

JOURNAL DE LA SOCIÉTÉ STATISTIQUE DE PARIS

RENÉ THERY

Le rendement des valeurs à revenu variable à la bourse de Paris dans les dix dernières années (1922-1931)

Journal de la société statistique de Paris, tome 73 (1932), p. 4-27

http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1932__73__4_0

© Société de statistique de Paris, 1932, 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

LE RENDEMENT DES VALEURS

A REVENU VARIABLE A LA BOURSE DE PARIS

DANS LES DIX DERNIÈRES ANNÉES (1922-1931)

L'étude statistique des fluctuations du rendement des valeurs mobilières offre un intérêt incontestable, car elle est susceptible de souligner certaines des influences essentielles qui dominant tour à tour les courants de capitaux et elle peut mettre en relief les modifications de l'attrait que les diverses catégories de titres exercent sur le public.

En pareille matière, malheureusement, l'examen concret des faits se heurte à des difficultés pratiques sérieuses. Il me paraît utile, au début de cet exposé, de les indiquer avec quelque détail et d'analyser succinctement les procédés employés pour les surmonter. Ces problèmes de méthode résolus, nous essayerons de présenter une synthèse aussi claire que possible des vicissitudes survenues depuis dix ans dans le rendement des valeurs à revenu variable à la Bourse de Paris et nous nous efforcerons d'en tirer un enseignement de portée générale.

* * *

I. — DIFFICULTÉS D'OBSERVATION

On appelle communément « rendement d'une valeur mobilière » le rapport existant entre son prix de négociation, son cours — lorsqu'elle est cotée en Bourse —, et la rémunération annuelle que reçoit son possesseur. Cette définition n'est pas critiquable en soi, mais elle a besoin d'être précisée à la fois quant aux deux éléments dont elle implique la comparaison et nous allons voir tout de suite que de cette nécessité naissent de multiples complications.

1° *Rendement un jour donné d'une action déterminée.* — A) *Fixation du cours.*

a) Si l'action dont s'agit n'est pas cotée en Bourse, sa valeur de négociation devra être demandée à la Société, qui la fera connaître en fonction des plus récentes transactions dont elle aura été informée ou, à défaut, du chiffre admis par le fisc pour la liquidation de la taxe de transmission sur les titres au porteur. Le renseignement n'aura, d'ailleurs, qu'un sens très approximatif, la nature des échanges dont l'action en question est l'objet pouvant amener d'une opération à l'autre des modifications de conditions extrêmement sensibles;

b) La situation sera plus nette si le titre est traité en Bourse. On prendra alors le cours porté à la Cote Officielle. Mais un choix s'imposera :

Si l'action n'est cotée qu'au comptant, retiendra-t-on le premier cours de la séance, ou le dernier, ou la moyenne entre les deux, ou le cours le plus haut, ou le plus bas, ou leur moyenne, ou la moyenne entre tous les cours de la journée?

Si l'action est cotée et au comptant et à terme, à laquelle de ces deux cotations s'attachera-t-on, les mêmes points étant à fixer pour l'un ou l'autre que ceux énoncés à propos de l'action cotée seulement au comptant?

S'il est établi plusieurs cotations pour un même titre suivant qu'il est négocié en coupures simples (une action) ou multiples (cinq, dix, vingt-cinq actions), laquelle adoptera-t-on?

La Cote indique le cours de l'action « coupon attaché » jusqu'au jour du paiement du dividende, « ex-coupon » à partir de ce jour. Tiendra-t-on compte de cette différence? Par exemple, si on considère le cours la veille de la mise en paiement du dividende, prendra-t-on brutalement le cours inscrit, ou le diminuera-t-on du dividende qui y est encore inclus?

En période de souscription à une augmentation de capital, le cours officiel comprend le cours du « droit de souscription » aux actions nouvelles, lequel est négociable et se traite parfois à un prix élevé; à une certaine date, le droit de souscription cesse d'être négociable, et le cours de l'action n'est plus donné que « ex-droit ». Dans la période où le cours de l'action englobe celui du droit fera-t-on ou non la ventilation?

B) *Calcul de la rémunération.* — Celle-ci, en principe, est constituée par le dividende afférent à un exercice entier.

a) Ce dividende subit des amputations fiscales directes (impôt sur le revenu des valeurs mobilières, quand il n'est pas pris en charge par la Société, taxe de transmission sur les titres au porteur, qui n'atteint naturellement pas les titres nominatifs) et une amputation fiscale indirecte (sous la forme de l'impôt général sur le revenu); il peut être majoré indirectement (par le paiement d'un jeton de présence à l'Assemblée générale, par des distributions gratuites d'actions, par la faculté de souscrire à des actions nouvelles dans des conditions avantageuses, etc...), ou remplacé, partiellement ou totalement, par un remboursement en capital (suivi souvent de remise d'actions de jouissance).

Considèrera-t-on, pour trouver la rémunération servant à calculer le rendement, seulement le dividende brut, ou le dividende net des actions nominatives (dividende brut moins impôt sur le revenu des valeurs mobilières), ou le dividende net des actions au porteur (dividende brut moins impôt sur le revenu des valeurs mobilières et taxe de transmission), ou un résultat intermédiaire?

Si l'on s'arrête au dividende net, évalué selon l'une de ces trois formules, le diminuera-t-on d'une fraction correspondant à la moyenne supposée de l'impôt général sur le revenu?

Le majorera-t-on, en sens inverse, de la part d'avantages indirects attribués à chaque action, lorsqu'il s'en présentera?

b) Une autre série de difficultés surgit lorsqu'il s'agit de décider quel dividende — brut, net, ou corrigé comme il vient d'être dit — sera appliqué au cours envisagé :

Sera-ce le dividende alloué pour le dernier exercice soldé, ou le dividende

annoncé mais non encore versé pour le dernier exercice clos, ou le dividende présumé de l'exercice en cours ?

Pour les Sociétés distribuant habituellement des acomptes à valoir sur le futur dividende avant arrêté du bilan, y aura-t-il lieu de faire état du dernier acompte payé — s'il diffère de l'acompte précédent — pour rectifier la rémunération servant à trouver le rendement ?

c) Il arrive, pendant une année, qu'une Société augmente son capital par émission d'actions nouvelles à assimiler aux actions anciennes, mais n'ayant pas à toucher le dividende afférent à l'exercice clos avant leur création; une fois le dividende payé et l'assimilation réalisée, un cours unique est inscrit à la Cote pour les deux séries d'actions, généralement inférieur à ce qu'eût été le cours des actions anciennes.

Rapportera-t-on à ce nouveau cours, commun aux actions anciennes et nouvelles, le dividende payé aux seules actions anciennes, ou majorera-t-on dans le calcul de la rémunération ce dividende proportionnellement à l'augmentation de capital réalisée (nominale ou comprenant, s'il y en a une, la prime d'émission), ou usera-t-on de tout autre procédé de correction ?

d) Les dividendes des titres étrangers, dont les cours sont notés en francs à notre Cote, peuvent être soumis à des fluctuations de change.

Prendra-t-on les sommes payées en monnaie étrangère et converties en unités françaises au taux du change du jour du détachement du coupon, ou au taux du change du jour choisi pour observer le cours du titre en Bourse ?

e) Il advient que, depuis le paiement d'un dividende, des changements de fiscalité se produisent, intéressant les valeurs mobilières; par suite de son mode de liquidation (pourcentage du cours moyen de l'exercice antérieur), la taxe de transmission varie d'année en année indépendamment de toute modification de tarif.

Dans l'hypothèse où le rendement est calculé sur le dividende net du dernier exercice soldé, rectifiera-t-on ou non le chiffre de rémunération primitivement obtenu en raison de ces variations fiscales ?

2^o *Rendement un jour donné d'une rente ou d'une obligation déterminée.* — La plupart des problèmes ci-dessus énoncés se posent aussi pour les rentes et obligations, simplifiés toutefois du fait que l'intérêt annuel est fixe (sauf pour les rentes et obligations dont le coupon peut varier en conformité des fluctuations du change), et, aussi, débarrassés des situations pouvant naître d'augmentations du capital. Deux complications particulières sont néanmoins à signaler :

a) Les rentes amortissables et toutes les obligations sont remboursables, à un prix connu d'avance et suivant des modalités bien définies; ce remboursement s'effectue généralement à un montant différent du cours de Bourse considéré.

La rémunération servant au calcul du rendement devra-t-elle être majorée (ou minorée) de la prime (ou perte) à prévoir sur le remboursement, compte tenu du délai moyen à courir avant l'échéance de l'amortissement ?

b) A la suite d'instances judiciaires ou d'arrangements amiables, il est procédé sur certaines rentes ou obligations au paiement de coupons arriérés restés en souffrance, en même temps qu'au service normal des intérêts en cours.

Ne doit-on retenir pour la détermination du rendement que les intérêts normaux, ou faut-il les majorer en liaison avec le supplément de rémunération provenant de la liquidation de l'arriéré?

3^o *Rendements moyens pour une certaine période et un ensemble de valeurs.* —

A) *Détermination du rendement moyen d'une valeur pour une certaine période.* — Lorsque l'on veut étudier les variations du rendement d'une valeur dans le temps, il est nécessaire de comparer des moyennes judicieusement établies.

Pour obtenir le rendement moyen d'une année, il conviendra de rapprocher du cours moyen annuel la rémunération d'un exercice.

a) Afin de fixer le cours moyen annuel, prendra-t-on la moyenne arithmétique entre le plus haut et le plus bas cours de l'année, ou la moyenne arithmétique du cours moyen obtenu entre le plus haut et le plus bas cours coté d'une liquidation à l'autre, ou la moyenne de tous les cours cotés dans l'année?

b) La rémunération rapportée à ce cours moyen sera-t-elle le dividende entier afférent à l'exercice précédent et dont le solde aura été réglé pendant l'année considérée, ou le dividende afférent à l'exercice en cours mais dont le solde ne sera payé que l'année suivante, ou un chiffre intermédiaire?

Ou encore, fixera-t-on la rémunération à rapporter au cours moyen en faisant la moyenne de chacune des rémunérations appliquées (selon l'une des formules indiquées précédemment) aux divers cours ayant servi à établir le cours moyen annuel?

B) *Choix des valeurs dont on calculera le rendement moyen d'ensemble.* — Pour suivre à travers le temps les fluctuations du rendement de diverses catégories de valeurs mobilières et observer les variations générales des conditions du marché des capitaux, il y a lieu de calculer des moyennes concernant, d'une part, des groupes convenablement sélectionnés, d'autre part l'ensemble des titres du Marché.

a) Réunira-t-on en un même groupe les valeurs inscrites à un groupe déterminé de la Bourse ou, sans se préoccuper des modalités de cotation, les valeurs dépendant d'une même branche de l'activité économique ou de branches étroitement connexes?

En ce dernier cas, confondra-t-on dans un groupe les valeurs à revenu variable et les valeurs à revenu fixe, ou les laissera-t-on classées en groupes distincts?

C) Cherchera-t-on, au sein de chaque groupe, à instituer une pondération, tendant à refléter sur le résultat moyen calculé l'influence dominante des valeurs maitresses?

Dans l'affirmative, établira-t-on cette pondération en déterminant le rendement moyen non par moyenne arithmétique du rendement unitaire de chaque valeur du groupe mais en rapportant au capital total du groupe (au cours moyen) la rémunération versée à la totalité des possesseurs de ces valeurs, ou affectera-t-on chaque rendement unitaire moyen obtenu d'un coefficient, fonction soit du capital nominal du total des titres de la valeur inscrits à la Cote, soit de son capital au cours moyen choisi, soit du nombre des titres échangés durant la période examinée?

c) Éliminera-t-on délibérément des valeurs dont les fluctuations sont jugées trop « erratiques »?

d) Pour trouver le rendement moyen de l'ensemble des valeurs mobilières du marché, confondra-t-on en une seule série les valeurs à revenu variable et les valeurs à revenu fixe ou conservera-t-on deux séries générales séparées?

e) Dans la série unique, ou dans chacune des deux séries générales, déterminera-t-on le rendement moyen de l'ensemble en faisant la moyenne arithmétique des rendements moyens des divers groupes antérieurement discriminés ou en faisant la moyenne arithmétique des rendements moyens de chaque valeur considérée isolément?

Pondérera-t-on, par l'un des systèmes notés plus haut, les différents groupes si l'on fait la moyenne de leurs rendements moyens, les différentes valeurs, si l'on fait la moyenne de leurs rendements propres?

C) *Constitution de tableaux indiciaires.* — Tout examen rétrospectif de séries numériques est grandement facilité par l'établissement de tableaux indiciaires rapportés aux moyennes d'une époque choisie conventionnellement comme base. De même que des indices de cours sont calculés, on calculera des indices de rémunérations et des courbes de rendement. Les problèmes qui viennent d'être exposés à propos des calculs directs auront aussi à être résolus pour la détermination des indices et courbes.

Une difficulté spéciale se présentera, en outre, si l'observation à laquelle on procède s'étend sur une longue période : les variations du rendement des diverses valeurs étant très inégales, dans un même groupe certains indices pourront acquérir une influence anormale ; corrigera-t-on cette « pondération artificielle » par une « contre-pondération » ?

Je m'excuse d'avoir été amené à soumettre ainsi un long questionnaire, véritablement bien aride. Il m'a paru indispensable d'appeler l'attention sur la complexité, pas toujours bien réalisée, des enquêtes statistiques en matière boursière : je crois en avoir assez dit maintenant pour qu'on la mesure dans toute son ampleur.

Mais il serait vain de montrer les obstacles si l'on ne dégagait pas ensuite les moyens de les surmonter. C'est ce que je vais tenter de faire maintenant : tout de suite, hélas, je dois dire qu'en l'espèce il n'est pas de solution optima, mais seulement des procédés permettant d'arriver à des résultats suffisamment approchés.

*
* *

II. — MÉTHODES

Le but à atteindre étant de serrer d'aussi près que possible la réalité concrète, il est sage de mettre en vigueur des systèmes éliminant autant que faire se pourra les influences « parasites », purement accidentelles et d'importance secondaire, mais, au contraire, sensibles aux mouvements essentiels.

1^o *Choix des valeurs.* — On s'abstiendra d'introduire dans les statistiques les valeurs non cotées, objet de transactions trop intermittentes à des prix sujets à trop d'aléas.

On en écartera aussi les titres exclusivement spéculatifs, ainsi que ceux ayant

un marché trop étroit, sources d'irrégularités qui fausseraient les indices généraux.

Il importera, par ailleurs, de constituer des groupements homogènes, tant au point de vue de l'objet de l'activité des entreprises dont on retiendra les actions ou obligations qu'à celui des caractéristiques boursières des titres; la confusion en une même série de valeurs à revenu fixe et à revenu variable notamment, est à proscrire rigoureusement, de même que la constitution d'une série générale unique de valeurs à revenu variable et de valeurs à revenu fixe.

Les groupements devront n'être pas « étriqués », c'est-à-dire comporter chacun un nombre assez grand de valeurs pour que les variations propres à chacune d'elles n'exercent pas sur les résultats centralisés des à-coups exceptionnels dont des déductions erronées seraient tirées.

Pour apprécier les mouvements d'ensemble, de même, il conviendra d'étendre les observations sur une large masse de groupes.

2^o Détermination des cours moyens. - Pour chaque valeur considérée en relèvera les cours du comptant se référant (lorsqu'il s'en appliquera à plusieurs types de coupures) à la série la plus communément traitée.

On s'abstiendra du procédé élémentaire de la moyenne entre deux cours extrêmes, qui risque d'entraîner des incertitudes d'observation en attribuant à tort une importance excessive à un écart violent et passager et qui soulève par ailleurs d'inextricables difficultés pour l'application de la rémunération servant à calculer le rendement. A défaut de la moyenne absolue de tous les cours inscrits dans la période envisagée, on choisira, après enquêtes concrètes, un aussi grand nombre que possible de « cours types », jugés « normaux » dans chaque phase. Pour les examens concernant de longues évolutions, le rapprochement de moyennes annuelles sera le plus souvent trop élémentaire, et il apparaîtra préférable d'établir des séries à fréquence plus grande, trimestrielles ou, mieux encore, mensuelles.

En adoptant cette méthode, le problème des cotations « droits attachés » ou « ex-droits », « coupons attachés » ou « ex-coupons » se posera avec moins d'acuité : on pourra se contenter de suivre strictement les mentions de la cote officielle, les erreurs d'appréciation en résultant se trouvant limitées à un laps de temps restreint.

3^o Estimation de la rémunération servant de base au calcul du rendement. — Boursièrement, seul le dividende ou le coupon des titres au porteur est de nature à influencer sur les cours, les transactions en titres nominatifs ne constituant qu'une infime minorité. Ce sont donc ces dividendes et coupons que l'on retiendra.

Le rendement qui intéresse le capitaliste étant celui qu'il perçoit effectivement, donc après déduction des amputations fiscales directes (impôt sur le revenu des valeurs mobilières et taxe de transmission), on prendra en considération les dividendes et coupons nets, tels que les mentionne la Cote Officielle. Un abattement pour tenir compte de l'amputation indirecte due à l'impôt général sur le revenu serait arbitraire en l'absence de documentation sur le classement des titres entre catégories de redevables de cet impôt; comme, en outre, l'impôt en question atteint toutes les sortes de revenus, de capitaux mobiliers comme de biens immobiliers, d'exploitations agricoles, industrielles et commerciales, du travail et des professions libérales, il n'a pas un caractère

discriminatoire au regard de ces différentes sources, et, dans le cas qui nous préoccupe, son incidence peut être négligée.

Il conviendra, dans l'arrêté des statistiques, de rapporter aux cours relevés (journaliers ou mensuels) la rémunération nette admise à la même date par la Bourse (qui seule aura pu exercer une répercussion sur le cours); ce sera donc le dividende ou coupon annuel net total officiellement annoncé à chaque moment, ou présumé avec garanties suffisantes, et compte tenu de la situation fiscale de l'époque du cours observé; ce dividende ou coupon sera estimé au taux du change du moment pour les valeurs dont la rémunération est fonction des fluctuations de monnaies étrangères; l'application de la rémunération réelle du moment sera rendue plus aisée dans les pays (comme les États-Unis) où les collectivités ont l'habitude de procéder à des distributions trimestrielles; en France, elle nécessitera de longues et délicates investigations.

Logiquement, toutes corrections y devront être apportées pour faire état des avantages ou sacrifices indirects : pour les rentes amortissables et obligations appelées à un remboursement futur dans des conditions connues, l'imputation de la prime ou perte à prévoir de ce chef ne souffrira aucune difficulté; il sera sage d'éliminer des groupes généraux les valeurs payant, outre leur rémunération normale, des « arriérés », car elles constituent précisément des « perturbations » à ne pas introduire dans les observations. Pour les autres cas (augmentation du capital par émission avantageuse d'actions nouvelles, distributions gratuites de titres, jetons de présence aux assemblées, etc...), il n'est pas de règle absolue : une correction dépendant de chaque circonstance particulière devra être opérée; il faudra l'apporter avec beaucoup de prudence, et en connaissant exactement chacune des situations boursières et financières en face desquelles on sera placé.

4^e Détermination des rendements moyens par groupes et par séries générales. — Le système le plus rapide et le plus commode consistera à calculer le rendement de chaque valeur pour chaque période considérée, en veillant à ne pas commettre d'erreur en cas de modification de capital (ce qui nécessitera des corrections spéciales), puis à déterminer le rendement moyen de chaque groupe par moyenne arithmétique des éléments unitaires d'abord discernés. Pour les séries générales, la moyenne arithmétique de toutes les valeurs les composant sera préférable à la moyenne arithmétique des rendements moyens des groupes, parce que la « loi des grands nombres » corrigera des influences parasites pouvant tenir à la prépondérance momentanée de variations propres à tel ou tel groupe.

Le problème de la pondération des composantes ne nous semble pas pouvoir recevoir une solution satisfaisante. En l'état présent de la documentation dont on dispose, en effet, il ne sera jamais réglé que de façon factice et, pour tout dire, contraire à la réalité boursière : les « valeurs baromètres » ne sont pas toujours, à beaucoup près, celles dont le capital (nominal ou au cours du jour) inscrit à la Cote est le plus élevé; les statistiques du montant des transactions journalières par nature de titres sont trop peu certaines et trop complexes à manipuler pour qu'il soit recommandable d'en faire une base de pondération; le calcul du rendement en rapportant la distribution totale annuelle nette faite à l'ensemble des titres d'une valeur inscrits à la Cote obligerait à des recherches

trop longues et empêcherait les corrections quotidiennes nécessaires de jouer avec la rapidité voulue. Mieux vaut donc s'attacher à de simples moyennes arithmétiques... en considérant un nombre assez grand de valeurs pour que, généralement, les variations erratiques se compensent.

5° *Construction des indices.* Dans tous les travaux économiques actuels il est commode de rapporter les indices que l'on établit à la moyenne de l'année 1913, prise pour base égale à 100 : on fera de même pour les indices boursiers.

Toutefois, comme en l'espèce les variations respectives de chaque élément entrant dans les groupes sont très inégales, on atténuera les effets des « pondérations à rebours » en résultant par la méthode des « chaînes successives » que chacun connaît bien : on calculera lorsque l'heure semblera venue de rectifier les bases, les indices actuels en les rapportant à la moyenne de l'année précédente choisie comme base nouvelle à 100, et on ramènera les chiffres obtenus à la base de l'année 1913 en effectuant un « raccord » par une règle de proportionnalité, de sorte que, par la suite, la chaîne nouvelle ne se trouvera point dissociée de la chaîne précédente.

On se rendra sûrement compte, après ces explications — trop longues et pourtant bien résumées — de la complexité de la confection des statistiques boursières. Pour les établir sérieusement, il est indispensable d'être à la fois un professionnel de la statistique et très averti du mécanisme pratique du marché des valeurs mobilières, et il faut se pourvoir d'une documentation considérable et variée, puisée aux sources officielles (Cotes et renseignements des Chambres syndicales) comme aux sources privées (bilans et communications des sociétés, revues spéciales, etc...); il n'est pas moins fondamental d'apporter dans la manipulation de ces documents un jugement éclairé et beaucoup de « sens psychologique », pour démêler les éléments certains des hypothèses aventurées et effectuer avec discernement les sélections désirables.

Si toutes ces conditions sont remplies, on n'aboutira pas à des chiffres absolument rigoureux, susceptibles d'interprétations très strictes : du moins dégagera-t-on des tendances suffisamment précises dont découleront des enseignements utiles. C'est tout ce que l'on peut attendre des meilleurs statistiques boursières.

Ces statistiques sont rares chez nous. Les plus complètes, qui offrent un maximum de garanties, ont été établies par la *Statistique Générale de la France*, qui leur a donné une intéressante impulsion au lendemain de la guerre, avec le concours de notre confrère M. Jean Dessirier.

Depuis qu'il a quitté les services officiels, M. Jean Dessirier a poursuivi et étendu ses travaux, appliqués à plus de 300 valeurs. La publication des observations de la *Statistique Générale de la France* ayant subi une interruption, les chiffres de M. Jean Dessirier sont les seuls qui forment un ensemble complet.

Grâce à son obligeance, dont je tiens à le remercier, je vais pouvoir les utiliser ce soir : nous profiterons ainsi du labeur méthodique et excellent d'un spécialiste éminent, dont, au surplus, la *Société de Statistique de Paris* a déjà apprécié la compétence, affirmée ici même dans plusieurs remarquables conférences.

III. — DONNÉES NUMÉRIQUES

1^o Période antérieure à la guerre 1914-1918. — Avant la guerre, le rendement net des valeurs à revenu variable avait subi des fluctuations nombreuses en sens divers. Il n'entre pas dans le sujet du présent exposé de les analyser en détail : elles ont, d'ailleurs, été commentées en 1928 par M. Jean Dessirier mieux que je ne saurais le faire.

Un très bref rappel, cependant, ne sera pas inutile, pour fixer une base de comparaisons.

En 1860 — début des observations faites en la matière — le rendement moyen des principales actions cotées à la Bourse de Paris avait été de 6,11 %. Il fléchit jusqu'à 5,07 % en 1870, remonta à 7,28 % en 1872, se détendit ensuite jusqu'à 5,05 % en 1877, reprit — très légèrement — à 5,11 % en 1881, puis baissa lentement et de manière continue jusqu'en 1895, où il tomba à 4,15 %. Après une pointe à 4,42 % l'année suivante, il oscilla entre 3,97 et 4 % durant trois exercices, s'éleva à 4,11 % en 1900, revint à 3,94 % en 1901, haussa jusqu'à 4,48 % en 1904 pour être ramené un an plus tard à 4,15, progressa de cette époque jusqu'en 1907 où il s'établit à 4,52 %, puis déclina sans arrêt pour toucher 3,71 % en 1912 et se fixer en 1913 à 3,78 %.

Parti de 5,10 % en 1860, le rendement net des valeurs à revenu fixe fut de 4,92 % en 1870. Il s'accrut les années suivantes, arrivant à 5,72 % en 1872 (et même 5,82 en 1873), puis diminua rapidement (à 4,39 % en 1877 et 3,93 % en 1881). Son recul, ensuite, se poursuivit et l'on enregistra les moyennes de 3,27 % en 1895 et 1896 et de 3,22 en 1897 et 1898. A partir de 1899, le rendement se stabilisa entre 3,30 et 3,43 % jusqu'en 1910. Puis une tension notable se constata, avec des moyennes de 3,52 % en 1911, de 3,62 % en 1912 et de 3,73 % en 1913.

Le rapprochement de ces chiffres montre que les variations du rendement des valeurs à revenu variable ont été beaucoup moins régulières que celles du rendement des valeurs à revenu fixe. Ces dernières semblent avoir été indépendantes des alternances d'activité et de marasme économique et commandées surtout par des préoccupations psychologiques (craintes quant à nos destinées futures au lendemain de notre défaite de 1870-1871, confiance grandissante dans notre crédit au fur et à mesure du raffermissement de notre puissance, et, en fin de période, nouvelles inquiétudes nées de la politique intérieure et internationale). Plus sensible aux vicissitudes industrielles, commerciales et financières, le rendement des valeurs à revenu variable a été soumis aux mêmes influences générales que celui des valeurs à revenu fixe en 1871 et 1872; plus tard, il a plus étroitement épousé les changements de la « conjoncture », l'adaptation des cours aux dividendes précédant ou devançant l'évolution de l'économie générale : pendant la dépression allant jusqu'en 1877, le fléchissement des cours fut proportionnellement moindre que celui des dividendes; durant la reprise qui eut lieu de cette époque à 1881, la montée des cours fut plus rapide que celle des dividendes; en 1881 — année de crise violente — les cours reculèrent plus que les rémunérations; ils s'avancèrent plus vite qu'elles dans l'ère prospère qui suivit, baissèrent moins qu'elles lors de la crise de 1893, mais, à l'heure de sa liquidation, en 1895, repartirent avec un léger retard; plus

récemment, en 1900 les cours fléchirent plus que proportionnellement aux dividendes, remontèrent moins nettement qu'eux à dater du réveil de l'activité économique, sauf en 1904, mais réagirent plus violemment au moment de la crise de 1907; dans la dernière phase de prospérité qui précéda la guerre, les cours se raffermirent avec plus de rapidité que les dividendes, échappant à l'effet débilisant des préoccupations qui pesaient alors sur les valeurs à revenu fixe.

On notera encore que, d'un bout à l'autre de la période 1860-1913, le rendement des valeurs à revenu variable fut supérieur à celui des valeurs à revenu fixe. Ils eurent pourtant tendance à s'égaliser à la veille de la guerre.

2^o Période 1914-1921. — La suspension, d'abord, la restriction sévère, ensuite, des transactions pendant toute la durée des hostilités et le désarroi général provoqué par les événements de 1914 à 1918 ôtèrent toute signification à l'examen des fluctuations des cours, dividendes et rendements des valeurs à revenu variable en France. Le rendement des valeurs à revenu fixe s'éleva nettement, passant à une moyenne de 4 % en 1914, de 4,70 % en 1915, de 4,90 % en 1916, et de 5,20 % en 1917, pour se fixer en 1918 à 5,10 %.

En 1919, les opérations reprenant une allure moins anormale, des statistiques assez complètes purent de nouveau être arrêtées : le rendement moyen des valeurs à revenu variable s'inscrivit, cette année, à 3,38 %, niveau très inférieur à ceux de l'avant-guerre, tandis que celui des valeurs à revenu fixe fut de 5,20 %. Un renversement flagrant des positions comparatives des deux séries apparut ainsi. Il s'affirma plus nettement en 1920 où, sous l'effet simultané d'un réveil d'activité industrielle dû aux besoins de reconstitution et des inquiétudes commençant à régner sur l'avenir du franc, le rendement moyen des valeurs à revenu variable tomba à 3 % et celui des valeurs à revenu fixe monta à 5,90 %.

L'année 1921 fut caractérisée par un malaise mondial de réadaptation des économies de guerre aux économies de paix; il n'eut pas de répercussion en France sur le montant des dividendes distribués, mais provoqua un fléchissement marqué des cours des actions, avec, pour conséquence, une majoration du rendement, dont la moyenne s'établit à 4,19 %, le maximum, de 4,50 %, étant touché en juillet. Toujours dominé par les incertitudes monétaires, le rendement moyen des valeurs à revenu variable continua à croître : il fut, pour l'année 1921, de 6,10 %, le maximum, de 6,18 %, étant noté en octobre.

Dans les trois exercices qui suivirent immédiatement la fin de la guerre, donc, le rendement des valeurs à revenu variable fléchit d'abord, en considération du développement probable de l'activité industrielle et commerciale, puis remonta dès que quelques difficultés laissèrent supposer que l'essor futur était moins assuré qu'on avait d'abord imaginé. Le rendement des valeurs à revenu fixe, lui, fut presque uniquement tributaire des vicissitudes du change.

3^o De 1922 à l'heure actuelle. — Depuis 1922, dans tous les domaines, les mouvements ont été infiniment plus complexes.

A) Fluctuation du rendement des valeurs à revenu variable. — Le début de la période a été marqué par une lente tension du rendement moyen des valeurs à revenu variable, passé de 4,29 % en janvier à 4,75 % en avril. Un fléchisse-

ment se constata ensuite (sauf un temps d'arrêt en septembre) jusqu'en décembre, ou l'on enregistra la moyenne de 3,59 %.

Il se poursuivit, à l'exception d'une reprise légère en mars et en mai et d'une autre plus accentuée en septembre, pendant toute l'année 1923, qui se termina sur une moyenne de 3,11 % pour décembre.

A compter de mars 1924 (où l'on était tombé au pourcentage de 2,79 %) un renversement de la tendance se manifesta, poussant le rendement à 3,54 %, en août et, après une détente éphémère, à 3,74 % en décembre.

L'élévation du rendement continua jusqu'en mai 1925 (où le niveau de 4,11 % fut touché), puis s'ouvrit une période de stabilité relative, avec recul à 3,84 % en juillet, montée à 4,15 % en octobre, retour à 4,05 % en décembre, chute à 3,94 % en février 1926 et raffermissement à 4,13 % en mars. Un fléchissement accentué réduisit le taux à 3,31 % en juillet et 3,20 % en septembre, mais pendant le dernier trimestre de l'exercice on regagna progressivement le niveau de 3,70 %, atteint en décembre.

1927 ne présenta que de faibles oscillations jusqu'en novembre (avec maximum de 3,58 % en février et minimum de 3,38 % en avril) : une chute à 3,26 % eut lieu le dernier mois de l'exercice.

L'année 1928 fut plus mouvementée, avec départ à 2,98 % en janvier, hausse à 3,09 % en février, recul jusqu'à 2,54 % en avril, reprise jusqu'à 2,97 % en juillet, et fléchissement continu jusqu'à 2,52 % en décembre.

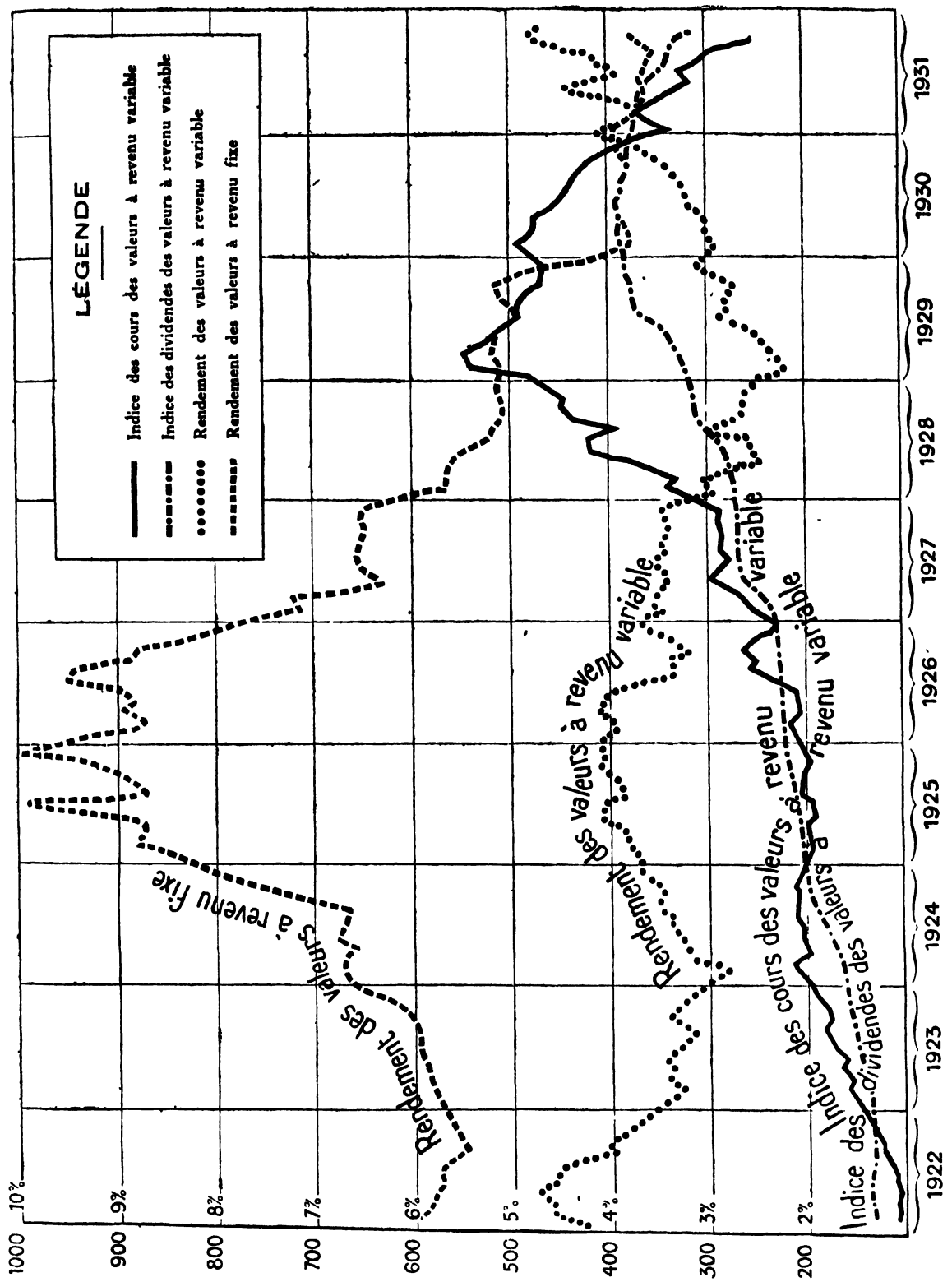
Le minimum de toute la période fut observé en janvier 1929 avec 2,24 % : à dater de février le rendement remonta lentement, pour s'établir à 2,91 % en juin; il redescendit à 2,76 % en septembre, se raffermir à 3,15 % en novembre et revint à 3,02 % en décembre.

En 1930, la tension fut ininterrompue, avec moyenne de 2,96 % en janvier et de 4,16 % en décembre.

Ce taux ne se maintint pas au commencement de 1931, où l'on redescendit à 3,85 % en janvier et 3,76 % en février, pour remonter jusqu'à 4,18 en mai, et baisser à 3,94 % en juin. Mais en juillet une ascension rapide se dessina, qui porta le rendement à 4,75 % en septembre, maximum absolu observé depuis la fin de la guerre et égalé seulement une fois en avril 1922; ce rendement est revenu à 4,67 % en octobre.

Si l'on fait abstractions des variations momentanées de courte amplitude on voit qu'en bref la courbe du rendement a été ascendante dans les quatre premiers mois de 1922, descendante pendant les vingt-deux mois suivants, en reprise de mars 1924 à mai 1925, pratiquement horizontale de cette époque à mars 1926, en régression plus ou moins régulière jusqu'en avril 1928, en palier de ce mois à décembre suivant, en nouveau fléchissement pour les deux premiers mois de 1929, puis en reprise très nette jusqu'en septembre, coupée seulement de quelques paliers en 1930 et d'une dépression passagère au début de 1931 et en juin de la même année,

Il n'est pas sans intérêt de compléter les indications d'ensemble qui précèdent par quelques précisions sur les variations, en fin de période, des divers groupes de valeurs étudiés dans les statistiques de M. Dessirier. Entre janvier et septembre 1931, tous les rendements ont augmenté, à l'exception de celui du textile, ramené de 5,20 à 4,07 %. Mais leurs modifications ont été très iné-



gales, de sorte que les écarts enregistrés au début de l'année se sont notablement accentués à la fin du troisième trimestre. Pour janvier, le groupe accusant le moindre rendement était celui des houillères du Nord (2,50 %), suivi des affaires de gaz (2,93), d'électricité (2,95), des sociétés coloniales (3,18), des industries extractives diverses (3,31), des forges et aciéries (3,42), des produits chimiques (3,45), et des banques (3,51 %); le groupe donnant le rendement le plus élevé était celui du textile (5,20 %), puis la navigation (4,83), les valeurs étrangères (4,77), les chemins de fer divers et transports urbains (4,44), les entreprises commerciales diverses (4,40), les sociétés de construction mécanique et métaux (4,27), les constructions navales (4,22), et les sociétés françaises exploitant à l'étranger (4,05 %). En septembre, le groupe ayant le rendement le plus faible a été encore celui des houillères du Nord (3,60 %), suivi des sociétés d'électricité (3,74), de gaz (3,79), du textile (4,07), des sociétés françaises exploitant à l'étranger (4,09), des industries extractives diverses (4,13), etc.; le groupe ayant le rendement le plus fort a été celui de la construction navale (6,17 %), puis la construction mécanique (5,85), les valeurs étrangères (5,65), les matériaux de construction (5,57), les assurances (5,40), les forges et aciéries (5,37 %), etc...

B) *Variations des indices des cours et des dividendes des valeurs à revenu variable depuis 1922.* — Le rendement étant le rapport des dividendes aux cours des valeurs considérés (calculés selon les méthodes rappelées précédemment), ses fluctuations peuvent dépendre soit de changements survenant dans les cours, soit de changements survenant dans les dividendes, soit de changements de sens différent ou d'importance inégale des cours et des dividendes.

Du commencement de la période à mai 1930, l'indice des dividendes a été constamment en croissant, avec seulement trois phases de stagnation (année 1922, autour du niveau 130-132, année 1926, autour du niveau 223-226, mai 1927 à mars 1928, autour du niveau 268-273); arrivé au maximum de 391 en mai 1930, il a reculé sans arrêt depuis pour se fixer à 330 en septembre 1931 est tomber à 310 en octobre dernier.

Cette régularité remarquable de tendance facilite grandement notre analyse, et nous permet, sans nous attarder au détail des chiffres, de constater que :

Pour les quatre premiers mois de 1922, la hausse du rendement moyen a été due à une baisse des cours, dont l'indice est revenu de 112 à 106 tandis que celui des dividendes passait de 130 à 133;

Entre avril 1922 et février 1924, la baisse du rendement a été le résultat d'une hausse des cours plus forte que celle des dividendes, l'indice des premiers s'avancant de 106 à 222 (soit un gain de 109,4 %) et l'indice des seconds de 133 à 164 (soit un gain de seulement 23,3 %);

De février 1924 à mai 1925, la reprise du rendement s'explique par une légère baisse des cours (ramenés de 222 à 190, soit 14,4 % de recul), coïncidant avec la continuation de la montée des dividendes (de 163 à 203, ou 23,9 %);

Entre mai 1925 et mars 1926, cours et dividendes progressent parallèlement, d'ailleurs assez modérément (les premiers de 190 à 205, ou 8,4 %, les seconds de 207 à 227, ou 9,6 %) : le rendement reste presque stationnaire;

Il s'abaisse de mars 1926 à avril 1928, parce qu'à une poussée des cours de

205 à 413 (101,5 %) ne correspond qu'une avance des dividendes de 227 à 279 (25,1 %);

D'avril à décembre 1928 nous trouvons un nouveau palier dans l'évolution du rendement; il coïncide avec une progression parallèle du cours (de 413 à 483, soit 15,9 %) et des dividendes (de 279 à 321, soit 15,1 %);

Janvier et février 1929 sont marqués par une hausse brusquée des cours (passant de 483 en décembre à 548 en février, soit une progression de 13,5 % en un trimestre) et une ascension plus lente des dividendes (montant de 321 à 330, ou seulement 2,8 %) : le rendement fléchit en conséquence;

A dater de cette époque et jusqu'en mai 1930, une baisse des cours (de 548 à 455) coïncide avec la continuation de la hausse des dividendes (de 330 à 391, ou 18,5 %) : le rendement remonte;

Il s'est encore raffermi depuis, parce que la nouvelle régression des cours (de 455 en mai 1930 à 262 en septembre 1931, soit 42,4 %) a été infiniment plus accusée que celle des dividendes (de 391 à 330, soit 15,6 %); son léger recul en octobre tient à ce que, pendant ce mois, la baisse des cours (de 262 à 251) a été plus faible que celle des dividendes (330 à 310), affectés par les avis recueillis sur la marche de l'exercice actuel.

Des constatations de même nature apparaissant à l'examen comparé des variations par groupes des rendements, indices des revenus et indices des cours de janvier à septembre 1931 : tous les indices ont fléchi entre ces deux mois, mais — à l'exception du textile — ceux des revenus beaucoup plus modérément que ceux des cours; et c'est par la différence des reculs de ces deux séries que s'expliquent les inégalités signalées plus haut dans les fluctuations des rendements.

C) *Variations du rendement des valeurs à revenu fixe depuis 1922.* — Comme dans les périodes précédentes, les variations du rendement des valeurs à revenu fixe ont été moins heurtées que celles des valeurs à revenu variable : elle ont, cependant, été beaucoup plus accusées qu'avant guerre.

En 1922, on a enregistré une détente très légère, de 6,03 % en janvier au minimum de 5,49 % en août et à 5,55 % en décembre. Une légère tension s'est manifestée en 1923 (de 5,74 % en janvier à 6,50 %, maximum touché en décembre) et s'est accentuée en 1924 (de 6,69 % en janvier à 8,20 % en décembre). Malgré des alternatives en sens contraires, 1925 a vu une nouvelle hausse (de 8,40 % en janvier au maximum de 9,97 % en novembre et à 9,60 % en décembre). Jusqu'en juillet 1926, le rendement de cette série de titres est demeuré très élevé (oscillant entre le minimum de 8,73 % en février et le maximum de 9,52 % en juin); à dater d'août, une détente rapide a eu lieu et on a retrouvé en décembre le niveau de 7,70 %, qui avait été dépassé depuis octobre 1924. Le recul a continué sans arrêt en 1927 (7,18 % en janvier, 6,07 % en décembre), en 1928 (5,64 % en janvier, minimum de 5,09 % en septembre, 5,13 % en décembre) et en 1929 (5,08 % en janvier, 4,14 % en décembre). En 1930, le rendement s'est stabilisé entre le minimum de 3,75 % en janvier et le maximum de 3,97 % en décembre. La détente a repris en 1931, ramenant le rendement de 3,86 % en janvier au minimum de 3,51 % en août; en septembre, toutefois, un renversement très net de l'allure de la courbe s'est produit, le rendement remontant à 3,78 %, il a atteint 3,87 % en octobre.

Toutes ces variations ont été dues aux mouvements des cours, dont l'indice, de 72,8 en janvier 1924, est tombé au minimum de 52,3 en novembre 1925 et a touché le maximum de 99,6 en août dernier, pour revenir à 94,9 en octobre.

On remarquera qu'à partir de février 1931 le rendement net des valeurs à revenu variable s'est continuellement fixé au-dessus du rendement net des valeurs à revenu fixe, alors que le phénomène inverse était observé depuis la fin de la guerre : dans la position comparative des deux séries de titres nous sommes donc, cette année, revenus au régime antérieur à 1914.

D) *Principaux faits économiques survenus depuis 1922.* - - Aucun enseignement ne pourrait être déduit des chiffres que je viens de rappeler si on ne mettait pas en leur présence quelques données relatives à l'évolution de la situation économique durant les dix derniers exercices. Je ne saurais évidemment m'attarder ici à de longs développements sur ce sujet : un exposé schématique, cependant, fournira des éléments d'appréciation suffisants.

La période janvier 1922-décembre 1926 fut caractérisée en France par des vicissitudes monétaires extrêmement violentes, par des péripéties parfois tragiques de nos finances publiques, et par une sérieuse expansion économique, à peine coupée d'un petit nombre de régressions, ou de phases de stagnation, de courte durée et d'amplitude limitée.

1922 débuta à la fin de la liquidation d'une crise économique qui avait consisté surtout en une réadaptation des conditions de guerre aux conditions de paix et en des difficultés d'écoulement de stocks imprudemment accumulés.

La poussée d'activité générale qui se déclencha alors dura jusqu'en février 1924, tandis que les changes étrangers, par paliers successifs, s'élevaient progressivement chez nous.

Après une pointe brutale en janvier 1924, les changes fléchissent profondément jusqu'en avril suivant; des restrictions de crédits accompagnèrent ce mouvement, en même temps qu'apparut un arrêt de l'expansion industrielle et commerciale.

Du printemps 1924 à la fin 1925, l'activité des entreprises resta à peu près stationnaire, les changes montèrent à nouveau, mais de graves difficultés budgétaires alarmèrent l'opinion et générèrent à divers moments la distribution normale du crédit.

Au cours du premier semestre 1926, la hausse des changes se précipita, en même temps que persistèrent le malaise de nos finances publiques et la tension des conditions du crédit : cependant, l'activité économique progressa vivement, stimulée par le « décalage » de nos prix et des prix étrangers.

Nul n'a oublié le redressement monétaire et financier intervenu avec la constitution du Gouvernement d'Union nationale du président Poincaré : il fut suivi, à partir de novembre 1926, de symptômes de ralentissement économique — ou, pour mieux dire, d'hésitation, d'arrêt de la progression —, qui se prolongèrent pendant huit ou neuf mois; une reprise très vive se constata ensuite, accompagnée du maintien en France d'une aisance extrême du crédit et d'une activité générale dans le monde entier.

Cette période de prospérité dura partout jusque dans le second semestre 1929, non sans que, surtout à partir du commencement de cette année là, des excès spéculatifs considérables aient eu lieu, notamment en Amérique. La

conjoncture se renversa à l'étranger en septembre-octobre : les répercussions économiques de ce revirement, toutefois, ne furent pas immédiatement perceptibles en France.

A dater du second trimestre 1930, cependant, tous les indices ont concouru à prouver que nous allions aussi être atteints par le marasme universel : de fait, la crise s'est rapidement développée à son tour sur notre territoire. Elle y est aujourd'hui au maximum d'acuité observé depuis l'origine.

Il faut ajouter encore que, depuis six mois, des préoccupations monétaires, de crédit et, aussi, de politique internationale ont pesé sur un grand nombre de pays : nous n'en avons eu qu'un contre-coup atténué, mais une ambiance morale peu satisfaisante en est résultée.

Un dernier fait à souligner est la solidarité internationale des marchés boursiers : sans doute, pour des raisons particulières, n'ont-ils pas eu toujours au même instant une allure identique (New-York, par exemple, ayant témoigné d'une fermeté exceptionnelle de janvier à octobre 1929, tandis que depuis mars de la même année les cours tendaient à fléchir à Londres et à Paris); dans l'ensemble, néanmoins, les mêmes phases de fermeté et de dépression ont été enregistrées partout.

Les éléments de l'enquête permettant d'essayer de dégager quelques enseignements des variations du rendement des valeurs à revenu variable sont maintenant groupés — sommairement, je m'en excuse, mais je crois, suffisamment. Que déduire de tout cela ?

* * *

IV. — ENSEIGNEMENT DES FAITS

1^o Signification boursière des fluctuations du rendement des valeurs à revenu variable. — Nous venons de voir qu'au début de la dernière décade une hausse des dividendes (payés ou annoncés) ne fut pas accompagnée d'une hausse parallèle des cours : on peut en déduire qu'à cette époque, le public boursier surestima les effets de la crise antérieure, ne mesura pas tout de suite la portée de la reprise, en attendit confirmation avant de s'intéresser plus résolument aux valeurs à revenu variable. L'élévation du rendement de ces titres exprima, alors, un certain pessimisme de la Bourse à l'égard des perspectives futures de nos entreprises.

A dater de mai 1922 et jusqu'en mars 1924, le sentiment inverse domina : les dividendes continuèrent à monter, mais les cours haussèrent beaucoup plus vite; désormais franchement optimiste, la Bourse jugea que la majoration des rémunérations ne traduisait qu'imparfaitement l'amélioration de la situation intrinsèque des entreprises et escompta par anticipation leur développement ultérieur.

De mars 1924 à mai 1925 les dividendes ne cessèrent pas d'augmenter, mais, sous l'impression défavorable des embarras monétaires et financiers et d'inquiétudes politiques, les cours ne suivirent pas une évolution parallèle : on pensa que la prospérité ne durerait pas et on se porta avec moins d'empres-

sement vers des valeurs dont la rémunération ne paraissait plus devoir augmenter.

L'année suivante, les faits ayant démenti les prévisions pessimistes — car les dividendes se maintinrent aisément —, une sorte d'équilibre s'établit entre les cours et les rémunérations : indécise, la Bourse ne crut plus à une crise prochaine, mais ne tabla pas non plus sur une brillante reprise.

A partir de mars 1926, bien qu'aucun symptôme net d'expansion industrielle et commerciale ne fût encore perceptible, une ascension accentuée et durable des cours se dessina : la cause initiale en doit être attribuée à la tension des changes étrangers, interprétée comme de nature à stimuler la plupart de nos exploitations, et à la « fuite devant le franc », déterminant l'abandon des placements en valeurs à revenu fixe et la recherche de « valeurs or », de « valeurs refuges ».

Logiquement, le revirement de la tendance monétaire aurait dû produire un choc en retour : effectivement, le rendement des valeurs à revenu fixe en fut aussitôt modifié; mais — sauf un palier de quelques semaines — celui des valeurs à revenu variable continua à fléchir : c'est parce qu'alors une masse de capitaux évadée de France rentra dans notre pays et put alimenter tous les compartiments du marché des valeurs mobilières, parce que l'on comprit que le retour à la stabilité monétaire consoliderait la situation de nos entreprises, et que l'on en conclut — chez nous et plus encore à l'étranger — que des réadaptations favorables aux actionnaires s'en suivraient. A compter de la mi-1927, la notion du rendement fut pratiquement perdue de vue : les augmentations de capital et distributions de réserve procurèrent aux porteurs de valeurs mobilières à revenu variable des avantages beaucoup plus substantiels que les dividendes proprement dits, et s'il n'en avait pas été fait état dans les statistiques que j'ai citées on serait tombé à des rendements moyens infimes (de moins de 1 % parfois); mais le public, persuadé que ces répartitions ne correspondaient qu'à une part modeste de réserves peu à peu constituées, ne se borna pas à sanctionner les résultats directs et indirects acquis : il joua l'épanouissement ultérieur d'une prospérité à laquelle n'était plus assignée de limite; et ce fut l'heure des théories un instant célèbres de la « valeur intrinsèque de l'action », des chances de « gain en capital », de la fixation automatique des cours au coefficient 5 d'avant-guerre, etc.

Les conséquences de ce mouvement sur la courbe du rendement furent atténuées, dans la seconde partie de l'exercice 1928, par la hausse notable des rémunérations (surtout par les multiples augmentations de capital alors réalisées) : de ce chef, un équilibre relatif apparut.

A partir de mars 1929, l'augmentation des profits attachés aux actions n'empêcha pas la baisse des cours : aucun signe annonciateur de crise ne se révélait cependant, mais l'exagération folle de la spéculation américaine fit office de « ventouse » et, attirant les capitaux en foule à Wall Street, anémia les marchés européens.

Lorsqu'éclata le krach boursier de New-York, en octobre 1929, et quand la courbe de la conjoncture se renversa brusquement à l'étranger, les cours de nos valeurs à revenu variable réagirent profondément : leurs rémunérations, cependant, ne cessèrent pas, de longtemps, de monter encore, et les indices

généraux restèrent favorables chez nous pendant plusieurs mois; mais, à la lumière des récents événements, on comprit que des exagérations avaient été commises, on renonça à la doctrine des plus-values de capital, et l'on recommença à tenir compte des rendements.

Un palier plus raisonnable se serait peut-être établi si le marasme n'avait pas affecté nos entreprises à leur tour : aussitôt qu'il fut patent que nous aussi serions atteints, la Bourse, anticipant une fois de plus, escompta des réductions de dividendes beaucoup plus sévères que celles qui lui étaient annoncées, et son pessimisme provoqua une régression des cours infiniment plus marquée que celle des rémunérations; c'est ainsi que nous sommes arrivés en septembre dernier au rendement maximum de toute la période, rendement qui serait bien plus élevé que 4,75 % si, pour le calculer, on n'avait pas tenu compte des derniers renseignements (permettant de savoir que certaines répartitions seront totalement supprimées en 1932 au titre de 1931 et que d'autres seront considérablement minorées). La légère détente observée dans le rendement en octobre peut laisser supposer que la Bourse considère le rajustement des cours aux revenus présumés comme à peu près réalisé mais il serait toutefois imprudent de tirer des conclusions de constatations ne portant que sur un mois.

De ces remarques on déduira sans doute avec moi que l'allure de la courbe du rendement moyen des valeurs mobilières exprime : soit l'appréciation momentanée de la Bourse quant aux perspectives futures d'évolution des rémunérations attachées aux actions; soit le plus ou moins grand attrait que ces rémunérations exercent sur les porteurs de titres.

Au début de 1922, le public boursier, pessimiste, a pensé que les augmentations de dividendes ne se poursuivraient pas, et pour ce motif la courbe du rendement s'est élevée; par la suite, le raisonnement contraire a prévalu; une nouvelle vague de pessimisme, d'ailleurs peu violente, a déferlé fin 1924 et commencement 1925; l'optimisme lui a succédé, puis le « problème du rendement » a presque totalement cessé d'être pris en considération. On s'en est de nouveau préoccupé à dater de mars 1929 : et aujourd'hui, l'ambiance psychologique est telle que l'on juge la régression future des dividendes certaine, et que les cours baissent en conséquence plus vite que les répartitions. L'inégalité entre les mouvements des deux séries est d'ailleurs très différente selon les groupes, signe que les appréhensions sur le sort des diverses affaires ne sont pas identiques.

Les fluctuations du rendement des valeurs à revenu variable apparaissent donc comme un baromètre : lorsqu'elles se présentent dans le sens de la baisse, elles signifient que la Bourse attend dans l'avenir une amélioration de la position des entreprises; quand elles sont tournées vers la hausse — comme c'est le cas depuis plus d'un an — elles prouvent que la Bourse croit à une aggravation de leur position.

Mais si, dans leur ensemble, ces interprétations un peu élémentaires peuvent être acceptées, des précautions s'imposent pour en tirer des conclusions précises : les influences exercées sur la tendance des marchés des valeurs mobilières sont, en effet, si complexes que de fâcheuses erreurs résulteraient d'observations limitées à un seul groupe d'éléments.

2° *Précautions à prendre dans l'interprétation des résultats.* — Ce que je viens

d'énoncer quant à la signification des fluctuations du rendement des valeurs à revenu variable me semble absolument juste lorsqu'aucun facteur de perturbation ne surgit. Les perturbations sont, malheureusement, monnaie courante dans ce milieu éminemment fluide et nerveux qu'est la Bourse.

Nous en avons vu maints exemples, entre 1922 et l'heure actuelle : inquiétudes politiques intérieures, angoisses monétaires, entraînement des places étrangères, ont, successivement, commandé les variations de cours plus directement que les indications venant de la conjoncture économique proprement dite, et, par voie de conséquence, ont porté leurs indices à des niveaux différents de ceux qu'eût justifiés la marche pure et simple des dividendes.

Chaque fois qu'une telle influence - d'ordre nettement psychologique — s'est manifestée, les fluctuations du rendement ont acquis un caractère brusqué, presque erratique, et des revirements brutaux s'en sont suivis, tout différents de ceux que peuvent expliquer les changements toujours plus lents, plus progressifs, de la marche de l'activité économique.

Si ces perturbations n'existaient point, l'examen des courbes des rendements conduirait à des pronostics d'avenir assez sûrs : on pourrait estimer, par exemple, en période de détente (c'est-à-dire de hausse des cours plus forte que celle des rémunérations, ou de baisse des cours plus faible que celle des rémunérations) que la tendance boursière se modifiera aussitôt que les indices économiques révéleront l'approche d'un changement de l'allure des distributions (ralentissement de leur augmentation ou arrêt de leur fléchissement). Mais l'expérience montre à l'évidence que de telles conclusions seraient trop rudimentaires : les influences externes jouent aussi, et leur prévision, toujours malaisée, est parfois impossible à quelques semaines d'avance.

Est-ce à dire qu'en raison de ces interventions extra-économiques, parasites, l'examen des fluctuations des rendements devienne inutile ? Je ne le pense pas.

Ces fluctuations ont, à la longue, pour base essentielle la prévision de l'évolution économique. Si donc on parvient à faire à chaque époque la part des causes psychologiques d'emballlement ou de défaitisme boursier, on réussira à dégager une tendance de fond durable.

Il restera alors, pour porter un jugement rationnel sur l'avenir des cours, à apprécier — à l'aide de tous les renseignements sur l'évolution économique — si le jugement des porteurs d'action est ou non conforme à la réalité, si leurs anticipations sont ou non exagérées.

A l'heure actuelle, le rendement très élevé résultant des derniers rapports entre les cours et les rémunérations des valeurs à revenu variable paraît attester que l'opinion boursière est nettement pessimiste sur le développement probable de la crise et de ses ravages en France. Elle n'a pas encore ratifié les réductions de dividendes effectivement enregistrées ou annoncées. Si aucun autre élément ne pesait sur le marché, il y aurait tout bonnement à se poser la question que voici : les indices économiques justifient-ils ce pessimisme ? Dans l'affirmative, on devrait conclure à la continuation de la baisse des cours ; dans la négative, il serait sage d'admettre qu'une reprise aura lieu prochainement. Les indices français mettent en relief, pour l'instant, une sensible aggravation du marasme, tandis que quelques lueurs d'espoirs se manifestent au dehors : on pourrait donc estimer que nous approchons du terme de la dépression bour-

sière, le réveil d'activité à l'étranger étant de nature à ranimer peu à peu nos propres affaires.

Mais d'autres points d'interrogation, non résolus, subsistent qui obscurcissent l'avenir. L'ère d'instabilité monétaire ouverte avec la suspension de la convertibilité de la livre sterling en or se prolongera-t-elle en amenant de nouveaux désordres cambistes, ou cessera-t-elle à bref délai? Le dollar, ébranlé par les retraits massifs de dépôts des banques américaines et les expéditions de métal jaune vers l'Europe qui en ont été l'incidence immédiate, résistera-t-il et demeurera-t-il monnaie saine? La tenue du mark pourra-t-elle être assurée? Plus généralement, arrivera-t-on à « dégeler » les crédits à court terme si fâcheusement immobilisés en Allemagne, d'abord, et un peu partout dans le monde? Les débloquera-t-on sans recourir à de dangereux procédés inflationnistes et sans provoquer d'accidents par des mesures trop brutales? Certaines grandes entreprises internationales (et d'autres purement françaises) surmonteront-elles les embarras (le plus souvent de trésorerie) qui les assaillent ou, acculées, tomberont-elles, entraînant d'autres affaires dans leur chute? Nos charges fiscales, qui ne seront pas réduites l'an prochain en raison du gonflement démesuré de notre budget, ne grèveront-elles pas dangereusement nos prix de revient en face de la concurrence mondiale?

Hors d'état de se former sur ces perspectives une opinion motivée — parce que trop « d'impondérables » contribueront à faire pencher la balance du bon ou du mauvais côté — le public se réserve, s'inquiète et thésaurise. Et, par là, il rend plus maussades les Bourses et pousse à la tension des rendements... en même temps que son attitude est une source d'aggravation de la crise.

Que le facteur psychologique vienne à se renverser, et la position technique accusée par la récente élévation des rendements des valeurs à revenu variable méritera d'être analysée de très près : il est vraisemblable qu'une ambiance moins morose déterminera un redressement des cours avant même que n'augmentent les dividendes; il s'agira, alors, de scruter avec un soin particulier l'allure des indices économiques pour apprécier si elle est de nature à améliorer ou empirer les répartitions bénéficiaires des entreprises : selon l'une ou l'autre hypothèse, on pourra confirmer ou infirmer le renversement de la tendance boursière. Cette étude, au surplus, devra porter non seulement sur l'ensemble mais aussi sur chaque groupe susceptible d'être soumis à des conditions propres.

* * *

On aperçoit ainsi que l'observation des seules fluctuations des rendements ne saurait conduire à des résultats bien positifs. En ce domaine comme dans toute la matière économique règne trop de complexité pour qu'il soit permis de réduire les analyses à des données simples.

Mais, cette réserve faite, on reconnaîtra avec moi que, si on le combine avec d'autres enquêtes, l'examen des vicissitudes des rendements des valeurs à revenu variable n'est pas sans intérêt : par lui, on peut « tâter le pouls de la Bourse » à chaque instant, voir si elle ratifie l'apparente activité économique du moment, estime qu'elle se fortifiera ou se débilitera, ou — ce fut le cas lors

du « boom de 1928-1929 » et ce l'est encore dans le marasme actuel — détourne ses préoccupations des dividendes, pour concentrer son attention sur d'autres objets.

On aura constaté aussi que, dans le passé, lorsque les rendements moyens se sont — sous des influences externes — manifestement écartés de la normale, des exagérations ont été commises, finalement payées d'un renversement des cours, plus ou moins tardif mais toujours très accusé.

Une éducation plus complète de la clientèle boursière, une documentation mieux étoffée et plus rapide, éviteraient certainement dans une large mesure ces exagérations, évidemment préjudiciables à l'économie générale.

En est-il commis aujourd'hui ? Si les problèmes extra-économiques que j'ai signalés ci-dessus ne se posaient pas, je répondrais personnellement par l'affirmative. Mais devant les questions en suspens l'économiste ne peut pas se comporter autrement que le boursier : il lui faut attendre que les nuages se dissipent... ou crèvent !

Paris, 18 novembre 1931.

René THERY.

TABLEAU I

Indices des cours, Indices des revenus et rendement net moyens mensuels des valeurs à revenu variable à la Bourse de Paris du 1^{er} janvier 1922 au 31 décembre 1930 (1).

(Base des indices = 100 pour la moyenne de 1913; rendement moyen de 1913 = 3.78 %.)

1922	Cours	Revenu	Ren- dement	1925	Cours	Revenu	Ren- dement	1928	Cours	Revenu	Ren- dement
Janv. . .	112	130	4,39	Janv. . . .	200	200	3,78	Janv. . . .	345	272	2,98
Févr. . .	108	131	4,69	Févr. . . .	197	201	3,86	Févr. . . .	334	273	3,09
Mars. . .	108	132	4,61	Mars. . . .	199	203	3,86	Mars. . . .	368	273	2,80
Avril. . .	106	133	4,75	Avril. . . .	200	205	3,87	Avril. . . .	413	279	2,54
Mai. . . .	110	133	4,56	Mai.	190	207	4,11	Mai.	419	288	2,59
Juin. . . .	111	133	4,53	Juin.	194	209	4,08	Juin.	421	291	2,62
Juill. . . .	115	133	4,37	Juill.	208	211	3,84	Juill.	397	312	2,97
Août. . . .	125	132	3,99	Août.	208	213	3,87	Août.	441	314	2,69
Sept. . . .	124	132	4,03	Sept.	204	215	4,00	Sept.	451	315	2,64
Oct.	131	132	3,81	Oct.	198	217	4,15	Oct.	450	317	2,66
Nov.	137	132	3,64	Nov.	202	219	4,10	Nov.	467	320	2,59
Déc.	139	132	3,59	Déc.	206	221	4,05	Déc.	483	321	2,52
Moy ann.	119	132	4,24	Moy. ann.	200	210	3,96	Moy. ann.	415	298	2,72
1923				1926				1929			
Janv. . . .	152	135	3,36	Janv.	211	223	4,00	Janv.	544	323	2,34
Févr. . . .	158	138	3,30	Févr.	216	225	3,94	Févr.	548	330	2,28
Mars. . . .	154	141	3,46	Mars.	205	227	4,18	Mars.	535	337	2,38
Avril. . . .	168	144	3,44	Avril.	207	227	4,13	Avril.	518	338	2,47
Mai.	160	147	3,47	Mai.	211	227	4,06	Mai.	512	346	2,55
Juin.	170	150	3,34	Juin.	229	227	3,75	Juin.	491	378	2,91
Juill.	180	153	3,18	Juill.	260	228	3,31	Juill.	497	378	2,88
Août.	186	156	3,17	Août.	254	228	3,40	Août.	511	378	2,85
Sept.	177	160	3,42	Sept.	269	228	3,20	Sept.	518	378	2,76
Oct.	182	161	3,34	Oct.	259	228	3,34	Oct.	489	383	2,95
Nov.	192	162	3,19	Nov.	239	228	3,60	Nov.	461	384	3,15
Déc.	198	163	3,11	Déc.	232	228	3,70	Déc.	480	384	3,02
Moy. ann.	172	151	3,31	Moy. ann.	233	227	3,72	Moy. ann.	508	361	2,70
1924				1927				1930			
Janv. . . .	208	164	2,98	Janv.	255	238	3,52	Janv.	493	385	2,96
Févr. . . .	222	164	2,79	Févr.	262	248	3,58	Févr.	481	385	3,02
Mars. . . .	199	169	3,21	Mars.	280	259	3,49	Mars.	478	386	3,05
Avril. . . .	202	174	3,26	Avril.	301	270	3,38	Avril.	479	386	3,04
Mai.	204	179	3,32	Mai.	293	270	3,47	Mai.	455	391	3,24
Juin.	204	184	3,41	Juin.	281	269	3,62	Juin.	448	384	3,24
Juill.	212	190	3,39	Juill.	291	269	3,49	Juill.	438	382	3,29
Août. . . .	210	197	3,54	Août.	288	268	3,52	Août.	427	382	3,38
Sept. . . .	211	197	3,53	Sept.	292	268	3,47	Sept.	421	382	3,43
Oct.	216	198	3,46	Oct.	294	270	3,47	Oct.	399	381	3,63
Nov.	208	199	3,62	Nov.	294	271	3,52	Nov.	385	380	3,73
Déc.	202	200	3,74	Déc.	315	272	3,26	Déc.	340	374	4,16
Moy. ann.	208	185	3,35	Moy. ann.	287	264	3,48	Moy. ann.	437	383	3,35

(1) Documentation établie par M. Jean Dessirier. Moyennes calculées sur un portefeuille de 300 valeurs à revenu variable.

TABLEAU II

Indices moyens mensuels des cours des valeurs à revenu fixe, Rendement net moyen mensuel des valeurs à revenu fixe et des valeurs à revenu variable à la Bourse de Paris du 1^{er} janvier au 31 décembre 1930 (1).

(Base des indices = 100 pour la moyenne de 1913; rendement moyen de 1913 : 3,73 % pour valeurs à revenu fixe, 3,78 % pour valeurs à revenu variable.)

1922	Cours r. fixe	Rend. r. fixe	Rend. r. var.	1925	Cours r. fixe	Rend. r. fixe	Rend. r. var.	1928	Cours r. fixe	Rend. r. fixe	Rend. r. var.
Janv. . . .	72,5	6,03	4,29	Janv. . . .	59,2	8,40	3,73	Janv. . . .	80,4	5,64	2,98
Févr. . . .	73,5	5,90	4,59	Févr. . . .	57,6	8,85	3,86	Févr. . . .	80,2	5,65	3,09
Mars	74,3	5,81	4,61	Mars	58,7	8,68	3,86	Mars	80,3	5,65	2,80
Avril	74,4	5,79	4,75	Avril	58,3	8,71	3,87	Avril	81,3	5,55	2,74
Mai.	74,6	5,72	4,56	Mai.	55,9	9,25	4,00	Mai.	81,8	5,48	2,59
Jun.	74,3	5,75	4,53	Jun.	52,6	9,90	4,00	Jun.	84,3	5,21	2,62
Juill. . . .	75,7	5,69	4,37	Juill. . . .	58,7	8,68	3,84	Juill. . . .	83,7	5,22	2,97
Août. . . .	77,0	5,49	3,99	Août. . . .	58,0	8,79	3,87	Août. . . .	84,9	5,11	2,60
Sept. . . .	76,8	5,53	4,03	Sept. . . .	57,3	8,99	4,00	Sept. . . .	84,9	5,09	2,64
Oct.	76,5	5,55	3,85	Oct.	55,1	9,34	4,15	Oct.	84,4	5,12	2,66
Nov.	75,7	5,65	3,64	Nov.	52,3	9,97	4,10	Nov.	83,8	5,15	2,59
Déc.	75,8	5,65	3,59	Déc.	54,3	9,60	4,15	Déc.	84,1	5,13	2,52
Moy. ann.	75,1	5,71	4,24	Moy. ann.	57,4	9,10	3,96	Moy. ann.	82,8	5,33	2,72
1923				1926				1929			
Janv. . . .	74,8	5,74	3,36	Janv. . . .	57,0	8,87	4,00	Janv. . . .	83,6	5,08	2,24
Févr. . . .	74,6	5,78	3,30	Févr. . . .	57,8	8,73	3,94	Févr. . . .	81,8	5,19	2,28
Mars	74,1	5,85	3,46	Mars	56,6	8,92	4,18	Mars	81,7	5,19	2,38
Avril	74,3	5,84	3,44	Avril	57,2	8,80	4,13	Avril	83,0	5,15	2,47
Mai.	73,5	5,93	3,47	Mai.	56,5	8,94	4,06	Mai.	84,2	5,05	2,55
Jun.	73,4	5,95	3,34	Jun.	54,3	9,52	3,75	Jun.	84,8	4,92	2,91
Juill. . . .	73,8	5,93	3,18	Juill. . . .	54,6	9,49	3,31	Juill. . . .	84,6	4,95	2,88
Août. . . .	73,9	5,93	3,17	Août. . . .	56,6	8,86	3,40	Août. . . .	84,8	4,89	2,85
Sept. . . .	73,3	6,02	3,42	Sept. . . .	56,7	8,84	3,20	Sept. . . .	86,9	4,69	2,76
Oct.	73,1	6,10	3,34	Oct.	58,4	8,33	3,34	Oct.	86,6	4,69	2,95
Nov.	71,0	6,35	3,19	Nov.	60,2	8,08	3,60	Nov.	87,7	4,62	3,15
Déc.	69,8	6,50	3,11	Déc.	62,9	7,70	3,70	Déc.	92,9	4,04	3,02
Moy. ann.	72,5	5,91	3,31	Moy. ann.	57,0	8,76	3,72	Moy. ann.	85,2	4,87	2,70
1924				1927				1930			
Janv. . . .	68,9	6,69	2,98	Janv. . . .	66,0	7,18	3,52	Janv. . . .	97,6	3,75	2,96
Févr. . . .	69,1	6,69	2,79	Févr. . . .	65,4	7,23	3,58	Févr. . . .	96,4	3,78	3,02
Mars	68,3	6,72	3,21	Mars	71,0	6,50	3,49	Mars	95,6	3,86	3,05
Avril	68,4	6,60	3,26	Avril	73,9	6,24	3,38	Avril	94,9	3,91	3,04
Mai.	66,4	6,75	3,32	Mai.	72,7	6,50	3,47	Mai.	95,2	3,90	3,24
Jun.	66,5	6,73	3,41	Jun.	72,1	6,58	3,62	Jun.	95,6	3,87	3,24
Juill. . . .	66,8	6,70	3,39	Juill. . . .	72,2	6,57	3,49	Juill. . . .	95,5	3,92	3,29
Août. . . .	67,4	6,65	3,54	Août. . . .	72,6	6,53	3,52	Août. . . .	96,7	3,76	3,38
Sept. . . .	65,4	7,05	3,53	Sept. . . .	73,1	6,49	3,47	Sept. . . .	96,0	3,84	3,43
Oct.	62,7	7,50	3,46	Oct.	72,3	6,56	3,47	Oct.	95,5	3,89	3,63
Nov.	61,0	7,90	3,62	Nov.	72,7	6,53	3,52	Nov.	94,8	3,94	3,73
Déc.	59,8	8,20	3,74	Déc.	76,8	6,07	3,26	Déc.	93,9	3,97	4,26
Moy. ann.	65,9	7,02	3,35	Moy. ann.	71,7	6,58	3,48	Moy. ann.	95,6	3,87	3,35

(1) Documentation établie par M. Jean Dessrier, Calculs faits sur 12 groupes de valeurs à revenu fixe.

TABLEAU III

Indices des Cours, Indices des revenus et rendement net moyens mensuels des valeurs à revenu variable, indices des cours et rendement net moyens mensuels des valeurs à revenu fixe à la Bourse de Paris du 1^{er} janvier au 30 septembre 1931 (1).

	Cours		Revenu Val. r. var.	Rendement net	
	r. var.	r. fixe		r. var.	r. fixe
Janvier	366	95,9	373	3,85	3,86
Février	372	96,9	370	3,76	3,75
Mars	359	97,9	370	3,89	3,67
Avril	338	98,9	365	4,48	3,60
Mai	321	98,5	355	4,18	3,69
Juin	330	98,9	344	3,94	3,61
Juillet	310	99,0	342	4,16	3,58
Août	304	99,6	340	4,22	3,51
Septembre	282	95,8	330	4,75	3,78
Octobre	251	94,9	310	4,67	3,87

(1) Documentation établie par M. Jean Dessirier. Mêmes bases que pour les tableaux précédents.

TABLEAU IV

Rendement net moyen mensuel par groupes des valeurs à revenu variable à la Bourse de Paris en 1931 (1).

	Janv. 1931	Févr. 1931	Mars 1931	Avril 1931	Mai 1931	Juin 1931	Juill. 1931	Août 1931	Sept. 1931
Banques	3,51	3,60	3,68	3,74	3,88	3,81	4,04	4,06	4,61
Assurances	3,72	3,58	3,55	4,19	4,53	4,45	4,64	4,66	5,40
Houillères du Centre	3,91	4,00	3,80	4,02	4,01	4,13	4,00	3,74	4,37
Houillères du Nord	2,50	2,65	2,75	3,03	3,06	2,72	2,87	3,00	3,60
Industries extractives diverses	3,31	2,95	3,35	3,64	3,58	3,44	3,60	3,70	4,12
Forges et Aciéries	3,42	3,34	3,60	3,62	4,10	3,74	4,26	4,31	5,37
Constructions mécaniques. — Métaux	4,27	4,08	4,26	4,45	4,59	4,52	4,82	5,05	5,85
Constructions navales	4,22	4,16	4,35	4,40	4,54	5,04	5,06	5,28	6,17
Matériaux de construction	3,82	3,79	3,91	4,02	4,23	4,14	4,46	4,73	5,57
Produits chimiques	3,49	3,48	3,77	3,84	3,82	3,68	4,00	4,55	4,52
Industries textiles	5,20	5,03	5,36	5,31	4,85	3,84	3,74	3,71	4,07
Chemins de fer, grands réseaux	3,92	3,89	3,94	4,06	4,19	4,10	4,14	4,15	4,61
Chemins de fer divers. — Transports urbains	4,44	4,34	4,36	4,45	4,49	4,54	4,56	4,55	4,80
Navigation	4,83	4,42	4,54	4,71	4,37	3,58	3,68	3,73	4,27
Gaz	2,93	2,86	2,92	3,02	3,27	3,22	3,33	3,19	3,79
Électricité	2,95	2,93	2,96	3,19	3,39	3,08	3,20	3,22	3,74
Industries diverses	3,94	3,88	3,94	4,16	4,14	3,88	3,90	3,85	4,23
Commerces divers	4,40	4,37	4,43	4,37	4,44	4,45	4,50	4,52	4,93
Sociétés coloniales	3,18	3,04	3,23	3,32	3,67	3,08	3,75	3,80	4,75
Sociétés françaises exploitées à l'étranger	4,05	3,64	3,77	4,18	3,69	3,18	3,46	3,52	4,09
	3,85	3,76	3,89	4,08	4,18	3,94	4,16	4,22	4,75
Valeurs étrangères	4,77	4,71	5,06	4,85	4,46	3,84	4,23	4,53	5,65

(1) Documentation fournie par M. Jean Dessirier. Mêmes bases que dans les tableaux précédents.