, si l'on veut apprécier justement les mouvements boursiers. A cet effet, on pourra suivre, à côté d'assez nombreuses statistiques particulières, les indices mensuels de la production industrielle de la Statistique générale, qui groupent les documents, directs ou indirects, et malheureusement encore bien incomplets, concernant les principales industries. Nous rappelons que cet indice, afin de donner une idée plus exacte des variations de l'activité industrielle elle-même, sont affranchis des principales causes de variations systématiques (nombres différents de jours ouvrables de chaque mois, variations saisonnières régulières de certaines séries composantes, etc...).

Voici les valeurs de l'indice général de la production, annuellement jusqu'en 1927 et mensuellement depuis 1926 :

Indices de la production industrielle (base 100 en 1913).

INDICES annuels		INDICES MENSUELS				1928	
		1926		1927			
1913	100	Janvier	116	Janvier	118	Janvier	116
1919	57	Février	118	Février	114	Février	119
1920	62	Mars	121	Mars	109		
1921	55	Avril	123	Avril	103		
1922	78	Mai	123	Mai	104		
1923	88	Juin	125	Juin	105		
1924	108	Juillet	125	Juillet	105		
1925	107	Août	126	Août	106		
1926	124	Septembre	127	Septembre	107		
1927	109	Octobre	129	Octobre	110		
		Novembre	129	Novembre	112		
		Décembre	124	Décembre	115		

La reprise industrielle s'accuse nettement depuis octobre et le mouvement se poursuit actuellement. Il est en concordance avec celui des principaux indices économiques.

Toutefois certaines réserves semblent s'imposer :

D'une part, il est manifeste que l'on a stocké considérablement dans certaines industries au cours du ralentissement de 1927 (c'est le cas par exemple des charbonnages, des filatures de coton, des verreries). Une amélioration prolongée sera donc nécessaire pour assainir la situation. Celle-ci apparaîtrait rapidement très menaçante, en cas de nouveau fléchissement industriel, et les répercussions de celui-ci seraient vraisemblablement plus immédiates, et pourraient être incomparablement plus profondes et plus graves que celles de la dépression de 1927. C'est le point de vue, pourtant très clair, qui semble avoir échappé à certains théoriciens de la revalorisation, lorsqu'ils manient avec quelque facilité le système des crises en cascades.

De plus, il faut voir que l'amélioration qui se produit actuellement dans de nombreuses industries, notamment dans celles des métaux, du matériel et de l'outillage mécaniques, correspond pour une part à de simples réapprovisionnements, devenus indispensables, et précipités peut-être par la fermeté

des prix et la crainte d'une nouvelle hausse. Il restera à voir si, un peu plus tard, par exemple dans le courant d'avril ou de mai, un programme de grands travaux suffisamment étendu pourra soutenir une reprise industrielle importante. Du jugement que l'on pourra alors se faire sur cette question essentielle dépendra pour une large part l'appréciation et les prévisions que l'on pourra faire sur les mouvements boursiers de cette année, notamment sur la solidité des niveaux élevés qui auront pu être atteints.

On ne peut se dispenser de jeter un coup d'œil vers l'avenir plus lointain. Doit-on croire à un progrès ultérieur marqué de la production industrielle? L'activité des affaires pourra-t-elle suivre dans notre pays une marche générale ascendante dans les années suivantes, ou bien parviendra-t-on difficilement, au prix de longs efforts, à consolider tout juste, après nombre d'années, le niveau actuellement atteint (ou atteint en 1926 par exemple). Les opinions sur ce point peuvent différer notablement. Et cependant, de la « ligne générale » qui apparaîtra ici possible ou probable dépendra nécessairement l'idée que l'on pourra se faire sur l'évolution ultérieure des valeurs mobilières. Impossible d'éluder ici un coup d'œil vers l'avenir, si l'on veut essayer d'apprécier le niveau boursier.

On peut trouver des bases sérieuses de documentation dans certaines publications récentes de la Société des Nations (notamment les memoranda sur la production, le commerce, et diverses industries, 1926 et 1927) et dans les études de la Statistique générale. De l'ensemble de ces travaux, il résulte que, dans la plupart des nations du monde, un prodigieux développement industriel s'est manifesté de 1870 à 1913. Indiquons par exemple que, d'une manière approximative, la production a, dans cet intervalle, plus que doublé en Angleterre, triplé en France, quadruplé en Belgique, quintuplé en Italie et s'est accrue huit fois environ aux États-Unis, en Russie et en Allemagne, etc. De plus, ce développement s'est, depuis la guerre, sauf pour les nations européennes, poursuivi à un rythme comparable au précédent et cela est vrai pour la plupart des nations des Amériques, d'Afrique, d'Asie, d'Océanie. Assurément l'Europe, durement touchée par la guerre, est revenue seulement, après des troubles politiques et financiers profonds et répétés, un peu au-dessus du niveau industriel d'avant-guerre, dans les deux dernières années, mais ceci constitue déjà un résultat remarquable. De ce que, dans le reste du monde, et dans la plupart des nations, même les plus industrialisées, le progrès industriel s'est poursuivi presque imperturbablement à travers les troubles et les secousses, depuis déjà deux tiers de siècle, et même dans la période de désorganisation qui a suivi la guerre, on conclura que le niveau industriel mondial en 1913 n'a en aucune façon constitué, comme on l'a cru parfois, une sorte de stade d'arrêt prolongé pour de nombreuses nations, une sorte de progrès maximum, correspondant à un pouvoir de consommation général difficile à améliorer. En réalité, on n'a pas encore aperçu de stade maximum; il n'est pas absurde de penser que le pouvoir de consommation de la plupart des peuples est, du moins actuellement, encore pratiquement illimité et prêt à suivre sans défaillance le progrès industriel, si l'on sait appliquer les méthodes qui s'imposent. Les progrès déjà réalisés, et appelés sans doute à une amélioration continue, dans le maniement des mécanismes les plus déli-

cats des sociétés modernes, comme ceux du crédit et des prix, dans les ententes financières et industrielles, et dans l'activité des échanges entre peuples, l'abaissement, déjà amorcé, des barrières factices, que les suites de la guerre n'avaient fait jusqu'à présent que renforcer, enfin le retour à une stabilité monétaire et financière quasi générale, ces éléments viendront favoriser la marche en avant du progrès industriel dans la période qui s'ouvre.

En ce qui concerne l'Europe on peut envisager, que, grâce à la stabilité retrouvée et à l'amélioration des échanges, le rythme antérieur du progrès industriel pourra reprendre, et que, même, une partie du retard dû à la guerre, par rapport à d'autres nations, pourra être rattrapé. Il est inutile d'ajouter que des perspectives de cet ordre sont, pour l'Europe, de la plus haute importance. Il n'y a guère d'autre moyen d'atténuer rapidement les effets des destructions récentes de richesses que d'en créer de nouvelles. Seul le progrès économique pourra venir atténuer les fardeaux issus de la guerre et rendre à l'Europe, dans le concert mondial, un niveau de prospérité légitime.

Le mouvement des prix.

La période de déplacement rapide des principaux facteurs économiques qui a suivi la guerre étant vraisemblablement close, que peut-on penser du mouvement ultérieur des prix, en supposant arrêtée la stabilisation monétaire au taux actuel? Deux points principaux sont à examiner : d'une part, l'avenir immédiat des prix intérieurs français, et d'autre part le mouvement plus lointain des prix mondiaux.

Le niveau-or des prix français ressort, en fin février 1928, d'après les indices officiels des prix de gros sur la base 100 en 1914, à 137 (673 en francs-papier) pour les matières industrielles, et 115 (565 en francs-papier) pour les denrées alimentaires (106 au plus bas en octobre dernier). D'après les indices pondérés des prix de gros (126 articles), présentés par M. de Bernonville dans le fascicule de janvier-mars 1928 du *Bulletin de la Statistique Générale* le niveau-or (sur la base 100 en 1913) ressort en fin février à 142 (695 en francs-papier) pour les matières industrielles et 115 (563 en francs-papier) pour les denrées agricoles et alimentaires. En regard, une moyenne pondérée (1) des prix européens (non compris la Russie) s'établit à 135 environ pour les prix de gros, 140 environ pour les prix de détail (denrées alimentaires principalement); pour le monde entier, non compris l'Asie, ces chiffres s'établissent un peu au-dessus de 140; pour les États-Unis, ils sont aux environs de 150. Bien qu'il soit impossible de baser sur les indices précédents, dont la composition et le mode de calcul diffèrent suivant les pays, des conclusions tout à fait précises, il semble cependant très improbable que les prix industriels français puissent subir dans leur ensemble une hausse notable, à l'heure où la question des débouchés a pris pour la plupart de pays européens une importance particulière. Tout au plus peut-on sans doute envisager la fermeté des prix, à la faveur d'une reprise économique générale, et de diverses mesures récemment intervenues (relèvement des droits de douane, des tarifs de transport...). Mais il en va tout autrement pour les prix des denrées agricoles, dont la baisse

(1) Pondérée d'après l'importance des populations.

anormale, de près de 20 % dans le courant de l'année dernière, est due à des circonstances exceptionnelles, très défavorables à l'agriculture. Est-il possible d'escompter, dans notre pays, où l'on s'efforcera de conserver à l'agriculture sa place essentielle, une disparité considérable comme celle qui a existé en 1927, et encore actuellement entre les prix industriels et les prix agricoles. Elle a été d'ailleurs notablement résorbée depuis quelques mois. On pourrait, croyons-nous, considérer plutôt comme une moyenne normale des prix des denrées alimentaires, au taux monétaire actuel, et dans des conditions agricoles moyennes, leur niveau d'ensemble du début de l'année dernière, à 10 ou 15 % environ au-dessus du niveau actuel, à environ six fois les prix d'avant-guerre. L'on tient compte dans cette indication très approximative (1) du niveau actuel moyen des prix industriels français et européens et des conditions particulières à l'agriculture française à l'époque présente. On remarquera encore que les exemples de pays, où l'on a constaté un écart considérable et prolongé entre les niveaux des produits industriels et agricoles, sont assez rares, et lorsque ce fait se produit, il conduit assez rapidement à une situation dangereuse, à laquelle on s'efforce de porter remède : situation dangereuse au point de vue de la prospérité et de l'avenir de l'agriculture, ou encore au point de vue social, ou politique, ou même au point de vue du ravitaillement de la population urbaine. L'on en a eu de nombreux exemples, notamment dans les années récentes, en Russie et également, quoique de façon moins marquée, aux États-Unis.

Le retour des denrées agricoles à un niveau plus normal pourra, bien entendu, améliorer la prospérité rurale et, par là, concourir à un regain de l'activité générale. Il pourra aussi, en ce qui concerne le niveau boursier, profiter plus particulièrement à des groupes particuliers de valeurs. Mais il y aura là, d'une façon générale, plutôt une gêne pour l'industrie française. En conséquence, et si l'on admet qu'une hausse importante et durable des prix industriels apparaît très improbable, il s'ensuit que le mouvement *immédiat* des prix ne semble pas, dans le cas d'une stabilisation monétaire au taux actuel, pouvoir constituer un levier de quelque puissance sur le niveau des valeurs mobilières.

C'est bien entendu une toute autre question que celle de savoir si l'adaptation des valeurs mobilières au niveau actuel des prix est complètement réalisée. On peut penser qu'elle est loin d'être faite, et que, pour de nombreuses entreprises, il reste actuellement une marge notable dans la distribution possible des dividendes. Autrement dit, la politique actuelle des sociétés est particulièrement prudente à divers points de vues. On le sait bien. Mais nous ne croyons pas qu'ainsi posée, et limitée à l'étude de deux éléments, niveau des prix et des revenus distribués ou des cours, la question soit susceptible de conduire à une analyse vraiment féconde. Que l'on suppose simplement, sans même parler de crise industrielle, une stagnation des affaires au niveau de décembre 1927, prolongée pendant quatre ou cinq ans. Il est loin d'être sûr, ni même probable, que l'on verrait s'accroître le niveau des dividendes ; il est possible que sous le poids des charges considérables imposées par les

(1) Et de caractère strictement personnel.

salaires, les impôts, les nouvelles lois sociales, etc... accablant alors les entreprises, l'on voit le niveau des dividendes rester immobile, puis fléchir. De sorte que l'on pouvait presque dire, en décembre 1927, que, les conditions restant inchangées, l'adaptation des dividendes au niveau actuel des prix était peut-être dépassée. Opinion qui pourrait être « mathématiquement » exacte, mais en réalité tout à fait paradoxale. Car l'évolution de l'activité économique a nécessairement ici son mot à dire : l'on n'arrêterait pas impunément le rythme du développement industriel sans agir par répercussion sur de nombreux facteurs. L'on voit par là combien le champ des faits économiques apparaît complexe, et combien il est illusoire de vouloir isoler un facteur unique, pour en étudier séparément l'influence. Le « toutes conditions égales d'ailleurs », cher aux mathématiciens, apparaît à l'économiste plutôt décevant. Les définitions rigides et le choix d'un nombre de variables limité permettent assurément une simplification apparente des questions, mais la prévision économique se révèle infiniment plus délicate qu'un problème de pure analyse mathématique.

Peut-on envisager le mouvement plus lointain des prix mondiaux ? De nombreuses controverses ont été engagées à ce sujet, et des vues parfois contradictoires ont été exposées. On a dit qu'une graduelle redistribution de l'or, longtemps stocké aux États-Unis, serait le signal d'une régulière appréciation du métal jaune, donc d'un mouvement lent de baisse des prix dans le monde. On a dit aussi, inversement, que l'or réduit au rôle de monnaie d'appoint internationale, presque immobile, et déchu de plus en plus de son ancien prestige de monnaie intérieure, circulante, perdrait naturellement une part de sa valeur. Enfin, d'autres facteurs pourront agir : de nouveaux progrès dans le mécanisme moderne du crédit ainsi que dans la vitesse de circulation monétaire (1), un changement notable dans le rythme de production de l'or, etc... Sur ce dernier point on n'oubliera pas que le triplement de la production annuelle de l'or, qui s'est placé approximativement entre 1844 et 1856, s'est accompagné d'une hausse de 20 % environ des prix mondiaux (30 % environ pour la France); de même, une hausse de 45 % environ de la production annuelle de l'or de 1895 à 1910 a coïncidé avec une hausse des prix mondiaux de 30 % environ (32 % en France); les fluctuations de la production d'or ne constituent d'ailleurs qu'un des éléments pouvant expliquer les hausses des prix précédentes. Enfin, si le progrès industriel doit être une des caractéristiques des temps modernes, c'est vers l'abaissement graduel des prix que l'on pourrait aller, en même temps que vers l'extension corrélatrice des débouchés et du pouvoir de consommation général, mais l'on peut tout aussi bien, ici, concevoir que les prix des matières et des denrées resteraient fixes tandis que le niveau des salaires et profits s'élèverait graduellement. Toute anticipation semble donc ici très hasardée. Peut-être les différents facteurs pourront-ils neutraliser leurs effets, ceci d'autant plus que l'action modératrice du crédit, habilement manié, sera sans doute d'atténuer autant que possible les oscillations et même les mouvements de tendance des prix ?

Au cours du siècle écoulé, les variations du pouvoir d'achat de l'or sont res

(1) L'on devrait faire intervenir aussi le système des ventes à tempérament ou tout autre régime d'hypothèque raisonnable des revenus.

tées dans des limites moins étendues qu'on ne le croit parfois; on en aura une idée par les chiffres suivants : les indices des prix-or (sur la base 100 en 1901-10) de la France, de l'Angleterre, des États-Unis, de l'Allemagne et de l'Italie ont varié, dans la période 1825-1913 entre 75 au plus bas (indice américain en 1896) et 166 au plus haut (indice américain en 1866 après la guerre de Sécession); depuis 1921 le maximum précédent n'a été que très exceptionnellement dépassé. Si donc on fait abstraction de la période exceptionnelle 1916-20 de la guerre et de la crise économique mondiale qui l'a immédiatement suivie, on voit que les prix-or des cinq nations examinées ont oscillé depuis un siècle entre les niveaux de 75 et de 165 environ, soit de 45 points ou 37 % de part et d'autre du niveau moyen de 120.

Peut-être dans le siècle qui s'ouvre, les fluctuations des prix seront-elles encore plus réduites et surtout plus lentes; elles pourraient ne plus être alors, au milieu de la prospérité économique, qu'un facteur assez secondaire venant agir sur les valeurs mobilières : simple possibilité, sur laquelle il peut être utile pourtant d'attirer l'attention.

Rappelons encore qu'un mouvement lent de baisse des prix peut fort bien coïncider avec un développement industriel considérable : c'est ce qui s'est produit, par exemple, comme on l'a déjà indiqué, d'une façon assez générale dans le monde entier de 1870 à 1896, ou encore aux États-Unis, du début de 1925 jusqu'au milieu de l'année 1927.

L'équilibre budgétaire. — Le fardeau fiscal. — La stabilisation monétaire.

Dans des travaux antérieurs, nous avons montré que, dès décembre 1927 l'on pouvait, au niveau économique d'alors prévoir, d'après les principaux indices, que les recouvrements des impôts indirects viendraient sensiblement, au début de 1928, ratifier les évaluations budgétaires. Ajoutons que, les évaluations ayant été très prudemment établies pour les impôts directs, des résultats favorables seront vraisemblablement enregistrés de ce côté ultérieurement.

Depuis lors, la reprise industrielle s'étant poursuivie et les prix ayant accusé une grande fermeté, l'on s'explique les notables excédents déjà enregistrés, et qui seront vraisemblablement confirmés dans les mois prochains.

Il semble donc que, dans le cas où la reprise industrielle se consoliderait dans le cours de l'année, un « super-équilibre » budgétaire se trouverait solidement assuré et viendrait permettre la solution, au moins partielle, des problèmes très délicats restés en suspens.

L'on devra tenir compte que, au niveau monétaire et économique actuel, la charge fiscale constitue pour l'ensemble de la nation et particulièrement pour l'industrie, en n'oubliant pas de tenir compte pour l'avenir des nouvelles lois sociales récemment votées, un fardeau extrêmement lourd.

Seule, une large expansion des affaires pourra le rendre supportable. Car des allègements fiscaux ne sont pas à escompter dans un avenir prochain. Les excédents de recettes qui pourraient survenir, ou encore les disponibilités budgétaires pouvant correspondre à quelque relâchement de l'effort d'amortissement, seront nécessairement absorbés par divers chapitres de dépenses

de l'État, dont la compression actuelle ne peut être maintenue. Les économies possibles ne constituent qu'une masse très faible à côté des accroissements de dépenses inéluctables. Le budget actuel n'est qu'un budget d'attente, nullement adapté au train de vie indispensable d'une nation active. On le verra bien lorsqu'il s'agira de mettre en équilibre le budget de 1929.

Assurément, dans un avenir plus lointain, de notables réductions budgétaires pourront intervenir d'une façon presque automatique, notamment par la conversion normale d'une fraction importante des fonds d'État, ou par l'extinction graduelle des pensions de guerre (après que celles-ci auront été portées à leur niveau définitif).

Au sujet des conversions, on observera que pour les fonds d'État (ou titres donnant lieu à annuités budgétaires) prochainement convertibles, une conversion générale à 5 % réduirait la Dette publique de plus d'un milliard (environ 1 milliard 100 millions), une conversion ultérieure à 4 % entraînerait une nouvelle réduction de 1 milliard 500 millions. Des allègements budgétaires de plus de 2 milliards et demi peuvent être ainsi escomptés, et peut-être dans un avenir moins éloigné qu'on ne le croit parfois. Dès à présent un certain nombre de ces fonds sont libres de toute clause de conversion (c'est le cas des bons du Trésor 7 % 1926, des quatre cinquièmes environ des titres de sinistrés, des obligations de la Défense nationale, des obligations de la Caisse autonome). Un allègement de l'ordre (approximatif) de 250 millions pourrait intervenir ainsi dans un délai rapproché. A partir de 1931, une partie importante des fonds d'État devient convertible (à l'exception de la plupart des titres du Crédit National, convertibles en général de 1932 à 1934, des bons du Trésor 5 % 1924, dont le remboursement se termine en 1934, et des bons 7 % 1927 convertibles en 1932). C'est le cas notamment des rentes 5 % 1915-16, 6 % 1920 et 6 % avril 1927 amortissables, qui représentent à elles seules une annuité de plus de 3 milliards et demi.

Il y a lieu, par contre, de tenir compte de l'achèvement des reconstitutions qui pourra se traduire par une surcharge budgétaire de l'ordre de 500 millions. Mais une annuité équivalente peut devenir disponible, après la stabilisation légale, du fait de la disparition de la plus grande partie de la dette de l'État envers la Banque de France. Ajoutons que la stabilisation légale s'accompagnera de conventions entre la Banque et l'État, qui pourront être sans doute avantageuses pour l'une et pour l'autre.

Enfin, on remarquera que, dans quelques années, le recours aux emprunts étant clos, et les émissions de titres d'annuités décennales ou trentenaires remis aux sinistrés étant achevés (ceci en 1929; maximum des annuités en 1930) (1), les importants amortissements inscrits au budget prendront leur pleine valeur; un allègement régulier pourra intervenir dans les années suivantes.

L'effet des réductions fiscales qui pourront survenir dans l'avenir, tant en faveur des sociétés industrielles que des valeurs mobilières, auront évidemment une répercussion importante sur ces dernières. Dans l'appréciation que l'on peut formuler sur l'avenir des taux de capitalisation, l'on devra tenir compte

(1) Régime prévu pour le budget de 1928 et évidemment modifiable.

de ces perspectives. Mais celles-ci peuvent apparaître encore lointaines. Les plus intéressantes et les moins éloignées peut-être sont celles qui pourraient découler d'un progrès important de l'activité économique. C'est évidemment là, et là seulement, que réside l'espoir d'une atténuation rapide des fardeaux issus de la guerre.

En résumé, la stabilisation monétaire au taux actuel (en supposant le maintien de tous les engagements nominaux de l'État), apparaît comme une solution « au plus juste », tous les problèmes, toutes les difficultés ne pouvant être résolus que « de justesse ». Les tendances législatives, en ce qui concerne les questions fiscales, ainsi que la tendance déjà nettement affirmée de la jurisprudence sont et resteront vraisemblablement extrêmement sévères dans les années prochaines. L'on devra en tenir compte dans les déductions que l'on croirait pouvoir tirer d'un remaniement des bilans consécutif à la stabilisation monétaire (1); et également lorsqu'on essaiera de transposer l'enseignement qui se dégage des mouvements boursiers des pays voisins.

Le niveau des salaires. — Capital et travail.

Dans une période de développement et de prospérité, comme celle que nous avons laissé entrevoir, il y aura place sans doute à la fois pour des salaires élevés, une amélioration générale du pouvoir de consommation, et une large expansion des capitaux. L'on peut penser qu'une part de plus en plus importante de la propriété capitaliste se trouvera répartie dans l'avenir en un nombre de mains de plus en plus grand. S'il n'en était pas ainsi, la part relative des profits revenant au capital pourrait devenir de plus en plus limitée. Une stagnation industrielle, dans la période qui s'ouvre, sans même parler de crises économiques, pourrait se répercuter plus durement sur les capitaux que dans les périodes antérieures.

On comprend que l'évolution des rapports entre capital et travail, particulièrement marquée depuis un quart de siècle, a des chances de se poursuivre rapidement dans la période qui s'ouvre.

A ce point de vue, le développement industriel apparaît encore comme une condition particulièrement importante de la prospérité boursière.

Le facteur politique.

La statistique des opinions, insuffisamment connue en dehors des consultations générales, ne peut permettre ici une prévision raisonnée. Pourtant il est bien clair qu'une continuité politique plus ou moins complète, l'existence d'une majorité gouvernementale plus ou moins solide, sont en relation étroite avec la consolidation de la situation économique et la solution des divers problèmes restés en suspens.

On voit combien le statisticien se trouve désarmé devant l'appréciation à porter sur certains éléments, pourtant des plus importants.

(1) Sur la question complexe du remaniement des bilans nous nous permettons de rappeler, parmi les nombreuses études récemment parues, les articles de M. Jules Perquel dans le supplément du *Capital* (janvier et février), un article de M. Édouard Julia dans l'*Information financière* du 24 janvier, et un ouvrage récent de M. J. MABIT : *La restauration monétaire et les bilans* (Hachette).

L'abondance des disponibilités liquides.

C'est un facteur dont l'on joue souvent dans les chroniques financières. Il n'a pourtant qu'une valeur assez conditionnelle.

Il semble prouvé que ce n'est pas forcément la quantité de monnaie existante qui agit mécaniquement sur les prix et conditionne étroitement le niveau des valeurs. L'importance extrêmement variable de la thésaurisation suffirait à le montrer. Remarquons d'abord qu'il est assez difficile d'évaluer le montant réel des disponibilités, en raison des sources nombreuses qui viennent l'alimenter, et qu'il est impossible d'évaluer le niveau, même approximatif, de la thésaurisation. De plus, le crédit bancaire tient en permanence à la disposition des hommes d'affaires et des spéculateurs, sous forme d'escompte, d'avances sur nantissement de titres, etc..., des disponibilités latentes, toujours à portée. Ce sont ici surtout les facteurs psychologiques, sur lesquels se base d'ailleurs essentiellement le maniement de l'escompte et du crédit, qui viennent agir. En réalité, ce qui crée la hausse ou la baisse des valeurs, c'est la croyance généralisée qu'il est avantageux ou non, pour un ensemble de causes, d'échanger la monnaie contre ces valeurs. On examinera avec profit à ce sujet l'enseignement des faits : la période, qui précède le déclenchement des crises économiques, est caractérisée par le resserrement monétaire (taux d'intérêt élevés) (1), l'étroitesse des disponibilités, et cependant un niveau généralement très élevé des valeurs à revenu variable; par contre, la période parfois prolongée qui termine la liquidation des crises a des caractéristiques inverses des précédentes : facilité de l'argent, disponibilités abondantes, niveau déprimé des valeurs à revenu variable. Assurément, dans ce dernier cas par exemple, de larges disponibilités peuvent intervenir à leur tour pour faciliter une reprise rapide des valeurs, lorsque le moment en est venu. Il n'en est pas moins vrai qu'elles ne constituent généralement pas le facteur véritable légitimant ou déclenchant les déplacements profonds des cours. Rien n'empêche les disponibilités d'être thésaurisées ou d'aller s'investir vers telle ou telle sorte de valeurs, ailleurs par exemple que vers la Bourse, si le terrain boursier semble peu propice. L'on en connaît de nombreux exemples.

L'on peut aisément concevoir, théoriquement tout au moins, une réappréciation boursière générale sans qu'il intervienne la moindre disponibilité liquide : puisque les échanges boursiers peuvent se traiter par simples virements ou jeux d'écritures, et se ramener par suite à une sorte de « troc ». Pour envisager théoriquement un mouvement très prolongé, ou même indéfini de hausse, il est même superflu de faire appel à l'abondance des disponibilités.

Toutefois il est bien évident que la croyance générale aux effets de l'abondance monétaire suffit à provoquer ces effets, tout au moins provisoirement, en amenant la spéculation à les escompter. D'autre part, le gonflement du niveau boursier, attirant les capitaux jusque-là cachés ou immobiles, s'accompagne d'un apport réel de capitaux nouveaux, et d'une plus grande mobilité de ces derniers : il facilite une véritable création de crédits nouveaux, et d'affaires nouvelles, apporte un soutien non négligeable aux sociétés indus-

(1) Sauf pour les valeurs à revenu variable.

trielles et favorise le développement économique général. Une Bourse active et ferme est par là très certainement des plus utiles au pays. C'est là une constatation indéniable et des plus importantes, mais c'est aussi sans doute une raison de plus pour éviter les véritables excès et les chocs en retour.

Si l'on doit observer attentivement les fluctuations et les tendances du crédit bancaire, il semble que l'on doive se méfier de tout entraînement irréfléchi basé sur des facteurs particuliers dont le caractère de durée peut apparaître très incertain.

Assurément l'afflux de capitaux étrangers, coïncidant avec des conditions générales très favorables peut porter le niveau boursier à des hauteurs exceptionnelles. Mais le présent travail est destiné à fournir des éléments d'appréciation à la spéculation à long terme, indépendamment des causes dont l'effet et la durée sont aléatoires et souvent éphémères.

La solidarité des mouvements boursiers dans le monde.

(Voir le graphique n° 13.)

L'examen des mouvements boursiers dans les principales nations du monde demanderait à elle seule une étude complète et nécessairement étendue. Nous nous bornerons ici à quelques indications :

Si l'on examine les indices-or des cours des valeurs à revenu variable, pour une quinzaine de nations pour lesquelles on possède des indices mensuels ou trimestriels régulièrement publiés, on peut en dégager quelques constatations intéressantes :

On signalera, en relation avec le développement économique remarquable qui s'est poursuivi depuis la guerre dans un grand nombre de nations hors d'Europe, le niveau extrêmement élevé atteint par les valeurs mobilières aux États-Unis (indice 258 en janvier 1928) et au Canada (indice 421 en janvier 1928) (1).

Pour l'Europe, on observe, que, pour sept nations, France, Allemagne, Belgique, Suède, Pays-Bas, Tchécoslovaquie, Norvège, les cours-or des valeurs sont parvenus en 1927 à des niveaux grossièrement comparables, aux alentours de la valeur 55 ou 60 pour l'indice sur la base 100 avant guerre (2). Bien que le mode de calcul des divers indices diffère notablement, suivant les pays, on peut voir dans le fait précédent autre chose qu'une rencontre fortuite : il traduit peut-être une certaine similitude de l'effet des charges issues de la guerre sur le niveau boursier. On observe, de plus, une certaine solidarité des fluctuations des valeurs dans les divers pays d'Europe. Nous en avons donné précédemment (voir page) un exemple remarquable en 1926-27 pour la France, la Belgique, l'Allemagne et l'Italie.

Les valeurs allemandes (3) poursuivent depuis 1924 leur marche générale ascensionnelle, particulièrement marquée de 1925 à 1927, et qui pourra se continuer, en relation avec le développement économique. Mais trois hausses

(1) États-Unis : indice du *Wallstreet Journal* pour 20 valeurs industrielles. Canada : indice publié par la Société des Nations.

(2) Toutefois des divergences notables se sont accusées à nouveau en 1928 : principalement, Bruxelles et Paris manifestent un optimisme exceptionnel.

(3) D'après les indices du *Wirtschaft und Statistik*.

rapides et générales, nettement prématurées, s'y sont succédé : au début de 1924, au début de 1925 et en avril 1927 ; elles ont été suivies chaque fois d'une baisse profonde : 55 % environ en 1924, 40 % en 1925, 30 % en 1927. Le niveau déprimé de novembre 1927 n'est supérieur que de 10 % à celui de février 1924. Une reprise de l'ordre de 10 % s'est manifestée depuis lors. Assurément la baisse survenue en 1927 doit être attribuée surtout à la restriction rigoureuse des crédits bancaires. Mais l'étude des revenus distribués, dans ces dernières années (1), montre de façon manifeste que le niveau boursier allemand, dans son mouvement général, a été en réalité étroitement conditionné par la « rentabilité » réelle des entreprises. C'est là sans doute l'enseignement le plus intéressant qui s'en dégage.

Dans les Bourses italiennes, les mouvements des valeurs ont été très modérés. Que l'on observe les indices boursiers du professeur Bachi, ou ceux du professeur Ottolenghi, ou ceux de la Chambre de Commerce de Milan, on constatera que les niveaux-or en fin 1927 sont encore nettement inférieurs à ceux qui ont été atteints en 1925. Une hausse modérée des valeurs s'est placée dans le second semestre 1927, lorsque la politique de revalorisation a paru être abandonnée. Après la stabilisation légale, en fin décembre 1927, le marché des valeurs s'est nettement raffermi, mais la hausse générale d'après les indices Bachi ne ressort qu'à 4,3 % de fin novembre à fin décembre : elle est à peine supérieure au décalage monétaire survenu dans l'intervalle, la stabilisation s'étant faite avec une dévalorisation de 3 1/2 % environ par rapport au niveau monétaire de novembre ; si bien que, de fin novembre à fin décembre, l'indice-or du niveau boursier est resté sensiblement stationnaire. Le mouvement de hausse de décembre semble avoir été favorisé surtout par l'étranger : le public italien s'est montré fort réservé. Si l'optimisme est de mise en ce qui concerne l'avenir plus lointain des Bourses italiennes, il semble que l'on ait attendu alors les résultats des bilans de 1927, qui ne paraissaient pas pouvoir légitimer une véritable envolée boursière. Par la suite, les résultats de l'exercice 1927, ont commencé à être connus : il semble qu'ils aient accusé généralement une baisse assez faible des dividendes antérieurs et parfois le maintien de ces derniers ; résultat assez remarquable après l'énergique effort de revalorisation et d'adaptation des prix antérieurement poursuivi. La Bourse s'est montrée nettement optimiste en fin janvier, la hausse d'ensemble ressortant dans le mois à 5 % environ (d'après les indices Bachi) ; elle a très légèrement fléchi depuis lors.

Ici encore, le niveau des revenus distribués a joué, semble-t-il, un rôle de premier plan.

L'exemple belge est très différent en raison de la hausse considérable survenue à Bruxelles dans les tout derniers mois (2). D'après les indices boursiers du *Moniteur des Intérêts matériels* de Bruxelles, depuis 1923, le niveau-or des valeurs oscille dans des limites assez restreintes (moyennes annuelles 67, 68 et 57 en 1923, 1924 et 1925), sauf toutefois en 1926 (niveau moyen 43 ; 35 en août), où l'on enregistre des niveaux-or notablement plus bas en raison

(1) Étude assez délicate, que nous pourrions exposer dans des travaux ultérieurs.

(2) Au moment où nous écrivons, les indices de février 1928 du *Moniteur* sont connus depuis quelques jours seulement ; les indices précédents datent du 1^{er} novembre 1927.

du décalage rapide des changes, que les prix et les autres valeurs ne suivent qu'avec un certain retard. Le niveau-or revient d'abord, en 1927, après la stabilisation monétaire définitive, à des valeurs analogues à celles des années antérieures (62 en mai, 69 en novembre 1927, contre 68 en 1924). Si d'autre part on examine les indices des divers groupes de valeurs en novembre 1927, la hausse apparaît alors encore plus modérée pour la plupart d'entre eux. Sauf pour quelques groupes, comme les Trusts de Tramways et électricité, les Coloniales, les Immobilières, les Glaceries qui ont été poussés très rapidement par la spéculation, et sont parvenus alors à un niveau exceptionnellement élevé, le niveau-or est en novembre 1927 encore très inférieur à celui de 1924 (indice 40 contre 48 en 1924 et 53 en 1922 pour l'ensemble de sept groupes principaux, non compris les quatre groupes précédents). Mais la situation est entièrement changée après la hausse très importante des tout derniers mois : d'après les indices de février 1928 du *Moniteur*, le niveau-or général ressort à cette date à 84, soit 22 % de hausse depuis novembre (contre 19 % pour la Bourse de Paris de fin novembre à fin janvier, et 15 % de novembre à février). De plus, la hausse s'est étendue à Bruxelles presque indistinctement à tous les groupes : pour l'ensemble des sept groupes ci-dessus examinés, la hausse ressort à 24 %. Hausse prématurée et escomptant peut-être trop hardiment l'avenir : l'on pourra à ce sujet se référer à l'opinion de plusieurs critiques belges et à certaines déclarations récentes de personnalités particulièrement autorisées (1).

Nous ne disposons pas d'une documentation suffisamment étendue et précise sur l'évolution des revenus distribués et des taux de capitalisation en Belgique, pour établir entre Bruxelles et Paris des parallèles tout à fait sûrs. De la comparaison des graphiques boursiers du niveau-or des valeurs (voir notamment le graphique ci-après n° 13), faite sur une période très étendue, de 1919 à nos jours (2), il semble ressortir que la Bourse de Paris ne soit pas loin de s'être montrée aussi optimiste que la Bourse belge. On comprendra mieux encore la portée de cette observation, si l'on ajoute que la dépréciation du franc belge, plus accentuée que celle de notre franc, a mis l'industrie belge au moins d'une façon passagère dans une position sans doute plus favorable que la nôtre pour traverser une période de réadaptation délicate; l'on n'oubliera pas que les questions fiscales ne se présentent pas tout à fait en Belgique avec la même rigueur que dans notre pays.

L'examen attentif des mouvements boursiers dans les pays voisins montre bien, en définitive, l'importance du facteur « capitalisation ». Le spéculateur français peut en tirer pour lui-même des conseils très nets de modération et de prudence. La croyance, quelque peu « mystique », aux effets magiques de la stabilisation monétaire, considérée en elle-même, apparaît, après quinze mois de stabilité monétaire de fait et dans les conditions actuelles, par trop simplifiée.

(1) Voir notamment les déclarations récentes du gouverneur de la Banque Nationale de Belgique.

(2) Il est particulièrement indispensable de faire les comparaisons entre graphiques d'indices boursiers sur une longue période, pour pouvoir éliminer le plus possible les différences qui proviendraient uniquement du mode de calcul des indices, de leur composition, etc...

Le mouvement des revenus distribués.

La hausse rapide des revenus distribués qui s'est poursuivie presque sans arrêt depuis la fin de 1922 (l'indice passe de 132 à 270 de décembre 1922 à avril 1927) a paru arrêtée à partir d'avril 1927. Dans les cinq derniers mois, les dividendes (annoncés ou prévus) en hausse l'ont légèrement emporté, pour le portefeuille de 288 valeurs examiné, sur les dividendes en baisse; il s'en est suivi une hausse d'ensemble de 2 % environ de l'indice du revenu dans cet intervalle. Il est probable que ce mouvement, qui se poursuit actuellement, et dont la cadence est, comme on le voit, très ralentie, pourra se continuer au cours de l'année 1928, et que la crise d'adaptation de 1927 passera en somme presque inaperçue en ce qui concerne le niveau des revenus distribués. Une constatation du même ordre avait été faite lors de la crise de 1920-21. Elle traduit la très grande prudence de gestion des grandes sociétés françaises, au cours de la période troublée d'après-guerre. Elle est une preuve du « volant » considérable qui existe à l'état latent dans les distributions possibles des dividendes pour l'avenir (1), à condition que les années qui viennent soient marquées par une certaine continuité politique et par une notable expansion économique.

Les taux de capitalisation.

On a examiné précédemment l'historique des taux d'intérêt depuis 1825 et, plus particulièrement, celui des taux des valeurs à revenu variable depuis 1860. On a vu que ces derniers se sont maintenus d'une façon générale de 1860 à 1913, à un niveau un peu plus élevé (1 ou 1/2 % au-dessus) que les taux des valeurs à revenu fixe, l'écart s'étant peu à peu résorbé de 1860 à 1913; on peut dire qu'il n'existait plus en 1913.

Mise à part la tension importante qui a suivi l'année 1871, le mouvement général des taux des valeurs à revenu variable est caractérisé par une détente presque continuelle de 1860 à 1895. D'un peu plus de 6 % en 1860 les taux sont ramenés au voisinage de 5 % vers 1880 et de 4 % vers 1895. De 1895 à 1913 ils s'écartent peu de 4 %.

Après 1913 le taux des valeurs à revenu fixe dépasse pour la première fois celui des valeurs à revenu variable et s'élève presque sans arrêt jusqu'en 1925-26 (9,97 en novembre 1925 et 9,49 en fin juillet 1926), tandis que celui des valeurs à revenu variable oscille entre les limites peu distantes de 3 et 4 % assez rarement franchies (2). Le taux moyen des valeurs à revenu variable de 1919 à 1927 ressort à 3,60 environ. Depuis juillet 1926 le taux des valeurs à revenu fixe s'abaisse rapidement (8,08 en fin novembre 1926, 6,49 en septembre 1927, 5,64 en fin janvier 1928), tandis que celui des valeurs à revenu variable oscille à des niveaux assez bas (compris entre 3,70 en décembre 1926 et 2,98 en fin janvier 1928).

(1) Plusieurs observations ont été faites antérieurement à ce sujet : notamment à propos du remaniement des bilans consécutif à la stabilisation monétaire, et au sujet des réserves qui s'imposeraient si l'on envisageait pour l'avenir une stagnation économique prolongée.

(2) Notamment, le taux moyen n'est que rarement descendu au-dessous de 3 % et seulement pour de courts intervalles de temps : six mois en 1920, deux mois environ en 1924, quelques jours seulement au cours de la période de hausse de fin janvier 1928, et enfin au moment même où nous écrivons.

Que penser de l'avenir? Verra-t-on les taux des valeurs à revenu fixe redescendre rapidement vers des valeurs voisines de celles d'avant-guerre ($3\frac{3}{4}\%$ environ en 1913)? Verra-t-on les taux des valeurs à revenu variable se tendre sensiblement, dépasser à nouveau, comme avant la guerre, ceux des valeurs à revenu fixe, et se maintenir par exemple aux environs de 4% , comme pendant la période des quinze années précédant la guerre?

Trop de facteurs interviennent ici pour que des anticipations aussi lointaines paraissent possibles. Toutefois certaines observations semblent pouvoir être faites :

Des taux d'intérêt élevés ne sont sans doute pas indispensables pour attirer les capitaux vers les placements en valeurs à revenu variable. La baisse presque régulière des taux depuis 1860 (mise à part la pointe de 1872 due à des circonstances exceptionnelles) en est sans doute une preuve. Assurément, l'attrait pour les placements industriels s'explique après la guerre en raison de la dépréciation monétaire et de la hausse des prix. Mais il se peut que cet attrait subsiste dans l'avenir par suite du développement économique d'une part, de la réduction graduelle des charges fiscales d'autre part. La génération actuelle qui a vécu des périodes bouleversées et en conservera peut-être le goût du risque, s'intéressera sans doute davantage que la précédente aux placements industriels. La diffusion de plus en plus grande de l'instruction, de la documentation financière et économique y concourront peut-être. L'on pourrait ainsi envisager le maintien de taux de capitalisation assez bas.

Par contre, n'exigera-t-on pas des valeurs à revenu fixe pour des raisons presque inverses, des taux d'intérêt notablement plus élevés? Il apparaît en tous cas bien incertain que l'on revoie de sitôt les taux très déprimés atteints vers 1896-1897 (Rente 3% , 2,90, valeurs à revenu fixe 3,22, en 1897). Mais l'influence du mouvement général des prix est ici trop importante pour que la moindre prévision lointaine soit réellement possible.

Si l'on se limite à l'avenir immédiat, nous croyons que l'on pourra voir se continuer un certain nombre d'années les oscillations des valeurs à revenu variable entre les taux de 3 et 4% environ ou même, un peu plus bas et dans un intervalle, un peu plus resserré, entre $2\frac{3}{4}$ et $3\frac{1}{2}\%$ approximativement(1), au moins dans les deux ou trois années prochaines. Quant au taux des valeurs à revenu fixe, il nous semble pouvoir revenir très prochainement aux environs de 5% et, dans un délai plus court qu'on ne le croit généralement, aux environs de 4% .

* * *

Avant d'essayer quelques conclusions d'ensemble, nous ajouterons que la documentation statistique sur les valeurs mobilières trouve une de ses utilisations principales dans la *sélection possible à un moment quelconque entre les divers groupes de valeurs*. Cette sélection se base essentiellement sur l'analyse historique et actuelle des taux des divers groupes (2). Il y a là une technique

(1) Ces taux étant valables avec le mode de calcul utilisé ici des revenus (dividendes nets distribués, annoncés ou prévus).

(2) Voir, à titre d'exemple, les graphiques ci-après, nos 7 à 12, qui traduisent, de 1919 à 1928, les variations des cours, des revenus et des taux pour six groupes particuliers de valeurs : Banques, matériaux de construction, chemins de fer, produits chimiques, électricité, valeurs étrangères.

nouvelle, soumise depuis quelques années à des essais intéressants, actuellement poursuivis : elle pourra donner lieu à des exposés ultérieurs.

Conclusions.

Si l'on voulait essayer de chiffrer certaines des indications précédentes, on pourrait raisonner comme suit. Si l'on suppose que l'indice du revenu poursuive en 1928 sa marche lentement ascendante, il pourrait parvenir en fin d'année à la valeur approximative de 290. Appliquant à celle-ci les limites précédemment indiquées pour les taux de capitalisation de $2\frac{3}{4}$ et $3\frac{1}{2}$ % (et partant du taux de 3,78 avant guerre pour le portefeuille examiné), l'on aboutit aux limites de 398 et 313 environ pour l'indice des cours.

La limite supérieure ci-dessus indiquée de 398 est située à 20 % environ au-dessus des cours de fin février (indice 334). Il ne s'agit pas, bien entendu, de fixer au mouvement boursier des barrières formelles, mais seulement d'indiquer une limite très approximative de mouvements assurément très poussés, mais qui ne paraîtraient pas absolument déraisonnables, dans les conditions actuelles du marché monétaire, en supposant réunies un ensemble de circonstances favorables. Nous n'en considérons pas moins le récent mouvement de hausse comme prématuré, parce que basé sur des éléments favorables à peine dessinés et dont l'avenir est encore très incertain. De plus, en supposant atteint, dans un avenir peu éloigné, le « plafond » ci-dessus indiqué, une stagnation boursière très prolongée devrait être alors envisagée, sans parler des reculs possibles.

Le concours de circonstances ci-dessus envisagé pourrait être le suivant : élections consacrant la continuité politique et financière et une large majorité gouvernementale, stabilisation monétaire (au taux actuel) assurée, fermeté des prix, aucune tension notable du marché monétaire, le maintien d'une certaine stabilité économique dans le monde, etc..., et avant tout *l'accentuation et la consolidation de la reprise économique*.

Mais bien entendu toutes les pointes spéculatives très marquées pourront être fort dangereuses pour la spéculation à court terme. Des reculs importants pourront être enregistrés si tous les facteurs escomptés ne poursuivent pas d'une façon continue au cours de cette année leur marche favorable. On doit comprendre que ce n'est pas au moment où la plupart des Bourses du monde manifestent un optimisme exceptionnel (1), que l'on peut se laisser aller à une confiance sans réserve. S'il ne semble pas exister actuellement un risque sérieux de crise économique mondiale, la détente extrêmement profonde des principaux marchés monétaires peut apparaître quelque peu prématurée et instable (2). Le risque ultérieur d'une crise boursière mondiale ne peut pas, en conséquence, être exclu. L'on n'oubliera pas, de plus, que, pour notre pays, le marché monétaire est dans la dépendance des nécessités du redressement

(1) L'Allemagne et l'Italie doivent être mises à part.

(2) On se rappellera que l'expansion du crédit aux États-Unis en 1927 a eu surtout pour résultat de favoriser la spéculation boursière beaucoup plus que de venir en aide à l'industrie et au commerce et qu'un revirement de ce côté déjà dessiné pourra s'accentuer dans un avenir un peu plus lointain.

financier, de l'achèvement des reconstitutions et aussi de la reprise économique ultérieure.

Enfin, il est essentiel d'observer que les valeurs françaises à revenu variable ont vraisemblablement, si l'on sait regarder assez loin devant soi, un fort bel avenir, sous condition que l'expansion économique se continue dans les années à venir au rythme que l'on peut raisonnablement escompter. C'est pourquoi nous croyons que, malgré les risques indéniables de la période actuelle, la spéculation à long terme ne devra pas hésiter à prendre une solide position sur les valeurs à revenu variable. Peut-être fera-t-elle bien d'observer avec calme les événements, sans se croire obligée, au milieu d'un optimisme exceptionnel, de prendre position avec trop de hâte. Ajoutons que le choix extrêmement attentif des valeurs s'impose évidemment.

* * *

Pour terminer cet exposé, nous répéterons que le moment actuel (15 mars) apparaît peu propice à un essai du genre de celui-ci. Tout ce qui est indication « d'actualité » doit être nécessairement, dans la période actuelle, remis à jour fréquemment, et le présent travail se trouvera en partie périmé avant même que d'avoir paru.

Nous avons voulu surtout proposer une méthode plutôt que de fixer un schéma d'avenir ou même seulement un « instantané » tout à fait au point de la situation économique et boursière.

D'ailleurs le statisticien ne doit-il pas prévoir en premier lieu certaines contradictions que les faits peuvent venir lui infliger. Et même, dans un avenir lointain encore, son plus grand succès ne serait-il pas de voir, grâce à la diffusion de plus en plus grande de son effort, s'atténuer les grandes variations économiques, et ses prévisions se révéler inutiles ou même démenties par les faits?

Le 15 mars 1928.

Jean DESSIRIER.
