

ANDRÉ BARTHE

Étude sur le change espagnol

Journal de la société statistique de Paris, tome 64 (1923), p. 370-376

http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1923__64__370_0

© Société de statistique de Paris, 1923, 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/>

III

ÉTUDE SUR LE CHANGE ESPAGNOL

I

Dans le courant du mois de juillet 1914 les changes étrangers étaient cotés à Madrid, après une longue et violente pression sur la peseta, presque au pair de celle-ci : le papier sur Paris à 103,90 % et la £ à 25,90, mais, dès le début de la grande guerre, il fut visible que l'interchange espagnol, pris dans sa plus ample expression, se modifiait à vue d'œil et, avec lui, l'évaluation de la peseta en monnaies étrangères, même sur les marchés de pays à étalon d'or, tels que les Etats-Unis (1); au mois de mai 1918, le cours de Paris était de 62,60 pesetas pour cent francs; la £ moins atteinte que le franc par les incidences de la guerre valait 16,95 pesetas; le dollar fut coté pendant le premier semestre de cette même année à 3,05 pesetas. La fin des hostilités amena une forte détente de ces prix et à la fin de 1918, nous trouvons les cent francs à 91,70, la £ à 23,72 et le dollar à 5,16.

A partir de 1914, la position de la peseta, par rapport aux monnaies étrangères, évolua rapidement et, quand nous traçons ces lignes, elle se présente comme suit (nous ne citons que quelques changes) :

	Pesetas
1 dollar.....	6,96
1 livre sterling.....	32,10
1 franc suisse.....	1,21
1 franc français.....	0,41
1 franc belge.....	0,34
1 lire.....	0,30

En moins de neuf ans la monnaie espagnole a été cotée au-dessous des principales monnaies étrangères, les a dépassées et, maintenant, elle est au-dessous des unes et au-dessus des autres; c'est une transformation complète du marché des changes étrangers. Essayons de l'expliquer.

(1) De 1914 à 1919, les E.-U. expédièrent en Espagne des centaines de millions en or pour compte des neutres et des Alliés.

Il semble évident que les différences de valeur dont il s'agit résultent de la balance des comptes de l'Espagne avec ses clients : créancière ou débitrice, selon les circonstances, mais il ne suffit pas de le supposer, il faut le prouver et, pour ce faire, s'entourer du plus grand nombre possible de renseignements; le premier d'entre eux et le plus visible est le mouvement du commerce extérieur dont voici le résumé :

	Importation	Exportation
	—	—
	En millions de pesetas	
1919.....	896	1.304
1920.....	1.396	1.010
1921.....	1.260	798
Totaux.....	<u>3.552</u>	<u>3.112</u>
Différence.....		440

Après les marchandises, le métal jaune; nous ne faisons pas mention de l'argent.

Années	Entrées	Sorties
—	—	—
	En millions de pesetas	
1919.....	184	0,5
1920.....	7,4	4,9
1921.....	0,1	3,6
Totaux.....	<u>191,5</u>	<u>9,0</u>
Excédent des entrées.....		182

La comparaison de ces deux tableaux démontre que la diminution des exportations et des entrées d'or coïncide avec la reprise des anciens courants commerciaux; la Péninsule vend beaucoup moins et achète beaucoup plus que pendant la guerre, d'où l'obligation de faire au dehors des paiements très considérables. Cette rupture dans la compétition de son commerce extérieur semble être devenue exceptionnellement forte en 1922, mais il faut tenir compte que jusqu'à 1921 inclus, on n'avait pas changé les valeurs arbitrées par les Douanes, ce qui fait qu'il n'y a pas de comparaison possible avec les valeurs de 1922.

Cette réserve faite, voici le détail du commerce extérieur en 1922, sans les métaux précieux : il est sorti 3.000.000 d'or en tout.

Importations.....	Millions.	3.033
Exportations.....		<u>1.449</u>
Différence.....		1.582

au débit des importations, sans lui accorder une influence décisive sur la prime cotée par quelques changes, il est permis de croire qu'elle y contribue; mais il faut en avoir l'évidence et en parcourant, pour plus ample informé, les tableaux du commerce extérieur nous observons que le tonnage enregistré dans les ports espagnols a été modifié comme suit :

Années	Milliers de tonnes	
	Déchargées	Chargées
—	—	—
1918.....	5.784	14.871
1922.....	4.716	7.026
Moins.....	<u>1.068</u>	<u>7.845</u>
Environ.....	20 %	50 %

La diminution des sorties en plus fortes proportions que les entrées est un argument en faveur de l'existence d'un découvert au débit de l'Espagne, par la baisse de ses disponibilités à l'étranger et cela d'autant plus que la composition du tonnage déchargé n'est pas la même en 1922 qu'en 1913; dans cette dernière année, les entrées de combustibles minéraux s'élevaient à 3.100 tonnès, et celles des autres marchandises à 2.684.000 tonnes. En 1922, ces deux groupes de produits représentent 1.614.000 et 3.102.000 tonnes, respectivement : les marchandises autres que les combustibles minéraux dépassent de 430.000 tonnes le chiffre de 1913 et cet excédent se compose surtout d'objets fabriqués de plus de valeur que la houille ou le coke : ceci pour les entrées; dans les sorties, il faut retrancher un tonnage assez considérable correspondant aux minerais extraits de concessions appartenant à des étrangers. Ils ne représentent pas un encaissement net pour l'Espagne et on ne peut pas faire figurer intégralement leur valeur dans les exportations.

Les frets sont bon marché, mais sur les 4.716.000 tonnes déchargées en 1922, plus de 3.300.000 sont arrivées sous pavillon étranger : c'est un renfort pour la carte à payer.

En principe, les *Etats-Unis* sont créanciers de l'Espagne pour de très fortes sommes, du chef de la balance du commerce extérieur; cependant, au début de 1920, leur change était encore au pair avec la peseta, mais, dans le courant de cette même année il se releva de 50 % et actuellement il cote au-dessus de 30 % sur le pair.

Quel a été le motif de ce changement si rapide?

A notre avis, il résulte des faits suivants :

a) En 1920, l'Espagne encaissa des soldes provenant d'affaires conclues en 1919;

b) Les *Etats-Unis* avaient embauché en Espagne beaucoup d'ouvriers et de marins marchands avec de hauts salaires dont une partie prenait le chemin de la Péninsule et diminuait d'autant les remises à faire par celle-ci pour rembourser des achats de marchandises faits aux *Etats-Unis*;

c) Au moment de la hausse du sucre, assez d'Hispano-cubains vendirent très cher des sucreries qu'ils possédaient à Cuba; il s'agissait de belles exploitations, quelques-unes valant plusieurs millions de dollars; le transfert de ces fonds opéré principalement par l'intermédiaire de banques nord-américaines tirait en arrière le cours du dollar.

A présent, la roue de la fortune a tourné : les affaires de guerre sont liquidées; la crise industrielle subie par l'Union entraîna le rapatriement d'une partie des immigrés espagnols et la disparition ou diminution de leurs envois d'espèces à la mère patrie; plus de ventes d'immeubles à Cuba, à la suite de l'effondrement du prix du sucre : bref, les relations commerciales hispano-américaines ont repris leur cours normal qui est à l'avantage de la cote du dollar; le revenu des valeurs mobilières américaines, placées dans des portefeuilles espagnols, n'est pas assez élevé pour modifier cette situation.

La *Grande Bretagne* entretient avec la Péninsule ibérique un commerce actif, plus équilibré que celui des *Etats-Unis*, mais créateur aussi et encore plus en y ajoutant les importations des colonies anglaises et en retranchant

des exportations espagnoles une partie de la valeur des minerais extraits de concessions appartenant à des sujets anglais.

La Suisse est créancière de l'Espagne du chef de leurs échanges commerciaux, mais ce n'est pas quelques millions de pesetas de solde visible qui peuvent expliquer la prime de sa monnaie; celle-ci est favorisée par d'autres causes dont la prépondérante est que l'Allemagne convertit en chèques sur la Suisse, une partie de la valeur des marchandises qu'elle importe en Espagne.

Les dépenses touristiques ou autres des Espagnols en Suisse dépassent celles de Suisse en Espagne : l'Helvétie gère dans la Péninsule quelques affaires industrielles dont elle se fait expédier les revenus; ces deux dernières écritures du bilan des échanges ne sont pas très élevées.

II

Après avoir énuméré, incomplètement sans doute, les origines de la prime de divers changes étrangers sur la peseta, il faut passer en revue les causes de la prime de celle-ci sur d'autres monnaies.

Nous entrerons en matière en observant les évolutions du change sur Paris, parce que les rapports commerciaux et financiers franco-espagnols se chiffrent par centaines de millions et occupent une place très importante dans les affaires espagnoles.

Au début de la grande guerre, ce dernier pays était créancier de la France pour le bilan du commerce extérieur, bien que sa monnaie fût cotée au-dessous du franc. Cette anomalie avait sa raison d'être dans le fait que le montant des sommes reversées pour compte français dans la Péninsule dépassait le volume des encaissements des Espagnols en France.

Actuellement la peseta fait prime sur le franc, bien que le solde du commerce extérieur soit plutôt en faveur de la France, mais le renversement de la valeur respective de ces deux monnaies provient de la situation financière de la France et de ce que durant les hostilités, et même à présent, quoique en moindre échelle qu'alors, la France a vendu, ou mis en gage, dans la Péninsule quelques centaines de millions de pesetas de valeurs espagnoles. Dette extérieure, actions de banques, de mines, d'assurances, actions et obligations de chemins de fer : autant de revenus en moins à transférer en France tous les ans. Il y a en cours un escompte fait en 1918 aux banques françaises par les banques espagnoles; il sera liquidé à la fin de 1923 et comme il s'agirait d'une somme importante : 455.000.000 de pesetas, son remboursement contribue à accroître la demande de papier sur Madrid, sans contrepartie équivalente.

Le change français aurait encore été plus maltraité si les capitalistes et les spéculateurs espagnols alléchés par la prime de leur monnaie n'avaient pas employé en France quelques centaines de millions en valeurs mobilières ou en immeubles; sur le moment ces achats compensèrent des débits français, mais à présent, cet état de choses a été modifié : d'une part, la France n'a plus la jouissance des valeurs qu'elle a vendues et, d'autre part, le transfert

du revenu des placements faits en France, quand il est converti en pesetas pèse sur le cours du franc.

Il faut inscrire encore au passif du change français les envois de fonds faits à leur pays par les immigrés espagnols.

Les dépenses touristiques ou autres des Espagnols en France sont plus fortes que les dépenses des Français en Espagne, mais cet excédent ne représente qu'en petite partie de l'argent frais; nombre des immeubles acquis par des Espagnols sont occupés par leurs propriétaires, surtout au moment des vacances, et il n'y a pas de loyers encaissés; les frais de séjour des voyageurs sont payés très souvent par le revenu ou la vente de valeurs françaises.

La balance commerciale *hispano-belge* est à peu près en équilibre : s'il y a dépassement, c'est plutôt en faveur de la Belgique; la perte de son franc lui permet de tenir tête à l'industrie espagnole sur son propre marché, pour plusieurs objets fabriqués : elle dispose du reliquat de son portefeuille de valeurs espagnoles et du revenu de quelques affaires industrielles; le tout ne forme pas assez de pesetas pour compenser les causes générales de la dépréciation de sa monnaie.

L'interchange commercial *hispano-italien* n'est pas très actif et se liquide au débit de ce dernier pays; le produit des capitaux espagnols placés en Italie est peu important, mais dans l'état d'extrême sensibilité du marché des changes, les plus petits déplacements de fonds le modifient en plus ou en moins, comme il arrive dans ce cas.

III

Le mouvement du commerce extérieur et les ventes de valeurs mobilières ou d'immeubles ne sont pas les seuls facteurs à envisager dans l'étude des changes étrangers : il y en a d'autres et, en passant outre, on s'expose à de grosses erreurs : étudions-les.

Ainsi, la hausse du dollar et de la livre sterling résulterait-elle, en dehors des causes déjà énumérées, de quelques infractions aux principes de la saine politique financière et monétaire consacrée par la tradition?

Dans cet ordre de recherches, la première hypothèse qui se présente à l'esprit, à cause de sa fréquence, est celle d'une inflation monétaire. Or, la lecture du bilan de la Banque d'Espagne fait ressortir que le volume de sa circulation était le suivant à la fin des quatre dernières années, savoir :

	Millions de pesetas
1919.....	3.866
1920.....	4.326
1921.....	4.244
1922.....	4.136
En quatre ans.....	270

C'est une augmentation insignifiante à laquelle on ne peut attribuer aucune part dans la hausse des changes étrangers.

Deuxième hypothèse : l'or en circulation a-t-il été exporté pour un motif quelconque en creusant un vide dans les moyens de paiements? Mais le métal jaune ne circule pas depuis plus de quarante ans, et s'il n'y avait pas de numéraire pour les transactions, force aurait été de recourir à la planche aux billets et nous avons vu qu'il n'en est rien.

On peut encore supposer que l'encaisse-or de la Banque est minime par rapport à la circulation fiduciaire devenue inconvertible; la Banque conserve dans ses caves ou à l'étranger 2.561 millions de métal jaune : 60 % du total des billets émis. Avec cette masse d'espèces à laquelle on peut, éventuellement, ajouter plusieurs centaines de millions de métal blanc, le remboursement de la circulation est assuré.

Ce n'est donc pas l'inflation monétaire qu'il faut charger des méfaits du haut change.

Pour le combattre, on a suggéré de mettre en circulation une partie de l'or de la Banque; cette idée a été écartée parce qu'il y a une majorité d'avis pour croire qu'elle n'exercerait qu'un effet momentané sur le cours du change; une fois l'or exporté, et ce ne serait pas long, la prime se reproduirait et plus forte qu'auparavant.

La question des finances publiques tient sa place dans la cote des changes étrangers : à ce point de vue, on constate, depuis quelques années, que les budgets espagnols liquident en déficit et qu'on les équilibre par l'émission de Bons du Trésor à jet continu; plus de trois milliards et demi en circulation; c'est un système financier déplorable vivement critiqué, mais, dans l'état économique du pays et à condition de ne pas y persister, cette situation n'a aucun effet sur la cote des changes : il y a de quoi payer des impôts tout en faisant un gros sacrifice.

La prévision de l'avenir, c'est-à-dire la spéculation, joue un grand rôle dans cette sorte d'affaires : ç'a été pour participer au relèvement économique et financier des belligérants qu'on a acheté leurs valeurs mobilières ou leurs billets; les placements faits jusqu'en 1920 aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne sont en bénéfice notable; pour les autres achats, on attend les événements, mais il va sans dire que leurs porteurs suivent au jour le jour le mouvement de la circulation fiduciaire et du compte courant du Trésor dans les banques des pays qui les intéressent; si le solde de ces comptes s'améliore, ils conserveront leurs titres ou leurs dépôts d'espèces, sinon ils essaieront de s'en défaire.

On a remarqué dans le courant de ce mois une forte demande de livres sterling et de dollars qui ont tendu ces changes; il s'agit de placements, pas trop considérables faits dans ces deux pays, par des capitalistes espagnols et de rapatriement de fonds pour compte de tiers, opération qui explique la hausse du change sur la Suisse.

Dans le premier cas, il ne s'agit pas de spéculation proprement dite, mais bien d'une division de risques, du portefeuille de l'épargne espagnole.

La prime sur le dollar et sur la livre sterling, plus l'obligation de payer en or les droits de douanes, n'empêche pas la Grande-Bretagne et les Etats-Unis de concurrencer sur le marché intérieur espagnol les produits de son industrie

et, à plus forte raison, peuvent le faire les nations à change déprécié, mais, nous ne hasarderons pas des hypothèses au sujet de l'action du change sur la production du pays et son commerce extérieur parce que l'industrie n'a pas encore repris son assiette et il n'est vraiment pas possible d'isoler les facteurs de son travail pour préciser la part de chacun dans le coût de la marchandise.

A partir de 1915, on se querelle à propos de la hausse des prix; les personnes au courant de la portée économique de la guerre savaient bien qu'il était impossible de s'y soustraire; la majorité du public jugea qu'il suffirait pour l'éviter de faire la chasse aux exportations, ce qui n'arrêta pas la hausse du coût de la vie; malgré cet échec on n'est pas encore revenu au régime de la liberté commerciale absolue et, en cherchant bien, on trouverait peut-être dans ces restrictions de sortie des marchandises au moins une des causes de la décadence des exportations et, par ricochet, de la hausse du change.

L'idée de retenir en Espagne, pour plus de sûreté, le montant des bénéfices de guerre encaissés à l'étranger ne tarda pas à s'ouvrir du chemin dans l'opinion publique; les indications données ci-dessus au sujet des placements espagnols à l'étranger, et ils n'y sont pas tous, montrent l'inanité des mesures prises pour empêcher cet exode des capitaux.

Le marché à terme est inexistant; les amateurs d'émotions furent trop éprouvés pour avoir l'idée d'en rechercher de nouvelles avant que la situation des affaires soit éclaircie.

Soldes du commerce extérieur, ouverture de crédits, escomptes, ventes de valeurs immobilières et d'immeubles. circulation fiduciaire et sa couverture en or, liquidation des budgets de l'Etat espagnol, confiance dans la solvabilité des anciens belligérants, voilà les sources auxquelles nous avons puisé pour développer cette étude sommaire du marché du change étranger en Espagne (1).

Juillet 1923.

André BARTHE.
