

LA DANSE MALÉFIQUE DES GRANDES MONNAIES

Le dollar, qui valait 7,06 F le 12 octobre 1982, a atteint 7,31 F le 9 novembre, est retombé à 6,61 F le 10 janvier, remonté à 7,04 F le 4 février, redescendu à 6,77 F le 17. Sa valeur en mark a varié pareillement. En yen elle est passée de 255 yens le 2 août 1982 à 284 le 12 octobre ; entre le 12 novembre 1982 et le 10 janvier 1983 elle est retombée de 282 à 227. En livre sterling le dollar n'a, au contraire, cessé de s'élever : le 2 août 1982 il valait 0,577 livre et le 12 février 1983 0,646. Deux pas en avant, trois pas en arrière, la danse des monnaies est incessante et imprévisible. Cette instabilité des cours des changes rend aléatoires, d'un jour ou d'une semaine à l'autre, toutes les transactions internationales.

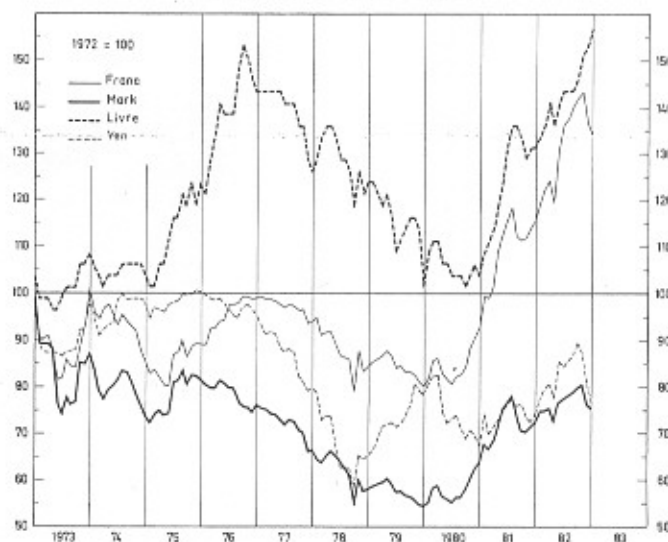
Nombreux sont néanmoins, hors de France, les économistes et les hommes politiques qui approuvent les autorités monétaires américaines de ne point intervenir, sinon très exceptionnellement, sur les marchés des changes pour y stabiliser les cours en fournissant des contreparties aux offres ou demandes de dollars responsables de telles variations. Ils disent que les incertitudes quotidiennes qu'engendrent ces mouvements en dents de scie ne sont qu'un inconvénient mineur en comparaison des bienfaits à moyen et long terme d'un libre flottement ; car ils prétendent que, grâce à lui, les valeurs respectives des monnaies deviennent assez vite celles qui assurent un équilibre des relations économiques internationales, prémunissant ainsi contre toute velléité de protectionnisme et favorisant la prospérité mondiale. Leur argumentation est bien connue. Les variations incontrôlées des cours des changes sont telles que, à les en croire, elles ont spontanément pour effet de compenser les différentiels d'inflation qui surviennent d'un pays à l'autre, sous l'effet de politiques budgétaires, monétaires, fiscales, salariales et sociales différentes. Ainsi, les monnaies conservant constamment et automatiquement des pouvoirs d'achat internes et externes à peu près équivalents, les concurrences internationales s'exercent dans des conditions favorables à l'ajustement des balances commerciales et des services.

Or il y a maintenant dix ans que les États-Unis, ayant renié le principe inscrit par eux en 1944 dans les accords de Bretton-Woods, qui faisait de la stabilité des cours des changes la base de l'ordre économique international, laissent le change de leur monnaie varier au gré du marché. Depuis lors les autres grandes monnaies flottent aussi.

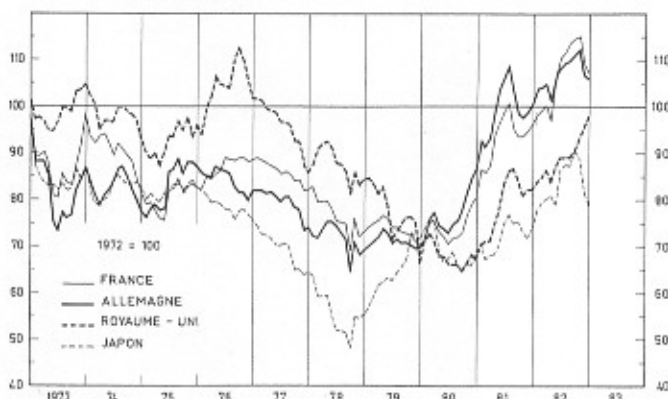
Dix années qui permettent de juger ce nouveau credo. Les deux diagrammes ci-dessous donnent le moyen d'apprécier sa validité.

Le premier indique mensuellement les pourcentages de dépréciation ou d'appréciation du dollar par rapport au franc, au mark, à la livre et au yen, sur la base des parités de 1972, dernière année où les changes ont été à peu près

VARIATIONS DE LA VALEUR DU DOLLAR SUR LES MARCHÉS DES CHANGES



ÉCARTS ENTRE LE POUVOIR D'ACHAT EXTÉRIEUR DU DOLLAR EN QUATRE PAYS ET SON POUVOIR D'ACHAT INTÉRIEUR



fixes. L'amplitude des variations est remarquable. En octobre 1976 le dollar valait en livre sterling 53 % de plus qu'en 1972 ; en janvier 1980 il était presque revenu à sa valeur antérieure et en janvier 1983 il valait de nouveau 57 % de plus. En mark le dollar avait perdu au mois de janvier 1980 46 % de sa valeur, mais seulement 20 % en novembre 1982. En franc les valeurs extrêmes du dollar sont - 20 % en juin 1975 et + 42 % en octobre 1982. En yen + 0,5 % en décembre 1975 et - 42 % en octobre 1978. La baisse du dollar est générale de 1976 à 1980 et aussi sa remontée à partir de 1980. Cependant selon les monnaies avec lesquelles il s'échange les courbes ont des allures différentes, ce qui montre que les valeurs de ces monnaies ont elles-mêmes très sensiblement varié entre elles. L'incertitude est donc générale.

De telles fluctuations ne peuvent manquer de perturber les relations financières entre les marchés de capitaux. Elles engendrent, pour quiconque a des dettes ou des créances libellées en monnaie étrangère, des pertes et des gains, involontaires ou spéculatifs, qui, dépourvus de toute justification économique, ne peuvent que décourager les activités productrices. Ces cours de changes erratiques, nocifs par eux-mêmes, ont-ils eu au moins le mérite, qui serait grand, de maintenir une parité approximative des pouvoirs d'achat des monnaies au cours des dix dernières années ?

Le second diagramme apporte une réponse négative à cette question. La courbe relative à chaque pays indique, mois par mois, en supposant que la parité était réalisée en 1972, de quel pourcentage le pouvoir d'achat du dollar dans ce pays a été inférieur ou supérieur à ce qu'il était aux États-Unis (1). Si les variations des cours des changes avaient bien eu pour effet, en compensant les différentiels d'inflation, de maintenir la parité des pouvoirs d'achat interne et externe du dollar, toutes les courbes coïncideraient avec la ligne 100. On en est loin ! Certes les écarts entre les courbes sont, sauf pour le Japon, un peu moindres que sur le premier diagramme, mais les écarts qui subsistent prouvent que les mouvements respectifs des

prix n'ont que très imparfaitement correspondu aux variations des cours du dollar. En outre les écarts apparaissant entre les courbes relatives à la France, à l'Allemagne, au Royaume-Uni et au Japon permettent de constater que les variations des cours des changes entre les monnaies de ces pays sont loin d'avoir maintenu une égalité entre leurs pouvoirs d'achat internes et externes.

Les fortes disparités ainsi survenues se trouvent-elles, quoi qu'il en soit, justifiées parce qu'elles ont rééquilibré les balances commerciales ? Elles ont certes agi en ce sens, mais souvent sans succès. Lorsque de 1977 à 1979 le dollar permettait d'acheter dans tous les pays considérés beaucoup moins qu'aux États-Unis, ce qui aurait dû grandement freiner les importations et favoriser les exportations américaines, la balance commerciale des États-Unis a cependant connu des déficits commerciaux record, de 31, de 33 et de 27 milliards de dollars. Lorsque de 1975 à 1978 le pouvoir d'achat du dollar au Japon s'était fortement réduit, ainsi que d'ailleurs celui des autres monnaies, ce qui aurait dû freiner les exportations du Japon et favoriser ses importations, l'excédent de la balance commerciale du Japon s'est élevée de 5 à 25 milliards de dollars.

Ainsi donc l'expérience des années récentes dément que le libre flottement des monnaies soit un facteur efficace d'équilibre des relations économiques internationales. Les désordres financiers et commerciaux qu'il a au contraire provoqués, en stimulant de brusques transferts de monnaies « fébriles » et en suscitant des concurrences éphémères et injustifiées, ont une large part de responsabilité dans la prolongation de la crise.

Il n'est malheureusement pas possible de revenir à un système de changes durablement fixes, car il faudrait, pour cela, que les politiques économiques et sociales soient très efficacement coordonnées dans le temps, ce qui impliquerait de graves restrictions à la souveraineté des États. Mais une coopération organique doit être instituée entre les quatre grands pôles monétaires mondiaux, constitués par les monnaies des États-Unis, du Royaume-Uni, du Japon et les monnaies formant l'ECU, qui permette de maîtriser les fluctuations des changes.

La tâche est certes difficile en raison de l'énorme accumulation des xéno-monnaies, toujours prêtes à basculer d'un pôle monétaire à l'autre, et des crises politiques ou militaires qui sévissent de par le monde. Et il n'est pas niabile que des interventions massives d'une banque centrale sur le marché des changes risquent, dans certains cas, d'avoir des répercussions fâcheuses sur la liquidité interne dans son pays. Mais cette tâche est vitale. Exemple devrait être pris sur le système monétaire européen qui permet, chaque fois que nécessaire, de modifier de façon volontaire, concertée et mesurée, les cours des monnaies des pays membres entre elles, pour tenir compte des changements survenus ici ou là. Si un système analogue n'est pas mis en place entre les quatre grandes monnaies ou groupes de monnaies au moyen desquelles toutes les transactions internationales se règlent, il serait vain d'espérer que la liberté des échanges commerciaux puisse être maintenue longtemps encore et que le monde sorte durablement de la crise.

Jean-Marcel JEANNENEY

Observations et diagnostics économiques

REVUE DE L'OFCE
SOMMAIRE DU N° 3 - FÉVRIER 1983

Philippe SIGOGNE *Chronique de conjoncture*
Monique FOUET *Ce qu'il en coûte de réduire les déséquilibres*

Jean-Marcel JEANNENEY *Relations historiques entre l'intensité des commerces extérieurs et la croissance des produits nationaux*

Henri STERDYNIAK *Théories et pratiques du déficit public*

Michel FORSÉ *Activité et chômage des femmes en France face à la crise*

Christian de BOISSIEU *Les innovations financières aux États-Unis*

Denis STOCLET *Les transferts entre marchand et domestique*
Travail des femmes. Loisirs des hommes
Chronologie 1982. Cahier de graphiques

(1) Les calculs ont été faits par nous au moyen d'indices de prix de détail. Il aurait été préférable d'utiliser des indices de prix de biens susceptibles d'un commerce international. Mais, étant donné l'ampleur des écarts constatés, cela importe peu.

PEUT-ON RAISONNABLEMENT ESPÉRER UNE REPRISE AUX ÉTATS-UNIS ?

La reprise américaine est-elle imminente ? Si tel était le cas, serait-elle suffisamment forte et durable pour tirer derrière elle l'ensemble de l'économie mondiale ? Il ne suffit pas de disposer de chiffres pour répondre. Les faits sur lesquels s'appuie la thèse de la reprise sont irréfutables ; mais leur interprétation est pour le moins ambiguë.

L'indicateur composite avancé s'accroît depuis le printemps 1982 ; si l'on s'en tenait aux décalages habituels entre cet indicateur et la production industrielle, celle-ci aurait du augmenter depuis l'automne ; le fait que cet indicateur ne prenne plus en compte les faillites entache d'ailleurs sa crédibilité.

Les ventes au détail, après une bonne performance en octobre et novembre, ont stagné en décembre et janvier ; s'agit-il d'une hausse provisoirement interrompue, ou d'un sursaut sans lendemain ? Même interrogation pour les commandes nouvelles de biens durables temporairement gonflées en décembre par des commandes militaires.

Les mises en chantier de logements ont recommencé à croître depuis le printemps 1982, grâce à la baisse des taux d'intérêt ; mais le mouvement ira-t-il plus loin si les taux ne baissent pas d'avantage ?

Les cours de certains métaux se redressent et traduisent une poussée de la demande. Mais quelle est la part spéculative de capitaux désireux de quitter le dollar ?

Ces indications parcellaires ne sont donc pas concluantes à elles seules. Leur simultanéité signale qu'un rebond des éléments de la demande les plus sensibles au coût du crédit est effectivement en cours. Mais y voir le début d'une reprise, c'est-à-dire d'une progression de la demande susceptible d'engendrer une croissance de la production, oblige à en justifier les fondements. Où les trouver ?

Assurément pas dans l'investissement productif des entreprises, dont tout le monde attend la baisse en 1983. L'arrêt du déstockage peut provoquer un sursaut autonome, l'espace

de quelques mois, mais ne saurait avoir d'effet durable. Les commandes militaires vont certainement apporter une demande croissante, mais d'ampleur limitée, à des entreprises quasi exclusivement américaines.

La baisse du dollar est pour le moment restreinte : elle ne peut suffire ni à relancer les économies européennes, ni à rendre leur compétitivité aux exportations américaines. Envisager que ces dernières tirent la reprise aux États-Unis malgré l'atonie de la demande mondiale impliquerait une dépréciation immédiate et beaucoup plus forte, qui aurait du reste pour contrepartie, via la dégradation des termes de l'échange, une baisse de la demande intérieure. Envisager qu'elles la tirent grâce au dynamisme de la demande mondiale est plus problématique encore : on voit mal pourquoi la demande du Tiers monde précéderait celle de l'Occident : elle peut, au mieux, la suivre. Et si le dynamisme de la demande mondiale devait provenir de l'Europe... celle-ci ne peut guère espérer être tirée par les États-Unis.

Reste la demande des ménages américains, qu'il s'agisse du logement ou de la consommation. Tel est du reste le point central de la thèse de la reprise. Mais les revenus réels ne s'accroîtront guère au cours des prochains trimestres : l'emploi stagnera, les gains de pouvoir d'achat seront modestes, les transferts sociaux pâtiront des arbitrages budgétaires. Il faudrait donc que les ménages acceptent de s'endetter massivement. Cela, ajouté aux 200 milliards envisagés pour le déficit fédéral et à la masse des créances douteuses à consolider, impliquerait une flambée du crédit. Or les autorités monétaires ne semblent pas prêtes à satisfaire toute les demandes, et il est peu vraisemblable que les ménages soient les premiers sur la liste de leurs priorités.

Si même la consommation parvenait à s'accroître, elle aurait spontanément un fort contenu en importations en raison de la surévaluation du dollar. L'augmentation de la demande n'engendrerait donc guère celle de la production américaine et, faute d'être alimentée par des revenus induits, la reprise intérieure ferait rapidement long feu. On peut certes penser que dans ce cas le champ du protectionnisme américain serait étendu ; mais où serait alors l'impulsion donnée à la reprise mondiale ?

Il est vraisemblable que l'activité économique cessera prochainement de diminuer aux États-Unis ; mais il est peu probable qu'elle s'engage dès la première moitié de l'année 1983 dans la voie d'une croissance forte et durable, et malheureusement moins probable encore qu'elle apporte aux économies européennes un élément direct de dynamisme.

Monique FOUET

Responsable de la division
environnement international de l'OFCE

ÉTATS-UNIS
Commandes nouvelles de biens durables en volume
Données mensuelles cvs en milliards de dollars constants (1967)



Source : Department of Commerce (calcul OFCE)

FRANCE

En janvier la consommation des ménages en produits industriels est en retrait de 4,7 % en volume par rapport à décembre. Elle s'établit à 19,7 Mds de F 70 (CVS). La réduction des achats d'automobiles par les ménages (163 400 immatriculations en janvier contre 182 600 en décembre - CVS) explique pour une large part ce repli. La demande de Textile Habillement, qui n'a pas renouvelé sa bonne performance de décembre, accentue cette évolution. Ces chiffres de janvier impliquent donc que la consommation des ménages en produits industriels s'est orientée à la baisse depuis l'été. Le niveau actuel est proche de celui du début 1982.

En données brutes la France compte, fin janvier, 2 130 000 demandeurs d'emploi, soit - 0,1 % par rapport à décembre (CVS : - 0,4 %). A cette stabilisation du chômage il faut associer une sensible diminution du nombre des licenciés pour raison économique de moins de 60 ans (- 27 300) soit un niveau qui ne s'était pas vu depuis plus de trois ans. Un mouvement en partie compensé par le fort accroissement des bénéficiaires des contrats de solidarité (+13 000 au mois de janvier et +42 200 depuis la rentrée).

Les particularités du secteur automobile perturbent la lecture des tendances conjoncturelles de l'ensemble de l'industrie. Depuis six mois les forts goulots de production imputables à la mise en œuvre de la cinquième semaine de congés payés et aux modifications de gammes, l'accroissement des difficultés de trésorerie, mais aussi l'atténuation de la concurrence étrangère sur les marchés extérieurs tracent un tableau contrasté de la conjoncture française. Hors industrie automobile, les goulots de production apparaissent aussi faibles qu'en juin 1981 ; il n'y a pas eu intensification des difficultés de trésorerie ; la concurrence étrangère est toujours vive et les perspectives d'exportations médiocres.

Les importations de produits manufacturés (volume - Séries Douanes) se sont maintenues élevées tout au long de l'année (+5 % par rapport à 1980 et 1981). La dévaluation de juin a entraîné de fortes turbulences autour de cette moyenne : hausse de 4 % dans les 3 mois qui l'ont précédée, baisse de même ordre dans les 3 mois suivants. Les exportations ont subi des fluctuations symétriques dictées par le même souci d'atténuer les ris-

ques de change. Elles sont revenues en moyenne au niveau de 1980. La baisse importante de décembre 1982 semble confirmer un nouveau fléchissement de la demande étrangère.

ENVIRONNEMENT

L'indice agrégé du prix des matières premières hors énergie (HWWA - exprimé en S - 1975 = 100) a augmenté de 2,5 % au cours des deux derniers mois. Janvier 1983 (113,5) demeure cependant très en deçà du maximum d'octobre 1980 (162). Plusieurs éléments peuvent expliquer cette reprise et sa fragilité : la baisse du taux d'intérêt qui rend possible un arrêt du déstockage chez les utilisateurs ; le renforcement des anticipations de reprise économique aux États-Unis ; la nervosité des marchés confrontés à des cours historiquement très bas en termes réels favorisant les spéculations à la hausse. D'autant que celles-ci peuvent être nourries par l'incertitude régnant actuellement sur les marchés des changes.

Aux États-Unis le taux de chômage est revenu à 10,4 % en janvier, après 10,8 % en décembre. La nouvelle présentation, qui réintègre les militaires (1,7 million) dans la population active, le fait passer de 10,7 % à 10,2 %. Ce recul, plus important que celui de janvier 1982, est cette fois interprété comme un signe de reprise de l'activité. Ce jugement est à nuancer : l'amélioration de l'emploi non agricole (+ 339 000) tiendrait en partie à des facteurs temporaires, le commerce de détail avait peu embauché à la rentrée et licencié peu maintenant, la construction a bénéficié d'un début d'hiver moins rude.

La production industrielle des États-Unis a augmenté de 0,9 % en janvier. Première hausse notable depuis février 1982, elle traduit l'amélioration de l'activité dans les secteurs de l'automobile, de l'armement et des matériaux de construction (les mises en chantier de logement ont progressé de 35,9 % en janvier). Les biens d'équipement ne se sont pas redressés ; le taux d'utilisation des capacités productives reste à un niveau très faible (67,8 % en janvier).

Le produit national brut ouest-allemand a chuté de 1,2 % en termes réels en 1982. En fin d'année il se retrouve au même niveau que

4 ans plus tôt. Les prévisions de printemps (5 instituts allemands, OCDE, CEE) se sont toutes avérées trop optimistes. Anticipant une reprise, elles ont en particulier sous-estimé les effets de la baisse du pouvoir d'achat des ménages sur la consommation privée (- 2,2 %) ainsi que la chute sensible de l'investissement productif (- 6,2 %). Les prévisions d'octobre rectifiaient le tir, mais n'ont pas mesuré l'ampleur d'un repli qui ne s'était pas vu depuis la récession de 1975.

La production industrielle italienne a diminué de 1,5 % en décembre. Contrairement à l'attente générale, il n'y a pas eu, en fin d'année, de rattrapage du creux saisonnier d'été comme cela s'était constaté en 1980 et 1981. Ces derniers mois la production se situe entre 7 % et 8 % au-dessous du 1^{er} semestre 1982. Même les biens d'équipement sont touchés par la récession. Leur rebond de fin d'année, annoncé par les enquêtes auprès des industriels, serait dû à des facilités fiscales et donc temporaire. Dans l'ensemble les demandes intérieure et surtout extérieure resteront faibles.

Bien qu'en retrait sur le niveau de décembre, le volume des ventes au détail au Royaume-Uni reste fort en janvier : 4 % au-dessus du printemps dernier. Principales causes : une baisse du taux d'épargne aidée par la suppression des restrictions sur les ventes à crédit, et surtout des gains de pouvoir d'achat au printemps et à la fin de l'année. Conséquence immédiate : un dégonflement des stocks. Pour la consommation, un point de croissance se trouve ainsi déjà acquis par rapport à la moyenne de 1982. Une singularité parmi nos partenaires européens.

La bonne tenue de la consommation n'a pas contrecarré la tendance à la modération des prix au Royaume-Uni : ceux-ci sont restés stables en janvier grâce à une baisse du prix de l'essence et à des gains des termes de l'échange. Depuis la rentrée la tendance de l'inflation est inférieure à 5 %, tendance consolidée par la modération des salaires. Paradoxalement une forte baisse du prix du pétrole pourrait la remettre en cause si elle provoquait une dévaluation accentuée de la livre sterling.

Sabine MATHIEU
Vincent RADISSON
Daniel ROY
Chargés d'études à l'OFCE

L'Observatoire Français des Conjonctures Économiques (OFCE) de la Fondation Nationale des Sciences Politiques est chargé, sous la présidence de Jean-Marcel JEANNENEY, d'étudier, en toute indépendance, la conjoncture de l'économie française et son environnement extérieur. Il publie une revue en février, juin et octobre et une lettre mensuelle le quatrième mercredi de chaque mois, qui portent le même titre « Observations et Diagnostics Économiques » et sont éditées par les Presses de la Fondation Nationale des Sciences Politiques. Dans la revue et la lettre, les idées émises le sont librement par les économistes de l'OFCE, sous leur responsabilité. Elles pourront s'opposer, le pluralisme des opinions étant un des principes de l'OFCE.

Tarif d'abonnement 1983		Lettre 10 n°/an	Revue 3 n°/an	Revue et Lettre
Les demandes d'abonnement doivent être adressées aux Presses de la Fondation Nationale des Sciences Politiques 27, rue Saint-Guillaume 75341 Paris Cedex 07 avec un chèque bancaire ou postal à leur ordre.	Tarif normal (institutions/entreprises)	115 F	170 F	250 F
	Tarif réduit (particuliers)	55 F	100 F	135 F
	Prix du numéro	8 F	55 F	