

#### 4. L'existence d'arbitrages bimétalliques

Dans l'étalon-or classique, le prix d'un même métal (l'or) est stabilisé en termes de chacune des monnaies du système ; tous les pairs commerciaux bilatéraux sont par conséquent eux-mêmes stabilisés. Puisque les taux de change sont maintenus quant à eux au voisinage des pairs or correspondants (que ce soit par le mécanisme des points d'or ou par la politique active des banques centrales), les taux de change sont stabilisés. Cette stabilisation est le résultat d'un facteur macroéconomique – l'ancrage à l'or de toutes les monnaies du système – et d'un facteur microéconomique – les arbitrages entre les marchés des changes et de l'or.

Comment opérait la stabilisation du change dans le système bimétallique européen ? L'existence d'un régime monétaire bimétallique dans l'une des zones – avec pour banque supérieure la Banque de France – a certes joué un rôle important. Mais les arbitrages bimétalliques ont été aussi permis par l'existence de deux autres zones monométalliques ancrées sur des métaux différents – l'une en étalon-or, avec pour banque supérieure la Banque d'Angleterre, l'autre en étalon-argent, avec pour banque supérieure la Banque de Hambourg. Cette complémentarité entre deux logiques bimétalliques – l'une interne à une zone, l'autre par nature internationale – ressort de l'observation.

La spécificité de la politique de la Banque de France par rapport aux deux autres banques supérieures contribue à la détermination des pairs métalliques et par là des taux de change. De 1821 à 1850, le prix de marché de l'argent à Paris (PAB) est stable car la Banque de France garantit la convertibilité de ses billets en pièces d'argent et ne met pas de prime sur la vente de lingots d'argent. De ce fait, le pair-argent avec Hambourg est lui aussi stable puisque le prix de l'argent (HAB) est quasi-fixe sur cette autre place. En revanche, la Banque de France met des primes à la vente de lingots d'or lorsqu'elle juge leur demande excessive et peut refuser la convertibilité de ses billets en pièces de ce métal. De ce fait le prix de marché de l'or à Paris (POB) fluctue légèrement, ce qui entraîne avec lui le pair-or avec Londres, même si le prix de l'or (LOB) est quasi-fixe sur cette autre place. De 1850 à 1873, le scénario s'inverse et c'est le prix de l'or qui est stabilisé par la Banque de France, l'argent à prime sur le marché faisant cette fois fluctuer le pair-argent avec Hambourg. Ces pratiques n'existent pas dans les deux autres zones monétaires, du fait de leur ancrage à un seul étalon (l'or à Londres, l'argent à Hambourg). Le résultat de cette configuration est une grande différence dans la volatilité des prix de l'or et de l'argent selon la place, comme le montre le tableau 6.

**Tableau n° 6.**  
**Écart-type relatif des prix de l'or et de l'argent par place**

	<b>1821-50</b>	<b>1850-70</b>
<b>HAB</b>	<b>0,15%</b>	<b>≈0</b>
<b>LOB</b>	<b>0,16%</b>	<b>≈0</b>
<b>POB</b>	<b>0,45%</b>	<b>0,21%</b>
<b>PAB</b>	<b>0,21%</b>	<b>0,57%</b>

	<b>1821-50</b>	<b>1850-70</b>
<b>LAB</b>	<b>0,90%</b>	<b>0,97%</b>
<b>HOB</b>	<b>1,00%</b>	<b>0,74%</b>

De ce fait, quatre pairs fluctuent sur toute la période : les pairs or et argent entre Londres et Hambourg, le pair-or entre Hambourg et Paris et le pair-argent entre Londres et Paris. Deux pairs fluctuent sur une sous-période uniquement : le pair-or entre Londres et Paris de 1821 à 1850 et le pair-argent entre Hambourg et Paris de 1850 à 1873. Il y a ainsi toujours au moins un pair métallique qui fluctue pour chaque couple de places, même lorsque leurs monnaies sont ancrées au même métal. C'est ce que montre le tableau 7.

**Tableau n° 7**  
**Écart-type relatif pour les 6 pairs (en %)**

	<i>LON-HAM</i>		<i>HAM-PAR</i>		<i>LON-PAR</i>	
	<i>Pair-or</i>	<i>Pair-argent</i>	<i>Pair-or</i>	<i>Pair-argent</i>	<i>Pair-or</i>	<i>Pair-argent</i>
<i>1821 à 1850</i>	<i>1,00%</i>	<i>0,90%</i>	<i>1,10%</i>	<i>0,20%</i>	<i>0,44%</i>	<i>0,86%</i>
	<i>Pair-or</i>	<i>Pair-argent</i>	<i>Pair-or</i>	<i>Pair-argent</i>	<i>Pair-or</i>	<i>Pair-argent</i>
<i>1850 à 1870</i>	<i>0,82%</i>	<i>1,00%</i>	<i>0,76%</i>	<i>0,57%</i>	<i>0,21%</i>	<i>0,78%</i>

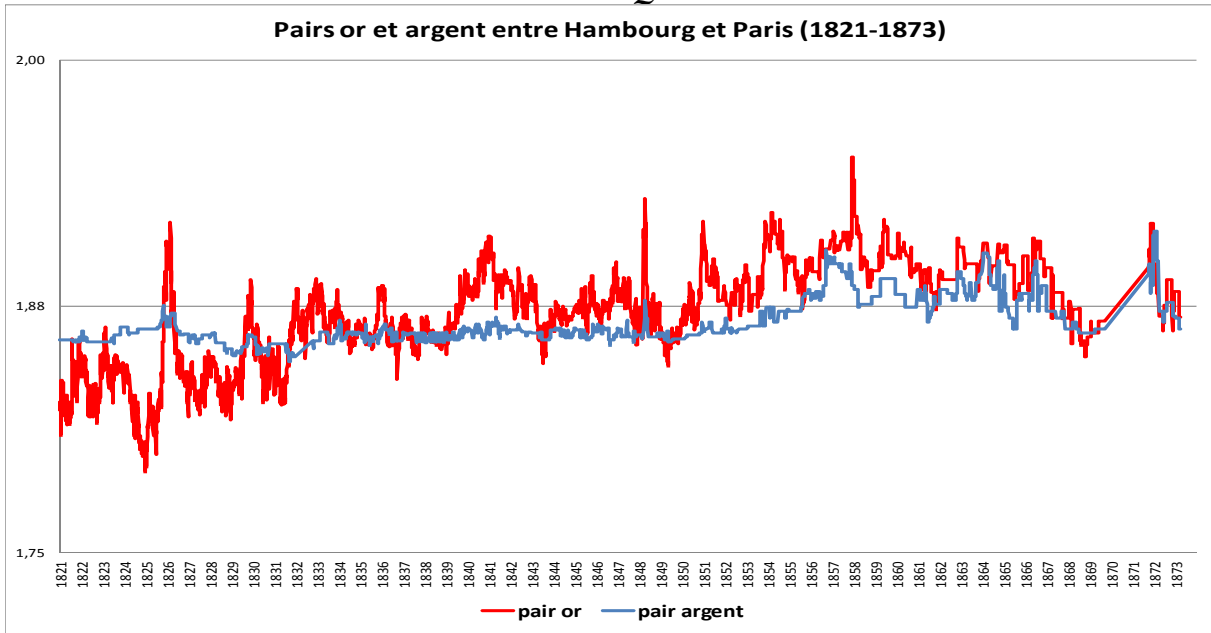
On constate que :

- à l'exception d'un seul pair dans chaque sous-période ( $R_{HP}^A$  sur 1821-1850 ;  $R_{LP}^O$  sur 1850-1873), aucun n'est stabilisé ;
- cette absence de stabilité est plus marquée entre Londres et Hambourg, où elle est du même ordre (de 0,8 à 1%) quel que soit le métal et quelle que soit la sous-période.

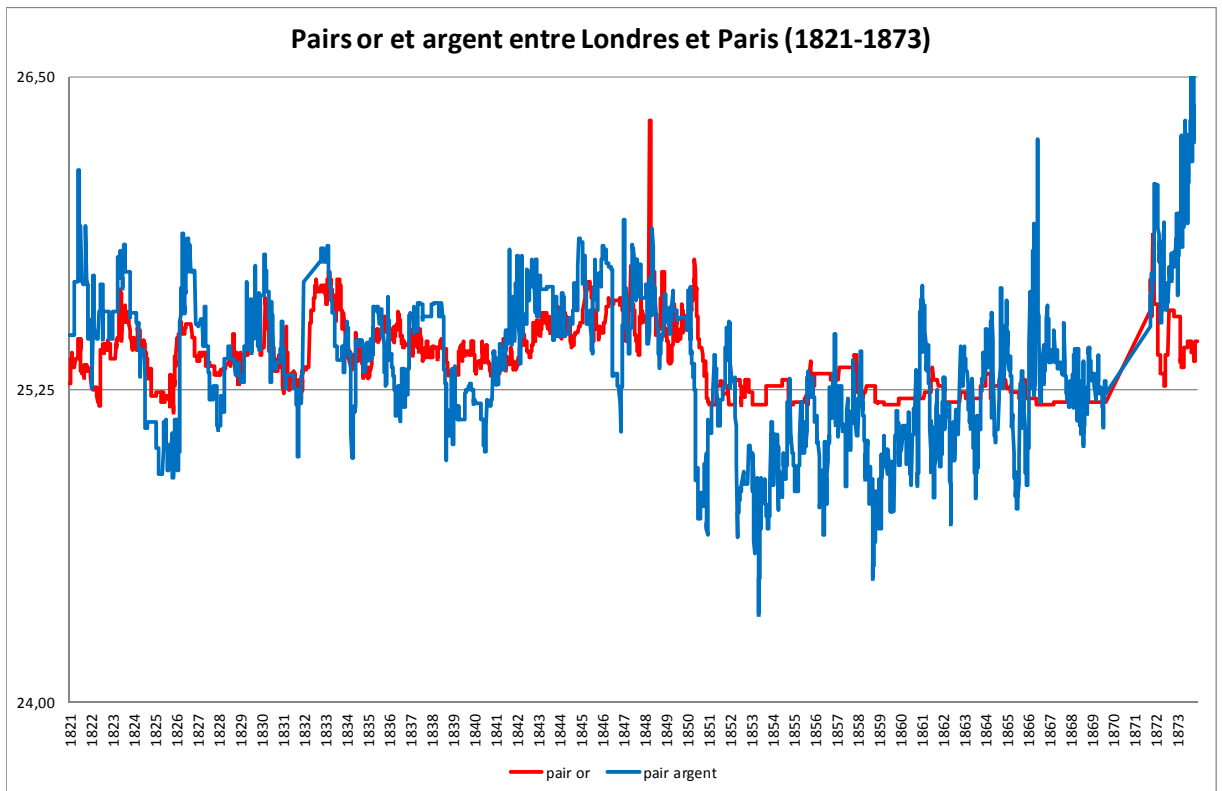
On observe aussi une hiérarchie entre les pairs : les plus volatils (de 0,76 à 1,1%) sont ceux qui comprennent un des deux prix libres (HOB ou LAB) ; ensuite ceux (de 0,44 à 0,57%) qui comprennent un des deux prix stabilisés par la Banque de France (POB ou PAB) ; enfin les quasi-stables (0,2%) qui comprennent deux prix quasi-fixes (LOB, HAB). Pour chaque couple de places il y a toujours au moins un pair dont la volatilité est supérieure à 0,75%.

Les graphiques 9 et 10 illustrent les cas des couples de places ayant, pour certaines périodes, une grande stabilité d'un des pairs :

**GRAPHIQUE No. 9**

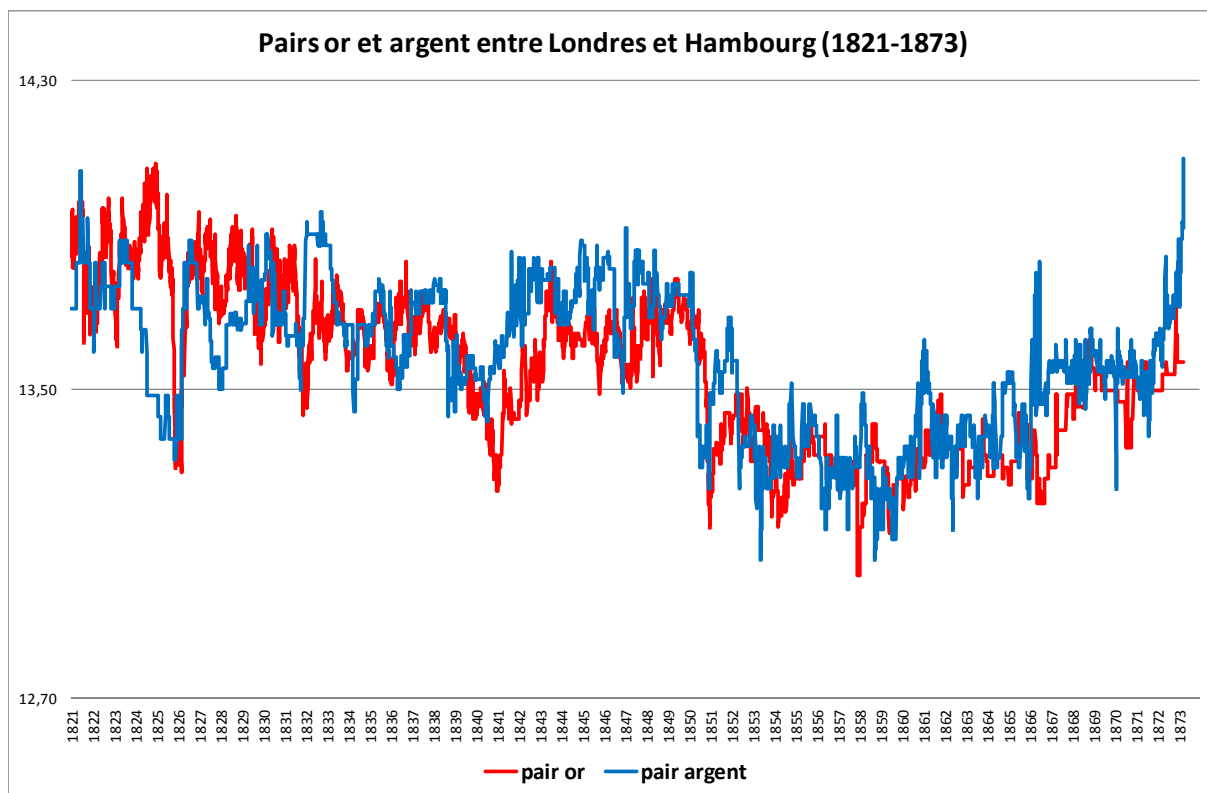


**GRAPHIQUE No. 10**



Le graphique 11 illustre le cas contraire du couple Londres-Hambourg, dont les deux pairs sont toujours fluctuants, en raison d'ancrages monométalliques différents.

**GRAPHIQUE No 11**



Les éléments ci-dessus pourraient donner à penser que le SBE de 1821 à 1873 est *hétérogène* (par différence avec l'homogénéité de l'étalon-or classique) :

- bimétallique entre Londres et Hambourg, sur toute la période ;
- monométallique-argent entre Hambourg et Paris de 1821 à 1850 (et un peu moins de 1850 à 1870) ;
- monométallique-or entre Londres et Paris de 1850 à 1870 (et un peu moins de 1821 à 1850).

Si cette hypothèse était vérifiée, on aurait alors des arbitrages entre le change et :

- l'or et l'argent entre Londres et Hambourg (avec un change contraint par les points bimétalliques) ;
- l'argent entre Hambourg et Paris (avec un change contraint par les points d'argent) ;
- l'or entre Londres et Paris (avec un change contraint par les points d'or).

Mais il n'en est pas ainsi : on a alors entre Paris, Londres et Hambourg un bimétallisme international *intégré*, reposant sur la complémentarité entre des régimes de change à étalon-or et/ou -argent et l'existence d'arbitrages bimétalliques pour chaque couple de places sur toute la période 1821-1873.

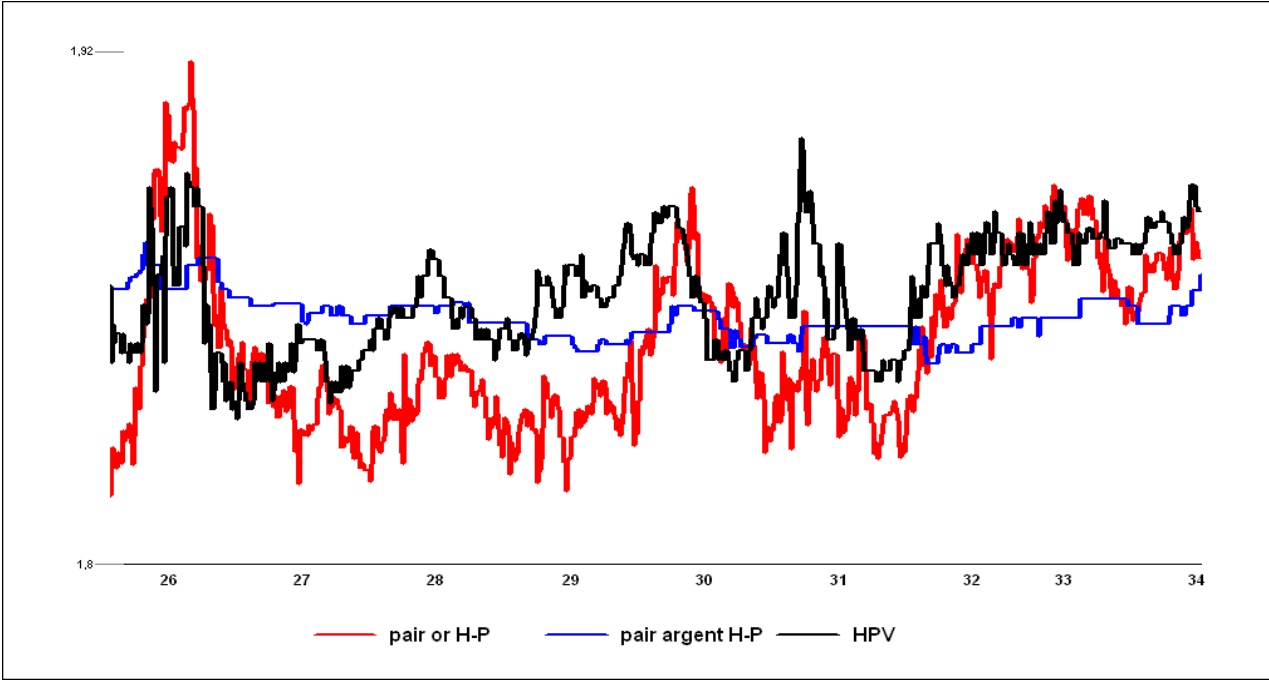
Cette conclusion est confortée par les observations suivantes :

- malgré la stabilité du pair-argent entre Hambourg et Paris de 1821 à 1850 (qui donnerait à penser que seuls les points d'argent sont opératoires), il y a aussi des opportunités de mouvements d'or ;
- malgré la stabilité du pair-or entre Londres et Paris de 1850 à 1873 (qui donnerait à penser que seuls les points d'or sont opératoires), il y a aussi des opportunités de mouvements d'argent.

Les graphiques 12 et 13 illustrent le caractère bimétallique des arbitrages, même lorsque les deux pôles assurent la stabilité du prix d'un même métal, en raison de l'alternance

d'une proximité du taux de change avec le pair en un métal puis le pair en l'autre métal. Ainsi les points métalliques qui contraignent le change et déterminent le passage à des règlements en métal seront aussi alternativement d'or et d'argent (pour plus de détails, cf. Boyer-Xambeu, Deleplace, Gillard, 2011).

**GRAPHIQUE No. 12**  
*Les arbitrages bimétalliques entre Hambourg et Paris (1825-1833)*



**GRAPHIQUE No. 13**  
*Les arbitrages bimétalliques entre Londres et Paris (1850-1862)*

