

1. L'état des balances bilatérales et leur influence sur les taux de change

S'agissant de zones dont les régimes monétaires sont à étalon métallique, le pair du change entre deux monnaies est le taux de change qui égalise leurs valeurs en métal. Le pair légal est le rapport des prix légaux d'un même poids de fin monnayé dans les deux zones. En l'absence de changements dans les définitions légales des unités de compte – ce qui est le cas pour le franc, la livre sterling et le mark banco sur toute la période – le pair légal est constant ; ainsi, le pair légal de la livre sterling en franc, rapport du prix légal du kilogramme d'or fin à Paris (3444,44 F) et à Londres (£ 136,5675, après conversion de l'once standard) est de £ 1 = 25,2215 F (*cf.* Seyd, 1868, pp. 300-301).

La valeur courante d'une unité de compte peut cependant s'écarter de sa valeur légale, puisque le prix de marché du métal-étalon en lingot peut lui-même s'écarter de son prix légal en monnaie ; ainsi, comme le souligne dès 1810 l'économiste anglais David Ricardo, un prix de marché du métal-étalon supérieur à son prix légal indique une dépréciation de la monnaie, puisque son pouvoir d'achat courant, mesuré dans l'étalon, est alors inférieur à sa valeur légale. La marge dans laquelle un tel écart peut apparaître dépend du régime monétaire, et en particulier des conditions dans lesquelles opère la convertibilité des billets (à la Banque de France ou à la Banque d'Angleterre) ou des dépôts (à la Banque de Hambourg) (voir le cadre institutionnel dans le «lien Base de données »).

Une conséquence de ce fait est que le *pair commercial* de deux monnaies – c'est-à-dire le taux de change qui égalise leurs valeurs *courantes* en métal – peut s'écarter du pair légal. De plus, alors que le pair légal est constant – tant que la définition légale des unités de compte reste inchangée – le pair commercial varie selon l'état des marchés du métal dans les deux zones. Ces deux aspects ne sont pas seulement importants pour les négociants en métaux précieux, qui les prennent en compte dans leurs arbitrages internationaux (*cf.* Seyd, 1868, pp. 382-421). D'un point de vue macroéconomique, le pair du change sert à appréhender l'état de la balance des paiements entre deux pays. Ainsi, quand on observe sur le marché des changes un taux de change de la livre sterling en franc supérieur au pair, on peut en conclure que la balance des paiements entre l'Angleterre et la France est favorable à la première (on dit alors que le change est favorable à la livre et défavorable au franc). Comme le souligne dès 1767 l'économiste écossais James Steuart, c'est le pair commercial – et non le pair légal – qui doit être utilisé pour faire ce diagnostic, puisque c'est celui qui indique la valeur relative effective des deux monnaies, telle qu'elle résulte des conditions de la circulation dans les deux pays.

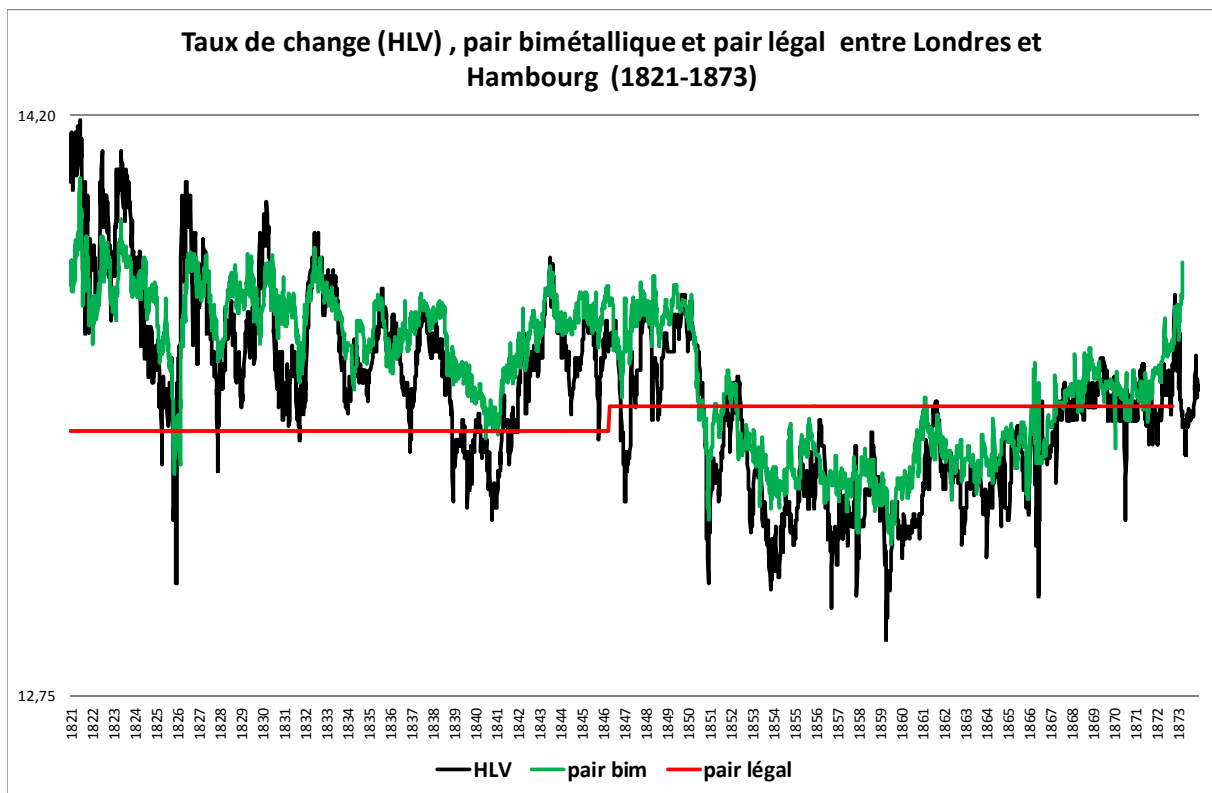
La prise en compte du pair commercial est *a fortiori* nécessaire quand, comme c'est le cas pour la période étudiée, les zones monétaires considérées sont à étalons métalliques différents. Ainsi, entre l'Angleterre en étalon-or et la France en double étalon, l'utilisation du pair-or légal pour appréhender l'état de la balance des paiements entre les deux pays non seulement peut conduire à un diagnostic erroné mais aussi néglige l'influence du monnayage de l'argent en France sur cette balance, comme si on était en présence de deux pays en étalon-or. Symétriquement, entre Hambourg en étalon-argent et la France en double étalon, l'utilisation du pair-argent légal néglige l'influence du monnayage de l'or en France, comme si on était en présence de deux zones en étalon-argent. Enfin, entre l'Angleterre en étalon-or et Hambourg en étalon-argent, le pair légal ne peut même pas être calculé directement, puisqu'il n'y a aucun étalon commun ; pour le calculer indirectement, il faut alors recourir à une convention arbitraire, qui consiste à les rendre comparables au moyen du rapport monétaire français de 15,50 (*cf.* Seyd, 1868, p. 318).

Avec le pair commercial, ces biais disparaissent, puisqu'il existe sur chacune des trois places un prix de marché de l'or et un prix de marché de l'argent, ce qui permet de calculer pour chaque couple de places un pair-or commercial et un pair-argent commercial. Pour appréhender l'état de la balance des paiements entre deux zones monétaires, il faut prendre en

compte ces deux pairs commerciaux, bien que, pour chaque couple de places, l'un au moins des deux métaux (les deux pour le couple Londres-Hambourg) ne soit pas monnayé sur l'une d'entre elles. Par souci de simplification, nous avons utilisé pour chaque couple de places le « pair commercial bimétallique », moyenne arithmétique du pair-or commercial et du pair-argent commercial (pour plus de détails, cf. Boyer-Xambeu, Deleplace, Gillard, 1997)¹.

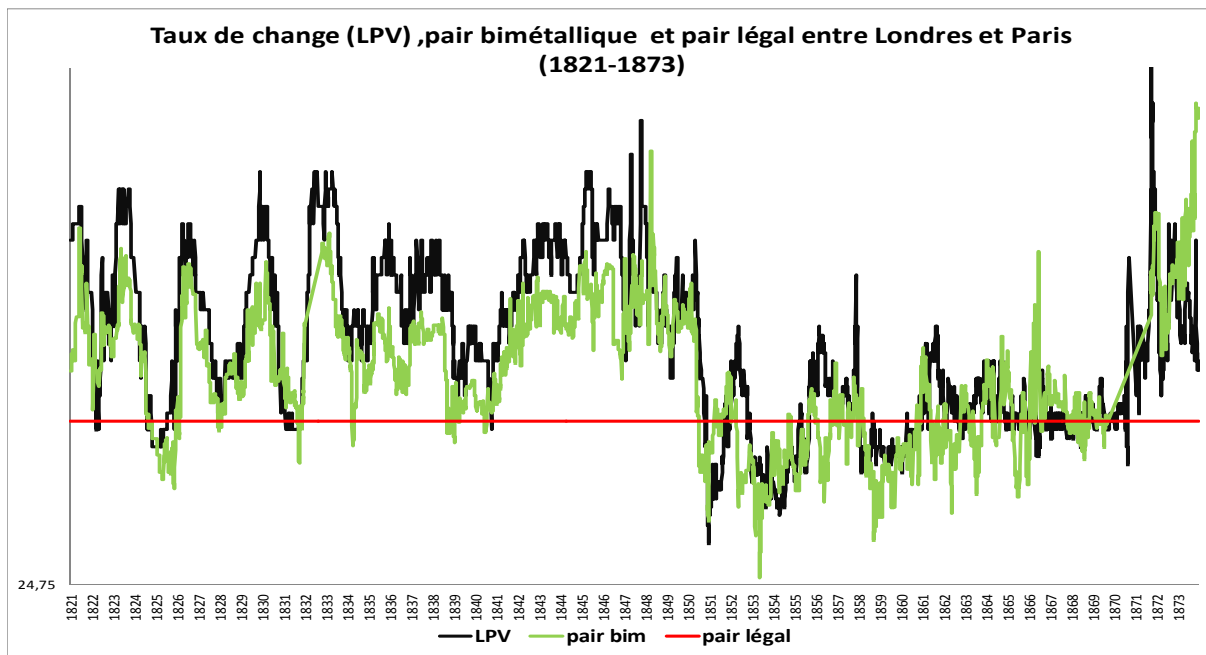
Les graphiques 1, 2 et 3 illustrent pour chaque couple de places les erreurs d'appréciation sur l'état de la balance lorsqu'on utilise le pair légal plutôt que le pair bimétallique commercial.

Graphique 1

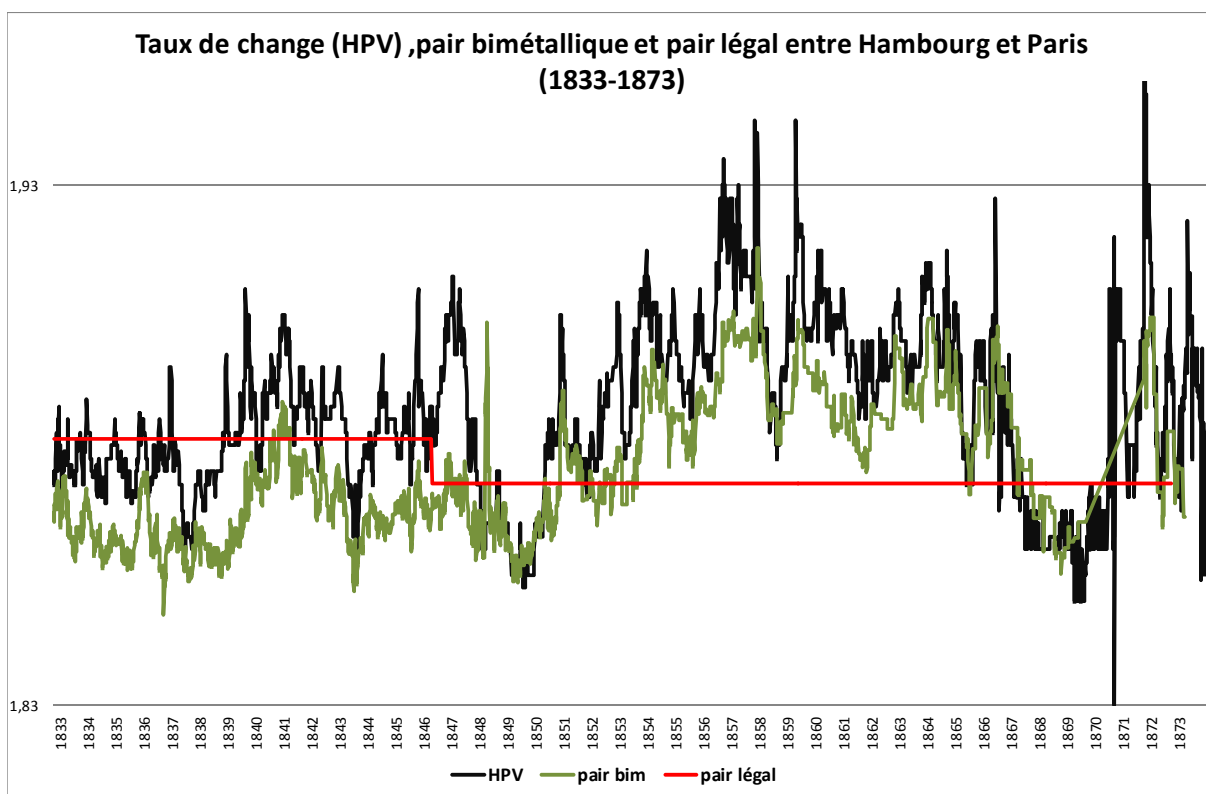


Graphique 2

¹ Les remarques qui précèdent expliquent aussi pourquoi l'étude de la stabilité du change à travers l'analyse traditionnelle des « points d'or » – fondée sur le pair-or légal – doit être abandonnée en faveur d'une analyse en termes de « serpent bimétallique » – fondée sur le pair commercial bimétallique. Cf. Boyer-Xambeu, Deleplace, Gillard (1994) et (1997) pour le change entre Londres et Paris, et Boyer-Xambeu, Deleplace, Gillard (2011) pour le change entre Londres, Paris et Hambourg.



Graphique 3



Le tableau n° 1 indique la fréquence d'un état donné de la balance des paiements entre deux places, la position du taux de change par rapport au pair bimétallique s'appréciant en fonction de celle qui cote le certain (Londres avec Paris et Hambourg, Hambourg avec Paris).

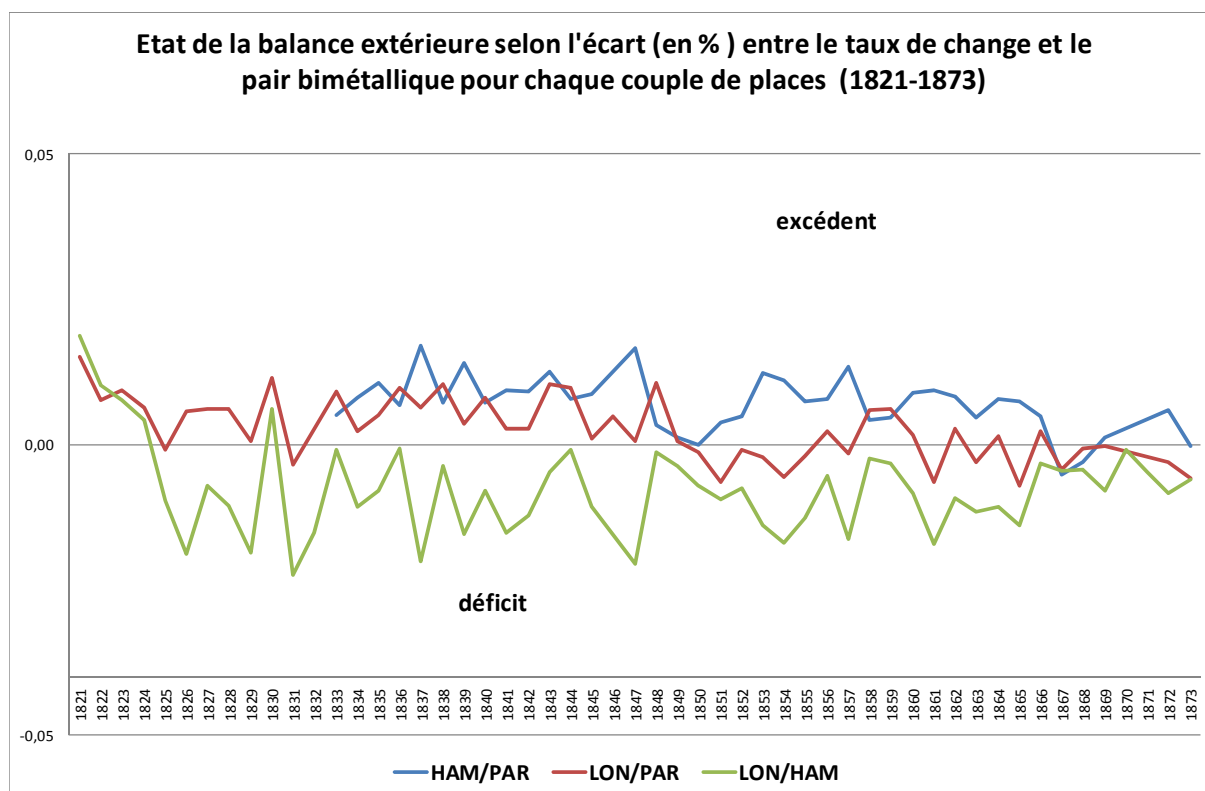
TABLEAU No 1

Positions des taux de change vis à vis de chaque pair bimétallique
Nombre de dates (en % de chaque sous-période)

	<i>HLV < Pair Bim</i>	<i>HPV > Pair Bim</i>	<i>LPV > Pair Bim</i>
En% des dates	Déficit anglais/HAM	Déficit français/HAM	Déficit français/LON
1821 à 1873	81,90%	77,30%	79,50%
1821 à 1825	30,50%	23,30%	83,60%
1825 à 1839	77,40%	87,00%	90,20%
1839 à 1850	94,50%	87,10%	88,70%
1850 à 1860	95,20%	94,20%	68,10%
1860 à 1865	96,70%	93,20%	87,80%
1866 à 1873	73,90%	37,80%	44,40%

Le graphique 4 illustre pour chaque couple de places l'évolution de l'écart entre le taux de change et le pair bimétallique ainsi que celle du signe du solde extérieur.

Graphique 4



Ces observations permettent de qualifier l'influence des balances bilatérales sur les taux de change et *d'établir un premier fait stylisé relatif au SBE, sur la nature de la pression « fondamentale » qu'exercent les balances bilatérales sur les taux de change.*

Les balances bilatérales ont sur la longue période (1821-1873) un caractère marqué (> 75% des dates), assez permanent sur l'ensemble de la période, et contrasté entre les trois couples de places

- le Mk subit une pression à la hausse à la fois vis-à-vis de la £ et du F (cela se vérifie aussi de 1825 à 1865) ;
- le F subit une pression à la baisse à la fois vis-à-vis de la £ et du Mk (cela se vérifie aussi de 1825 à 1850, et de 1860 à 1865) ;
- la £ subit une pression à la baisse vis-à-vis du Mk et à la hausse vis-à-vis du F (cela se vérifie aussi de 1825 à 1850 et de 1860 à 1865).

Même si la nature de la pression est différente selon les sous-périodes (ce qui justifie ce découpage et incite à distinguer le long et le moyen terme pour l'étude, respectivement, du fonctionnement et de l'évolution du SBE), la force du mark banco de Hambourg et la faiblesse du franc français apparaissent établies.

Mais l'observation des trends des trois taux de change sur le moyen et le long terme (voir le tableau 2) oblige à conclure que l'état des balances n'est pas le seul facteur ayant influencé les mouvements des taux de change.

TABLEAU No 2
Pente des trends des taux de change (par sous-période)

<i>Pente des droites de régression linéaire (en %)</i>	<i>Trend HLV</i>	<i>Trend HPV</i>	<i>Trend LPV</i>
1821 à 1873	-0,00065	0,00045	-0,00027
1821 à 1825	-0,00760	0,00320	-0,00400
1825 à 1839	-0,00093	0,00110	0,00023
1839 à 1850	0,00160	-0,00110	0,00044
1850 à 1860	-0,00150	0,00150	≈0
1860 à 1865	0,00088	-0,00094	≈0
1866 à 1873	0,00170	0,00120	0,00230

On observe que :

- le Mk s'apprécie vis-à-vis de la £ et du F sur 1821-1873, mais cela ne se vérifie pas sur toutes les sous-périodes (il se déprécie vis-à-vis de la £ sur 1839-1850 et 1860-1873 et vis-à-vis du F sur 1839-1850 et 1860-1865) ;
- le F se déprécie vis-à-vis du Mk, sur toute la période et sur chaque sous-période (sauf 1839-1850 et 1860-1865) ; par contre, sa situation vis-à-vis de la £ est ambiguë : il s'apprécie sur 1821-1873, mais cela ne se retrouve que sur 1821-1825, les autres sous-périodes étant marquées par une dépréciation (1825-1850, 1866-1873) ou un trend plat (1850-1865) ;
- la £ se déprécie vis-à-vis du Mk sur 1821-1873, mais non sur 1839-1850 et 1860-1873 ; vis-à-vis du F, on a l'ambiguïté notée ci-dessus.

Le cas du change de la £ en F montre qu'on peut avoir simultanément un change le plus souvent favorable (au-dessus du pair commercial bimétallique) et pourtant orienté à la

baisse. Il faut donc regarder aussi du côté des prix de l'or et de l'argent sur chacune des trois places, pour identifier d'autres déterminants de l'évolution des taux de change.