

L'IRRÉSISTIBLE ASCENSION DU DOLLAR

Le dollar, qui valait 1,72 mark en janvier 1980, a atteint le cours de 2,84 le 12 janvier 1984⁽¹⁾. En francs son cours s'est, dans le même temps, élevé de 4,10 à 8,69. Certes le dollar était en 1980 sous-évalué de près de 30 % par rapport au mark et de 25 % par rapport au franc ; mais sa hausse actuelle va bien au-delà de ce qui était nécessaire pour rétablir des parités de pouvoir d'achat : il semble qu'il soit actuellement surévalué d'environ 20 % à l'égard du mark et de 30 à l'égard du franc⁽²⁾.

Pour nous cela est plus mauvais que bon. En facilitant les exportations à destination des États-Unis, cette disparité monétaire soutient certes l'activité en Europe ; mais en renchérissant, en monnaie nationale, beaucoup d'importations, elle y grève les balances commerciales et y accélère la hausse des prix ; en alourdissant le poids des dettes en dollars, elle y handicape de grandes entreprises et accroît la charge de certains endettements publics. Et pour tenter d'éviter que le dollar s'apprécie encore davantage, on est contraint de maintenir en France des taux d'intérêt élevés, qui y retiennent des capitaux, mais y entravent l'activité économique.

L'ascension du dollar risque-t-elle de se poursuivre encore ? Jusqu'à quand devra-t-on attendre sa baisse ?

Beaucoup d'éléments irrationnels et spéculatifs interviennent, qui peuvent provoquer, d'un jour à l'autre, de nouvelles hausses ou déclencher une baisse, d'autant plus brutalement que d'amples achats à terme s'opèrent à découvert, à Chicago et ailleurs.

Hormis ces aléas, deux raisons font communément prévoir une baisse plus ou moins prochaine du dollar. Le déficit du commerce extérieur des États-Unis a été de 32 milliards de dollars en 1982. On l'estime à 60 milliards en 1983 et l'on prévoit qu'il pourrait être de 100 milliards en 1984. De ce fait la balance américaine des paiements courants, après avoir été excédentaire de 5 milliards en 1981, a été, d'après les comptes officiels, déficitaire de 12 milliards en 1982, le serait de 40 milliards en 1983 et on avance qu'elle pourrait atteindre 70 milliards en 1984. Les sorties de dollars ou entrées de devises étrangères, nécessaires pour solder ce déficit, devraient, dit-on, provoquer inéluctablement un fléchissement de cette monnaie sur le marché des changes. La seconde raison invoquée est que la vive reprise de l'économie américaine ne manquera pas de s'essouffler bientôt, notamment par la faute de taux d'intérêt trop élevés, et qu'alors les autorités moné-

taires, pour la soutenir, feront baisser ces taux, provoquant ainsi un reflux de capitaux vers l'Europe.

Ce retournement des cours du dollar est loin d'être certain. D'abord parce que le déficit de la balance des paiements courants est peut-être moindre de 20 à 30 milliards qu'on ne le chiffre officiellement. Et même s'il est élevé, la grande capacité d'emprunt des États-Unis à l'étranger peut retarder longtemps ses effets sur le cours du dollar. Quant à l'espoir d'une baisse volontaire des taux d'intérêt américains, on peut lui opposer d'une part que l'économie des États-Unis s'accommode bien mieux que d'autres d'intérêts élevés, parce qu'ils sont déductibles du revenu imposable des particuliers et que les entreprises s'autofinancent largement ; d'autre part que la peur de relancer l'inflation dissuadera probablement de toute politique accentuée d'argent à bon marché, tant qu'une crise ne surviendra pas.

La crainte que de hauts cours du dollar soient durables se renforce lorsqu'on considère son rôle mondial. De 1972 à 1982 la masse des dollars « off shore », c'est-à-dire détenus par des non-résidents aux États-Unis, s'était gonflée de 100 à 700 milliards de dollars et peut-être plus, car les crédits en euro-dollars abondamment distribués par des banques privées à des non-résidents créaient des euro-dollars. Aujourd'hui, parce que les banques redoutent l'insolvabilité des débiteurs, elles restreignent leurs crédits. Elles détruisent par là des dollars « off shore », au moment même où les pays pétroliers retirent les pétro-dollars qu'ils avaient déposés. Elles risquent de déclencher ainsi un mécanisme cumulatif de contraction de la masse monétaire servant aux règlements internationaux, qui, en aggravant la pénurie de dollars, tendrait à en élever davantage encore le prix.

Cette ascension du dollar est-elle irrésistible ?

Aucune autre Banque centrale que celle des États-Unis ne peut remédier à la raréfaction des dollars sur le marché mondial. Les autorités monétaires américaines pourraient faire baisser à volonté le dollar, comme Roosevelt le fit en 1933, le Trésor annonçant alors chaque matin qu'il achetait de l'or à un prix qui était constamment croissant.

(1) Il n'est pas sans signification de se souvenir qu'il valait 4 DM en 1968.

(2) Calculs effectués à l'OFCE à partir d'Irving B. Kravis et autres « World Product and Income - International comparisons of real gross product » et OCDE, Comptes nationaux - tableaux détaillés 1964-81.

C'est ainsi que le dollar fut dévalué de 46 % en six mois, puis stabilisé par rapport à la livre et au franc. Actuellement ce n'est plus de l'or, mais des marks, des yens, des livres qu'il s'agirait d'acheter à des cours correspondant au niveau souhaité. Mais il est peu vraisemblable que les États-Unis s'engagent dans une telle politique, car ils craindraient, non sans quelques raisons, de relancer l'inflation chez eux et ailleurs.

Espérer un fléchissement prochain du dollar n'est certes pas déraisonnable au vu des facteurs potentiels de baisse qui incontestablement existent ; mais comme on a lieu de craindre que l'action de ces facteurs soit contrariée par d'autres plus puissants, la sagesse est de n'y point compter et de se mettre en état de s'accommoder de cours durablement élevés.

Jean-Marcel JEANNENEY

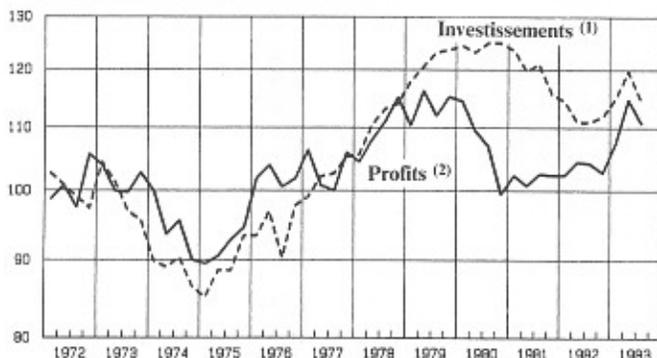
PROFITS ET INVESTISSEMENTS EN RFA

L'investissement et donc l'avenir à moyen terme de l'activité sont en grande partie déterminés par les profits que peuvent dégager les entreprises. Où l'Allemagne en est-elle dans le rétablissement de ceux-ci ?

En 1983 la RFA sort de deux années de profits médiocres. La forte contraction intervenue en 1980 (environ 15 % en cours d'année) avait ramené l'excédent d'exploitation de l'ensemble de l'économie (exprimé en termes réels et net des amortissements) au niveau de 1972-1973 (graphique). Malgré un début de redressement en 1982, sa part dans la valeur ajoutée (26,3 %) restait inférieure à celles enregistrées en 1974-1975 (environ 27 %). Notons toutefois que les amortissements économiques qui résultent de la chronique des investissements passés occupent une moindre place qu'avant la crise. En conséquence la part de l'excédent brut dans la valeur ajoutée (avant déduction de ces amortissements) s'est moins détériorée.

PROFITS RÉELS ET VOLUME DES INVESTISSEMENTS

1972 = 100, en volume, cvs



(1) FBCF productive en équipements.

(2) Excédent brut réel d'exploitation net des amortissements (déflateur : prix du PNB).

Source : Deutsche Bundesbank.

Au cours de l'année qui vient de s'écouler les résultats se sont sensiblement améliorés : l'excédent brut d'exploitation représente 28 % de la valeur ajoutée (ce qui est comparable aux années 1978-1979 et proche des résultats obtenus avant la crise : 30 % en 1972).

Le redressement est inégalement réparti : il bénéficie avant tout à l'industrie, dont la situation s'était le plus dégradée.

La reprise a restauré les profits industriels

Pour apprécier la solidité de ce redressement, il faut le resituer dans le proche passé conjoncturel. Car l'industrie allemande (énergie et bâtiment compris) a été soumise depuis trois

ans à une évolution cyclique de grande ampleur. En 1980 elle atteint la fin d'une phase de croissance ; la valeur ajoutée ne progresse plus guère (0,5 % en volume), les coûts unitaires grimpent fortement (énergie et salaires) et amputent gravement les marges bénéficiaires. En 1981 la récession s'accompagne d'une réduction des tensions, qui freine les coûts unitaires (ralentissement des salaires et baisse des effectifs), insuffisante toutefois pour pallier la chute de la valeur ajoutée (-2,3 %). C'est en 1982, au creux du cycle, que les effets cumulés de l'assainissement jouent à plein : les gains de productivité limitent à 3,6 % la hausse des coûts salariaux par unité produite, les marges unitaires s'accroissent et les résultats bruts cessent de se dégrader.

Dès lors la reprise de la demande, qui vient avant tout d'une baisse du taux d'épargne, peut bénéficier directement aux industriels. D'autant que la modération du prix des consommations intermédiaires (dont la baisse du prix du pétrole) et celle des salaires accentuent la baisse des coûts unitaires (-3,5 % pour les seuls coûts salariaux par unité produite du deuxième semestre 1982 au premier semestre 1983). Pour l'ensemble de l'année 1983 la part des profits des entreprises industrielles dans la valeur ajoutée sera revenue à environ 30 %.

L'investissement en sera conforté si les perspectives d'amélioration de la demande se confirment

Cette amélioration des résultats d'exploitation aura permis de financer en partie les investissements décidés avant fin décembre 1982 pour profiter de l'incitation fiscale. Cette vague d'investissement au premier semestre 1983 (5,3 % par rapport au deuxième semestre 1982) ne s'est sans doute pas prolongée au deuxième semestre. Le volume des commandes de biens d'équipement pour le marché intérieur s'est tassé ; après une forte hausse, les permis de construire accordés pour les bâtiments à usage productif sont revenus à leur niveau moyen ; les chefs d'entreprises interrogés par l'IFO ne constatent pas d'amélioration sensible de leurs carnets de commande de biens d'équipements et commencent à réajuster à la hausse l'opinion qu'ils portent sur le niveau de leurs stocks.

Doit-on pour autant en attendre une retombée des profits en 1984, puis de l'investissement ? Les perspectives d'évolution modérée des coûts salariaux laissent envisager le maintien, voire la poursuite de la situation bénéficiaire récemment acquise par les entreprises. De plus, les industriels resteront prudents en matière de constitution de stocks, ce qui facilitera leurs trésoreries. Ainsi toute perspective de demande supplémentaire pourrait se traduire par des décisions d'investissement, malgré un coût de financement encore élevé.

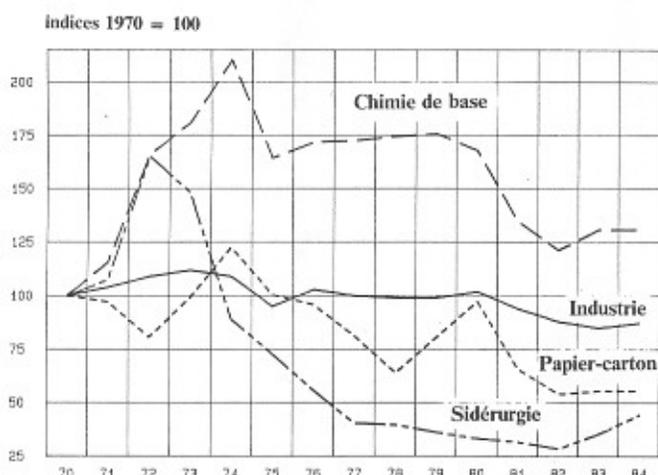
Vincent RADISSON
chargé d'études à l'OFCE

QUELLE REPRISE DE L'INVESTISSEMENT INDUSTRIEL PEUT-ON ESPÉRER EN FRANCE ?

Les opportunités d'investir ne manquent pas : moderniser les installations est une nécessité dans les industries de base qui ont longtemps sous-investi ; le pétrole doit réorienter ses unités de craquage ; le retard pris pour les technologies avancées est manifeste dans les biens d'équipement ; la sortie de nouveaux modèles, condition de survie de l'automobile, impose d'adapter les chaînes. Partout ou presque, améliorer la productivité grâce à l'électronique, c'est réorganiser le processus de production.

Poussé par ces besoins, l'investissement industriel progressera cette année de 15 % en valeur, ainsi qu'il découle de la dernière enquête de l'INSEE. Révisée à la hausse (12 % escomptés en juin dernier) cette prévision est confirmée par l'évolution des commandes passées au second semestre 1983 (+ 10,3 % en valeur), qui concerne tant les commandes de matériels-outillages-véhicules que celles de construction et génie civil : la situation n'avait pas été aussi favorable depuis la période mi-79 à mi-80. En volume, la progression de l'investissement (+ 3 % à + 4 %) ramènera celui-ci au niveau de 1982, inférieur de 20 % à celui de 1973 (cf. graphique).

VOLUME DES INVESTISSEMENTS



Sources : 1970 à 1981 : INSEE. Comptes nationaux.
1982 à 1984 : OFCE. Estimations et prévisions.

Reprise donc, mais encore bien insuffisante. Car celle-ci, ne pouvant s'appuyer sur une reconstitution des profits, doit faire appel en priorité à des financements externes. Ainsi en est-il avant tout des industries intermédiaires où se retrouvent les plus fortes prévisions de croissance : l'industrie sidérurgique, après avoir accru ses investissements de près de 50 % en valeur de 1983, prévoit de les accroître encore de plus de 60 % en 1984, alors qu'elle ne dispose évidemment pas des capacités d'autofinancement correspondantes. Dans la métallurgie des non-ferreux et le papier-carton, le contraste est moins appuyé, mais demeure, les principaux groupes de ces secteurs étant déficitaires et fortement endettés. De même, l'industrie pétrolière annonce la reprise du mouvement d'investissement, momentanément interrompu en 1983, malgré une dégradation très sensible de ses résultats (5 milliards de francs de pertes en 1983 après 12 en 1982). La chimie

de base, bien que fortement endettée, a révisé à la hausse ses projets pour 1984, se fondant sur l'amélioration conjoncturelle du marché depuis la mi-1983.

Seule l'industrie verrière dispose des moyens propres de développer ses investissements cette année (mais son poids dans les investissements industriels est inférieur à 1 %). Parmi les industries de consommation, l'automobile prévoit d'accroître ses investissements ; or la situation financière s'y est fortement dégradée, réduisant ainsi les capacités d'autofinancement. Le fait que les autres industries n'aient pas de prévision à la hausse ne signifie pas l'absence d'une restructuration en cours : c'est simplement le témoin d'une profonde divergence entre un noyau d'entreprises qui se modernisent et un ensemble, plus vaste, d'entreprises moins dynamiques.

La reprise s'appuyant sur des financements externes, il faut d'abord que ceux-ci existent ; la faiblesse de l'investissement industriel (moins de 120 milliards de francs en 1983) et l'importance des crédits bonifiés à long terme rendent possible une progression des investissements ; déjà en 1983, pour répondre à une forte demande de prêts à taux privilégiés, l'enveloppe globale a été relevée de 26 à 29,5 milliards de francs, et le seuil d'endettement a été abaissé de 12 à 11 % pour les prêts spéciaux de refinancement (moratoire). En 1984, la politique favorable aux crédits d'équipement sera poursuivie, en masse comme en taux (les taux des prêts du Fonds Industriel de Modernisation, F.I.M., sont particulièrement attractifs).

Pour les secteurs où les entreprises nationalisées dominent, et tout particulièrement la sidérurgie, des dotations en capital se substitueront à un endettement bancaire ou obligataire qu'il est difficile d'accroître ; rappelons que la sidérurgie obtiendra en 1984 les deux tiers des dotations totales au secteur nationalisé.

La reprise vient surtout des grandes entreprises qui ont un accès plus aisé aux capitaux externes ; en revanche les entreprises de moins de 100 salariés n'anticipent qu'une stagnation de leurs dépenses en valeur.

L'obstacle majeur viendra du fait que la réalisation des investissements des secteurs cités, en particulier ceux des biens intermédiaires, suppose, pour que leur rentabilité soit assurée, le déclassement parallèle des équipements vétustes : le coût social des restructurations s'ajoute alors au coût proprement dit de l'investissement. Or ce sont précisément les secteurs de la sidérurgie, de la métallurgie des non-ferreux et de l'automobile qui prévoient le plus de diminuer leurs effectifs.

La croissance des investissements industriels ne saurait donc être de grande ampleur du fait de l'arbitrage nécessaire entre dépenses d'équipement et dépenses sociales. Elle ne saurait par ailleurs être durable tant qu'elle ne sera pas fondée sur la restauration des conditions d'exploitation.

Françoise MILEWSKI
Chargée d'études à l'OFCE

Faits et chiffres d'actualité

FRANCE

La consommation de produits industriels s'est en volume accrue de 2,5 % en décembre. La baisse d'octobre est maintenant effacée. Mais l'écart continu à se creuser entre l'automobile (immatriculations mensuelles maintenues à 180 000) et les autres achats des ménages (- 8 % en 18 mois), évolution qui remonte à 1980, année où la demande de logement a commencé à régresser. Cette forte demande d'automobiles a pour contrepartie négative le maintien d'un taux très élevé de pénétration des véhicules étrangers (en 1983 pour deux voitures produites et vendues en France, une troisième est importée).

Selon les chiffres de l'UNEDIC, le nombre de chômeurs indemnisés a augmenté de 3,4 % en décembre 1983. Depuis juillet cette hausse atteint 9,5 %. Le nombre des bénéficiaires de l'Allocation spéciale par suite d'un licenciement économique est en fort accroissement (+ 27 % en six mois) alors que plafonnent les mises en pré-retraite. Cette aggravation du chômage des moins de 55 ans reflète celle du marché de l'emploi. La baisse des effectifs industriels a été de 2 % au cours des trois premiers trimestres et s'est probablement poursuivie au même rythme au quatrième trimestre. 130 000 emplois industriels auraient été ainsi supprimés en 1983.

Alors que les industriels constataient lors des enquêtes une légère amélioration de leurs résultats d'exploitation au second semestre de 1983, les comptes trimestriels indiquent que la part de l'excédent brut d'exploitation dans la valeur ajoutée de l'ensemble des entreprises non financières a régressé de 4 % au troisième trimestre. Les secteurs non industriels semblent donc être à l'origine de cette dégradation, spécialement le bâtiment et le commerce qui ont supporté une baisse sensible d'activité. Elle a provoqué une augmentation plus rapide des coûts salariaux unitaires (3,2 % au troisième trimestre pour l'ensemble des entreprises contre 1 % dans l'industrie), tandis que les prix de production progressaient parallèlement.

Le déficit commercial (fab-fab) a été ramené de 93,5 milliards en 1982 à 43,5 milliards en 1983. Pour les produits manufacturés, l'excédent (caf-fab, hors matériel militaire) est passé de 9 milliards à 38,3 milliards, les exportations ayant progressé de 14 % et les importations de 8 % seulement. Cependant les importations se sont nettement gonflées au quatrième trimestre (+ 9,4 %). La montée du dollar a accéléré les hausses de prix et les volumes se sont redressés (+ 6 % environ). En l'absence de reprise intérieure,

cela signifie une pénétration accrue du marché, ajustement inévitable après la baisse des deux trimestres précédents liée à l'apurement des stocks.

Le montant des grands contrats civils n'a atteint que 56 milliards de francs l'an passé (en baisse de 38 milliards par rapport à 1982). En conséquence les livraisons pourraient être réduites d'une vingtaine de milliards en 1984. En provenance des pays de l'OPEP la chute des commandes est proche de 20 milliards, malgré la hausse des contrats avec l'Algérie. Nos exportations vers cette zone, exprimées en francs, chuteront donc cette année. Elles avaient pu être maintenues en 1983 au niveau de 1982, la demande adressée à la France par les pays de l'OPEP s'étant moins creusée que leurs importations totales. Cependant nos recettes en dollars sur cette zone ont baissé à peu près autant que celles de nos concurrents de l'OCDE.

ÉTRANGER

La production industrielle américaine a augmenté de 0,5 % en décembre, l'impulsion principale étant due aux biens de consommation durables et à l'équipement militaire ; les biens d'équipement ont par contre augmenté moins vite qu'en novembre. Le niveau atteint, supérieur de 15,9 % au creux de la récession, ne dépasse le sommet pré-récessionniste que de 2 %. Le rythme de progression de décembre est en outre plus lent que celui des mois précédents, ce que confirme la faible augmentation du taux d'utilisation des capacités productives (qui atteint 79,4 % en décembre) ; par ailleurs le stockage a été en novembre faible globalement, négatif dans l'industrie manufacturière.

Les commandes passées aux entreprises américaines ont augmenté de 2,2 % en novembre grâce à une forte demande du secteur de la défense (44 %). Les commandes de biens d'investissement privé ont diminué (- 4,9 %), ce qui est confirmé par l'enquête sur la demande de machine-outils (- 21 % en novembre). Ce déclin marque un temps d'arrêt dans une phase d'amélioration. Les plans d'investissements prévoient en effet pour le premier semestre 1984 une augmentation de 3,9 % en volume, après 6,7 % au deuxième semestre 1983.

En RFA au quatrième trimestre le PNB s'est accru d'environ 1 % ; la consommation des ménages s'est redressée (+ 1 %), ainsi que les investissements productifs, et la hausse des exportations de biens et services a compensé leur faible niveau du troisième trimestre. Pour l'ensemble de l'année le PNB a été en hausse

de 1,2 %. Toutefois ce redressement n'est sans doute pas l'annonce d'une croissance durable : la hausse de la consommation des ménages (+ 1 %) a été assurée par une baisse du taux d'épargne ; l'investissement productif (+ 4,8 %) a été plus mesuré que les projections ne le laissent prévoir. Le commerce extérieur a contribué négativement à la croissance (- 0,5 %) ainsi que la consommation publique, à l'inverse de la constitution de stocks, qui a représenté une augmentation d'un point du PNB.

En RFA, d'après les premières estimations, l'excédent commercial, exprimé en DM, ne s'est pas redressé au quatrième trimestre (en dollars, il demeure d'environ 3,7 milliards). Pour l'ensemble de l'année 1983, il s'est réduit par rapport à 1982 de plus de 4 milliards de dollars pour revenir à environ 16,5 milliards. La balance courante (cvs), négative au troisième trimestre, s'est légèrement redressée au quatrième. Elle aura été encore positive de 2 milliards de dollars en 1983, grâce à l'excédent commercial encore élevé et à une sensible amélioration du poste des services.

Au Japon, l'excédent commercial (fab-fab, cvs-OFCE) est resté aussi élevé au quatrième trimestre 1983 (9 milliards de dollars) qu'au troisième. L'excédent courant est resté inchangé à 5,9 milliards. Pour l'ensemble de l'année, la balance commerciale a été positive de plus de 31 milliards de dollars (contre 18 milliards en 1982) et la balance courante de plus de 21 milliards (contre 6,9 en 1982). Le Japon aura donc bénéficié à plein de la reprise américaine, ses exportations étant facilitées par la forte sous-évaluation du yen vis-à-vis du dollar.

En Italie, la hausse des prix à la consommation a été de 0,5 % en décembre, variation mensuelle cvs la plus faible de toute l'année 1983. Malgré ce bon résultat, la progression annuelle moyenne est de 15 %, soit deux points de plus que l'objectif gouvernemental et 1,3 point de moins seulement qu'en 1982. Prix administrés et tarifs publics, qui représentent le quart de l'indice général, ont fortement augmenté : 19,3 % pour la composante habitation en raison de la révision des loyers, et 18,3 % pour l'électricité et les combustibles. Les prix des produits alimentaires (le tiers de l'indice) se sont accrus de 12,9 %. Aspect positif, le rythme tendanciel des prix à la consommation durant les trois derniers mois de l'année n'est que de 12,8 %, et la modération des prix de gros éloigne le risque d'une accélération.

Rédaction
Département des diagnostics

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 qui paraît 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 1984		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)	125 F	220 F	300 F
	Tarif réduit (particuliers)	60 F	140 F	180 F
	Prix du numéro	10 F	60 F	