

LA LOGIQUE D'UN DOLLAR FORT

En septembre 1984 l'OFCE⁽¹⁾ annonçait un dollar cher pour 1985 (1 dollar = 3,10 DM). L'évolution constatée depuis le début de l'année, bien qu'elle ait été à la hausse, avec d'amples fluctuations, au-delà de nos projections, confirme, pour l'essentiel, notre analyse. Elle nous conduit à désigner ce que sont, à notre avis à travers des réajustements tels que celui en cours, les principaux déterminants des mouvements de change à venir.

Sur les marchés internationaux des capitaux, des montants de l'ordre de 50 milliards de dollars s'échangent quotidiennement. Comparés aux transactions induites par le commerce mondial⁽²⁾ de tels montants pourraient enlever toute illusion de prévoir justement le taux de change.

Néanmoins il nous semble possible de dégager une logique dans la hausse du dollar et de ne pas y voir uniquement le résultat de manœuvres spéculatives désordonnées. Les mouvements de capitaux, accrus en système de taux de change flottant, accompagnent les besoins réels des économies développées en fonction des politiques monétaires suivies. Ils n'ont pas d'existence propre indépendante de ces besoins.

La hausse du dollar depuis le début de 1980 est le résultat des politiques économiques menées aux États-Unis et dans les pays industrialisés. Celles-ci ont ralenti les sorties de capitaux des États-Unis et maintenu l'afflux de capitaux étrangers.

En octobre 1979 le resserrement brutal de la politique monétaire aux États-Unis, alors que le budget était lui-même modérément restrictif, a réduit le degré de liquidité de l'économie. Ainsi, après que durant l'été 1982 la politique monétaire se fut relâchée, permettant à la politique budgétaire devenue plus expansionniste de jouer à plein, la reprise a, dès décembre 1982, été vigoureuse, sans inflation.

En effet une fois achevée la phase de rebond, que l'on peut dater de novembre 1982 à l'été 1983, les taux d'intérêt ont joué un rôle régulateur; dès qu'il y avait un excès de demande, la hausse des taux d'intérêt prévenait toute tension excessive sur les capacités de production.

Mais le contrôle constant exercé sur la liquidité par le FED a eu pour contrepartie le maintien du taux d'épargne monétaire et financière des ménages à un faible niveau, d'autant que le partage des revenus leur était défavorable.

Malgré l'amélioration des profits des entreprises, le surplus d'épargne des agents intérieurs n'a donc pas suffi pour assurer l'équilibre financier du pays, la demande de crédits (+ 30 % en 1983 et + 36 % en 1984) ayant été fortement stimulée par la reprise. Les besoins du Trésor ont pour leur part fortement pesé sur les marchés des capitaux (196 milliards de dollars d'emprunts pendant l'année calendaire 1984 sur un montant total de 700 milliards).

La reprise économique a provoqué un fort accroissement des importations de marchandises et, en conséquence, a amélioré la situation extérieure de certaines zones économiques défavorisées. Ainsi l'Amérique latine, par ailleurs contrainte par le FMI à des politiques restrictives, a rectifié sa situation commerciale et financière.

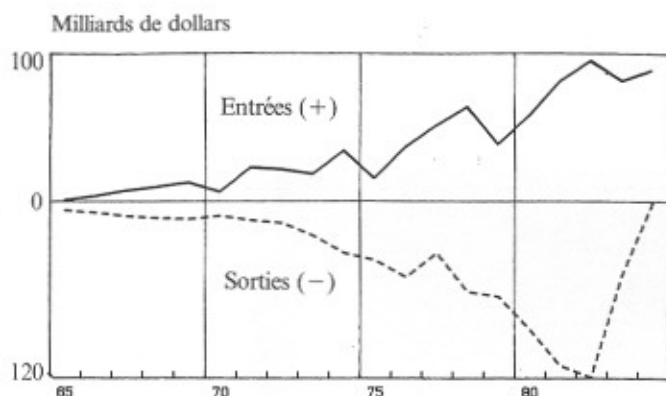
Ralentissement marqué des sorties de capitaux des États-Unis

La baisse de la demande externe de dollars par les PVD et l'accroissement de la demande interne de capitaux se sont traduits par un ralentissement des sorties de capitaux des États-Unis. Les agents économiques américains ont préféré les placements domestiques.

Le système bancaire, échaudé par les prêts qu'il avait dû accorder en 1981 et 1982, avait, à la fin de 1984, pratiquement interrompu ses prêts à l'étranger; les dernières estimations font état d'un montant de 300 millions de dollars en 1984, à comparer à 25,4 milliards en 1983 et 111 milliards en 1982. Il a même emprunté auprès de ses filiales à l'étranger pour accroître ses capacités d'intervention aux États-Unis même. Les banques ont rapatrié des capitaux de la zone Pacifique (2 milliards de dollars en 1984, contre 4 milliards de sorties en 1983) et très sensiblement réduit leurs prêts aux pays d'Amérique latine (1 milliard de dollars en 1984 contre 9 milliards en 1983).

(1) Cf. Revue n° 9 de l'OFCE, « Différentiel de croissance entre les États-Unis et l'Europe », Département des diagnostics. Cf. aussi Lettre n° 17, J.-M. Jeanneney, « L'avenir du dollar? Quelques points de repère ».

(2) Inférieures à 5 milliards de dollars.



Source : Department of Commerce

Les investisseurs institutionnels et les particuliers ont ralenti la diversification de leurs portefeuilles et préféré de plus en plus les rendements élevés du marché obligataire américain. Les achats de titres étrangers se sont élevés à 2 milliards de dollars en 1984 au lieu de 8 milliards en 1983.

Les entreprises multinationales américaines ont hésité à placer à l'étranger où la rentabilité des capitaux investis était jugée plus faible. Alors qu'en 1983 elles avaient encore investi 4 milliards de dollars, en 1984 les montants expatriés n'ont plus été que de 500 millions.

Au total les sorties nettes de capitaux privés, qui représentaient encore 108 milliards de dollars en 1982 et 43 milliards en 1983, se sont réduites à 2 milliards en 1984.

Ainsi, dans un environnement monétaire restrictif, l'expansion budgétaire a simultanément creusé le déficit extérieur courant et, en asséchant les sorties de capitaux, satisfait une part des besoins de financement interne.

Dans un tel contexte, associer détérioration des paiements courants et fuite des capitaux n'a pas de sens.

Maintien de l'afflux de capitaux étrangers

Cette réduction des sorties de capitaux a été insuffisante à elle seule pour compenser le déficit courant croissant. Celui-ci n'a cependant pas altéré la confiance dans l'économie américaine et dans sa monnaie, car à cette demande de capitaux a répondu une offre toujours abondante.

Les politiques menées en Europe et au Japon ont favorisé l'économie américaine. Les politiques monétaires modérément restrictives jointes à des politiques d'assainissement des finances publiques ont fait que l'épargne n'a pas trouvé son plein emploi sur place, les déficits publics se réduisant, et l'investissement restant encore modéré. De plus le système de change flottant a contribué à redresser les profits des entreprises exportant aux États-Unis. Ainsi s'est constituée une importante épargne temporaire, en quête d'un placement et d'une rémunération.

De RFA les sorties nettes de capitaux privés à long terme se sont élevés à plus de 4 milliards de dollars en 1984. Les évolutions à court terme sont aussi remarquables : au quatrième trimestre de 1984 les sorties de capitaux bancaires se sont élevées à 5,8 milliards de dollars, alors que les entrées bancaires n'étaient que de 3,2 milliards. Du Royaume-Uni les sorties nettes de capitaux se sont élevées à plus de 5 milliards de dollars en 1984.

Mais le principal prêteur reste le Japon. En 1984 les exportations nettes de capitaux à long terme se sont élevées à 40 milliards de dollars, qui à raison de 27 milliards ont servi à l'acquisition d'obligations. Les trésoriers des grandes entreprises, ayant à gérer d'importants excédents, se sont tournés soit, pour une grande part, directement vers le Trésor américain, soit vers le marché des euro-capitaux.

Le marché euro-obligataire a connu ainsi un boom en 1984 (le volume des émissions s'est accru de 45 %). Les entreprises et les banques américaines ont accentué sensiblement leurs emprunts sur ce marché ; notamment à la fin de l'année 1984 et au début de 1985 (au quatrième trimestre, pour un montant de 13,3 milliards de dollars, et en janvier et février de 8,7 milliards).

Tant qu'en Europe et au Japon se poursuivra la modification du partage salaires/profits et qu'en conséquence la demande des ménages restera faible, les entreprises se maintiendront dans une situation d'attente, restreignant la reprise de leurs investissements malgré la voie ouverte par l'amélioration de leurs profits.

En 1985, les responsables de la politique monétaire restant toujours vigilants, les États-Unis trouveront facilement des capitaux pour financer leurs déficits et assurer un atterrissage en douceur de leur croissance, la demande privée venant à s'essouffler. *Dans ce contexte le dollar ne s'inscrira que faiblement à la baisse (3,10 à 3,20 DM pour un dollar, en moyenne annuelle).*

La baisse du dollar s'amplifiera lorsqu'un effort d'assainissement budgétaire aux États-Unis se révélera significatif et/ou lorsque les investissements reprendront en Europe et au Japon. Ces revirements prendront du temps, ce qui plaide, sauf bouleversements imprévus, toujours possibles, contre l'idée de l'effondrement du dollar.

Sabine MATHIEU,
Vincent RADISSON

Département des diagnostics de l'OFCE

VIENT DE PARAÎTRE

LES ÉCONOMIES OCCIDENTALES DU XIX^e SIÈCLE A NOS JOURS

J.-M. JEANNENEY, É. BARBIER-JEANNENEY

Tome 1 : diagrammes (328 p.)

Tome 2 : commentaires et sources (320 p.)

Cet ouvrage contient dans son tome 1 deux cent vingt-six planches, où sont inscrites près de 2 500 courbes ou figures qui fournissent sur les principales économies occidentales une somme d'informations statistiques jamais encore rassemblées. Elles retracent les croissances des populations, des productions, des masses monétaires, des revenus et des consommations pendant plus d'un siècle et demi, permettant de faire des comparaisons dans le temps et l'espace.

Le tome 2 présente les commentaires de chacun de ces diagrammes précédés de réflexions sur la marche séculaire de nos économies. La bibliographie, qui comprend plus de deux cent cinquante titres d'ouvrages ou de périodiques, constitue un inventaire inédit des sources statistiques les plus accessibles.

Éditeur : Presses de la Fondation nationale des sciences politiques,
27, rue Saint-Guillaume 75341 Paris Cedex 07.

En vente chez les libraires et par correspondance sur demande adressée à l'éditeur - les 2 vol. 395 F.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES POUR 1985*

	1984-3	1984-4	1985-1	1985-2	1985-3	1985-4	1984	1985
PIB marchand	1,1	0,6	-0,5	0,4	0,4	0,4	2,0	1,0
Importations	-0,6	4,2	-1,4	0,7	0,4	0,9	2,9	2,5
Consommations des ménages	-0,1	0,5	-0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	0,7
Investissement total	-0,5	1,2	-0,2	0,5	0,6	0,7	-1,4	0,9
dont entreprises	-0,3	2,1	-0,1	1,1	0,9	1,1	1,0	2,7
Exportations	3,7	1,7	0,6	1,3	1,4	1,2	6,9	5,4
Variation de stocks (en milliards de F 70)	4,5	6,0	4,1	3,7	2,8	2,4	17,3	13,0
Production industrielle	2,8	-0,6	-0,2	0,9	0,5	0,6	1,8	1,5
Effectifs	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-1,0	-0,8
Demandes d'emplois en fin de mois (en millions)	2,36	2,40	2,48	2,52	2,58	2,62		
Prix à la consommation (indice INSEE 295 postes)	1,6	1,5	1,3	1,5	1,4	1,3	6,7*	5,6*
Salaires	1,7	1,4	1,2	1,4	1,3	1,3	6,3*	5,2*
Revenu des ménages en pouvoir d'achat	0,1	0,6	-0,5	0,4	0,8	0,2	0,1	0,7
Excédent brut d'exploitation en % de la V.A.	39,8	39,7	39,1	39,7	40,5	41,1	39,6	40,1
Épargne des sociétés en % du PIB	8,0	7,8	7,2	7,6	8,1	8,6	7,9	7,9
Solde commercial (en milliards de F)	1,9	-5,7	-6	-2	-0	+1	-20	-7
Solde des administrations en % du PIB total	-3,3	-3,3	-3,3	-3,7	-4,5	-4,8	-3,5	-4,1

* en glissement

Sauf indications contraires, les nombres indiquent des pour-cents de variations trimestrielles ou annuelles.

Source : Comptes nationaux trimestriels pour 1984

Prévisions pour 1985 réalisées au moyen du modèle OFCE-trimestriel.

Les informations conjoncturelles récentes ne modifient pas globalement le diagnostic que nous portions en décembre sur la poursuite en 1985 de l'assainissement de l'économie française.

Les premières évaluations par l'INSEE des résultats de l'année 1984 confirment la désinflation et le redressement de la situation financière des entreprises auxquels nous nous attendions (voir en particulier la Lettre n° 13 de mars 1984). Toutefois le maintien à un niveau élevé du dollar au cours de l'année 1985 semble l'hypothèse la plus plausible aujourd'hui. De même un rajustement des parités au sein du SME semble peu probable tant que le dollar reste élevé par rapport au mark. De ce fait la perspective d'un excédent commercial en 1985 antérieurement prévu et qui correspondait à la situation de change la plus favorable pour l'économie française (un dollar bas et un mark élevé) disparaîtrait avec un dollar à 10 F en moyenne durant l'année.

Le pouvoir d'achat du revenu des ménages aura finalement été à peu près maintenu en 1984. Il devrait croître en 1985 du fait des réductions d'impôts.

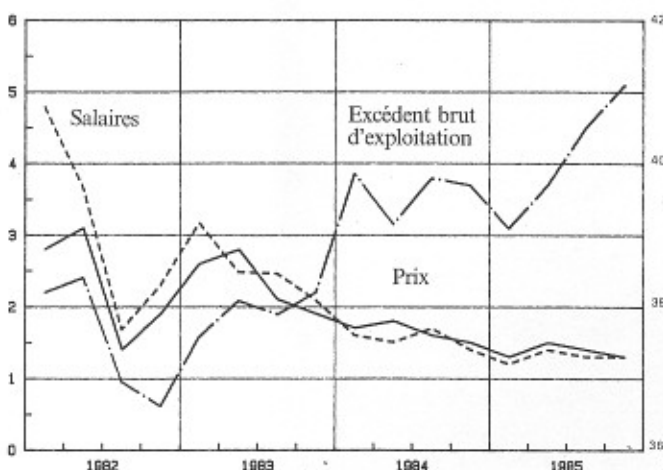
La croissance en l'année 1984 a été plus forte que prévu, en raison notamment d'une abondante production céréalière (la contribution de l'agriculture à la croissance du PIB a été de + 0,6 %). Cette croissance relativement élevée (2 % en moyenne annuelle) est due pour l'essentiel à la reprise mondiale (le solde extérieur contribue en 1984 pour 1,1 % à la croissance du PIB) et à un important mouvement de stockage, alors que la demande intérieure est restée stagnante (la contribution à la croissance du PIB est de + 1,0 % pour les variations de stocks et - 0,1 % pour la demande intérieure).

A la fin de 1984 les industriels n'ont pas diminué suffisamment leur offre pour l'ajuster à l'évolution de la demande. Leurs perspectives de production apparaissent donc relativement médiocres pour le premier trimestre 1985. Par contre l'investissement des entreprises, qui semble repartir, et la consommation des ménages, impulsée par les allègements fiscaux, soutiendront l'activité. La contribution du solde extérieur sera plus faible, car la différence entre la croissance de la demande interne en France et chez nos partenaires s'atténuera.

Globalement la croissance du PIB ne serait que de 1 %, soit 0,8 % pour la demande intérieure hors stocks, 0,6 % pour le solde extérieur et - 0,4 % pour la réduction des stocks, qui joueront donc un rôle inverse de celui qu'ils ont eu en 1984. Cette croissance resterait insuffisante pour empêcher la baisse de l'emploi et l'accroissement du chômage. Les demandes d'emplois non satisfaites pourraient atteindre 2,6 millions en fin d'année.

La croissance des salaires réels resterait nettement inférieure à celle de la productivité du travail, ce qui assurerait la poursuite de la désinflation (+ 5,6 % en glissement) et la progression de l'épargne des entreprises (voir graphique). L'économie française retrouverait l'équilibre extérieur au second semestre 1985.

Prix, salaires et profits



Part de l'excédent brut d'exploitation dans la valeur ajoutée, en % (échelle de droite)

Taux de croissance trimestriels des salaires et des prix, en % (échelle de gauche)

Département d'économétrie de l'OFCE

* Ces prévisions s'appuient sur les informations conjoncturelles disponibles au 8 mars 1985.

Faits et chiffres d'actualité

FRANCE

Le **déficit commercial** a atteint 6,5 milliards en février, soit près de 10 milliards depuis le début de l'année. Le déficit énergétique s'est accru de 5,3 milliards par rapport au niveau anormalement bas de janvier; en moyenne pour les deux premiers mois de 1985 il atteint 17 milliards de francs (contre 15,6 en 1984). La hausse du dollar et la rigueur du climat expliquent cette dégradation; sa soudaineté tient au niveau exceptionnellement bas des stocks de pétrole, proches des minima réglementaires. Toute reprise accidentelle de la consommation se traduit donc immédiatement par celle des importations.

L'**excédent des produits manufacturés** s'est réduit au début de 1985: 4,5 milliards en janvier et 7,9 en février, contre 8,3 en moyenne mensuelle en 1984 et 8,8 au dernier trimestre. Pourtant les importations, particulièrement élevées au quatrième trimestre 1984 (50,8 milliards par mois), ont stagné en valeur au début de 1985; elles n'ont progressé que dans les biens d'équipement et les biens de consommation courante. Les exportations industrielles se sont nettement moins bien comportées en ce début d'année: elles ont reculé de 1,4 % en valeur par rapport à la moyenne mensuelle de la fin 1984. C'est en partie le résultat des moindres livraisons d'Airbus (7 en décembre, 3 en janvier, 4 en février) et d'un repli momentané des ventes militaires en janvier. La faible progression des exportations courantes semble due au ralentissement passager de la demande européenne; les ventes à l'étranger pourraient donc être plus dynamiques au cours des prochains mois.

L'**évaluation du déficit budgétaire de 1984** dans la loi de finances initiale était de 125,8 milliards soit 3 % du PIB. Elle avait été corrigée et portée à 144,4 milliards au collectif de fin d'année. Cette nouvelle évaluation s'est vérifiée et l'exécution du budget de 1984 se solda par un déficit contenu dans la limite de 3,3 %, soit de même ampleur qu'en 1983. Mais le paiement d'une dette de l'ordre de 14 milliards à la Sécurité sociale, soit 0,3 % du PIB, a été reporté sur le budget de 1985.

La répartition des 14,26 milliards de **dota-tions en capital aux entreprises nationalisées** est connue depuis début mars. 2,75 milliards à la filière électronique avaient déjà été annoncés et 700 millions à la SNIAS-SNECMA étaient isolés dans la loi de finances. Dans la ligne des années précédentes la sidérurgie obtient 5,75 milliards (contre 5,7 en 1983 et 5,5 en

1984); Renault obtient l'autre grosse part, soit 3 milliards. Cette entreprise, qui a reçu 1 milliard en 1983 et 1,2 milliard au titre du budget 1984, a déjà vu sa dotation se rallonger de 716 millions au collectif de fin d'année. Ce choix, lié à l'évolution financière de la Régie (déficit d'environ 10 milliards en 1984) est un pari sur la rentabilité à venir.

Selon la première estimation les **prix de détail** ont monté de 0,5 % en février, comme en janvier. Élevés par rapport au quatrième trimestre (+ 1,2 %), ces résultats paraissent cependant bons, compte tenu des effets saisonniers et du calendrier des hausses de tarifs publics. Les prix alimentaires sont restés modérés en janvier malgré la tension sur les prix des légumes frais due à la vague de froid (+ 65 % qui ne seront répercutés que progressivement). La libération des prix des carburants a partiellement compensé les hausses dues au dollar et à la fiscalité. En mars la hausse sera probablement un peu plus forte (+ 0,6 %) conduisant à 1,7 % sur le trimestre, à comparer à 2,0 % en 1984.

La **consommation de produits industriels** a augmenté de 0,4 % en février, après la légère baisse de janvier. Cette stabilisation pourrait se prolonger, ce que viennent confirmer les intentions d'achats des ménages interrogés en janvier. La consommation totale, après un faible recul au premier trimestre (consécutif à la croissance en partie artificielle du dernier trimestre 1984), pourrait se développer.

ÉTRANGER

Aux **États-Unis** la production industrielle a reculé en février (- 0,5), retrouvant le niveau d'août 1984. La consommation des ménages, encore forte en février (+ 0,7 %), soutenue par le crédit à la consommation (86 milliards en rythme annuel en janvier), a sans doute bénéficié aux importations, confirmant la tendance en cours. En effet l'année 1984 s'est soldée par un déficit commercial (sur la base des paiements) de 107 milliards (61 milliards en 1983). Les importations ont augmenté de 25,4 % et les exportations de 10 %. La détérioration de la balance courante est encore plus importante (déficit de 102 milliards de dollars en 1984, contre 42 en 1983) car les entrées nettes d'invisibles ont diminué, notamment les revenus d'investissements directs à l'étranger. Cette information et la crise des banques de l'Ohio ont déclenché un mouvement spéculatif à la baisse du dollar, qui a corrigé la hausse très rapide du mois de février (3,45 DM le 25 février) le ramenant à 3,21 le 22 mars.

Au **Royaume-Uni** le **budget** présenté pour l'exercice fiscal 1985/1986 vise à rétablir la confiance. Sous l'hypothèse d'une croissance économique de 3,5 %, et pour ramener le déficit public à 2 % du PIB (à comparer à 3,2 % pour 1984/1985), les dépenses ne devront s'accroître en volume que de 1,8 %, et les réductions d'impôts, initialement prévues de 1,5 milliard de livres, seront ramenées à 750 millions. L'objectif reste de contenir l'inflation sans trop défavoriser la demande. L'estimation des intérêts à payer suggère que les taux d'intérêt resteront élevés, malgré de petits ajustements, en sorte de prévenir une dépréciation de la livre. Les mesures en faveur de l'emploi (en particulier 450 millions de livres en année pleine par une réduction du taux de cotisation à la Sécurité sociale) restent modestes et n'auront d'effet que si la hausse des salaires se ralentit de nouveau. Ce budget rigoureux se veut cependant réaliste: la « réserve de secours » a été portée à 5 milliards de livres (au lieu de 3) pour faire face aux dépenses exceptionnelles qui pourraient être nécessaires. Rappelons que la grève des mineurs a coûté près de 2,7 milliards de livres.

Les **comptes extérieurs italiens** continuent de se dégrader. Le déficit commercial s'est creusé en janvier par rapport à janvier 1984 (- 2 720 milliards de lire). Les importations ont augmenté sous l'effet de la reprise, du restockage et de besoins énergétiques accrus. La bonne tenue relative de la lire vis-à-vis du DM entame la compétitivité italienne et se traduit par le recul des exportations (- 0,8 %) alors que la demande étrangère a fortement augmenté. La position nette de la Banque d'Italie vers l'étranger s'est dégradée (- 1 430 milliards en février) d'autant que le plafond imposé à l'endettement en devises du système bancaire limite l'entrée de capitaux.

Le **taux de chômage japonais** a atteint au mois de janvier 1985 son niveau le plus bas depuis deux ans; ce qui confirme la tendance amorcée depuis le mois d'octobre 1984. Par ailleurs le ratio offres/demandes d'emploi s'est établi à 0,69, meilleur résultat depuis août 1981. Parallèlement le nombre de faillites d'entreprises en février 1985 s'est très fortement contracté: 1 419 cas recensés, soit un volume de dette de 208,35 milliards de yens. Le plus grand nombre de défaillances enregistré parmi les petites et moyennes entreprises et dans le secteur de l'industrie de gros et de détail reflète cependant la faiblesse persistante des dépenses de consommation.

Département des diagnostics de 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 janvier, avril, juillet et octobre et une lettre mensuelle le quatrième mercredi du 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. Elles peuvent s'opposer, le pluralisme des opinions étant un des principes de l'OFCE.

Tarif d'abonnement 1985		Lettre 10 n ^{os} /an	Revue 4 n ^{os} /an	Revue et Lettre
Les demandes d'abonnement doivent être adressées à : OFCE 69, quai d'Orsay 75007 Paris avec un chèque bancaire ou postal à l'ordre de FNSP-OFCE-Publications	Tarif normal (institutions/entreprises)	140 F	250 F	340 F
	Tarif réduit (particuliers)	65 F	160 F	200 F
	Prix du numéro	15 F	70 F	