

Observatoire Français des Conjonctures Économiques. 69, quai d'Orsay, 75007 Paris - Tél: 555.95.12

N° 17 Mercredi 26 septembre 1984

L'AVENIR DU DOLLAR ? QUELQUES POINTS DE REPÈRE

Que le dollar ait dépassé le cours de 9,70 francs et celui de 3,10 marks n'était pas prévu, mais n'est point surprenant (1), car le système monétaire actuel où le dollar flotte librement n'oppose aucun frein ni limite à sa hausse. Les capitaux sont attirés aux États-Unis tout à la fois par des taux d'intérêts élevés, par les profits substantiels que les entreprises y réalisent actuellement, par les suppressions récentes de prélèvements fiscaux sur certains placements de non-résidents et par une sécurité jugée plus grande qu'ailleurs. Dans le même temps les sorties de capitaux des États-Unis se trouvent réduites du fait d'une forte demande de crédits en ce pays et de la crainte de prêter à des insolubles dans le Tiers-Monde. De surcroît la hausse provoque la hausse, à cause des profits spéculatifs qu'on en espère.

Pour prédire un retournement prochain de ce mouvement jugé excessif il ne saurait suffire d'invoquer l'ampleur de cette hausse en rappelant que le dollar valait au plus bas seulement 3,99 francs en octobre 1978 et 1,72 mark en janvier 1980, ni non plus de se référer, comme signe annonciateur d'une dépréciation du dollar, au déficit commercial croissant des États-Unis : 58 milliards de dollars en 1983, 120 milliards prévus en 1984 et peut-être 140 en 1985. D'autres points de repère doivent être recherchés.

Les disparités actuelles de pouvoir d'achat des monnaies

Sous l'effet de déficits ou d'excédents des balances commerciales des pays dont la monnaie est surévaluée ou sous-évaluée les cours des changes tendent à atteindre à la longue des niveaux tels que chacune des monnaies échangées ait un pouvoir d'achat à peu près égal dans son pays et à l'étranger.

Quels sont donc les cours du dollar en francs et en marks qui présentement assureraient cette parité de pouvoir d'achat ? A partir d'une évaluation de l'OCDE (2), on peut calculer que les cours d'équivalence des pouvoirs d'achat seraient actuellement de 6,65 francs et de 2,34 marks pour un dollar. Ainsi, à en croire ces données, le dollar est maintenant surévalué de 46 % par rapport au franc et de 33 % par rapport au mark (3). Autrement dit les prix français exprimés en dollars à

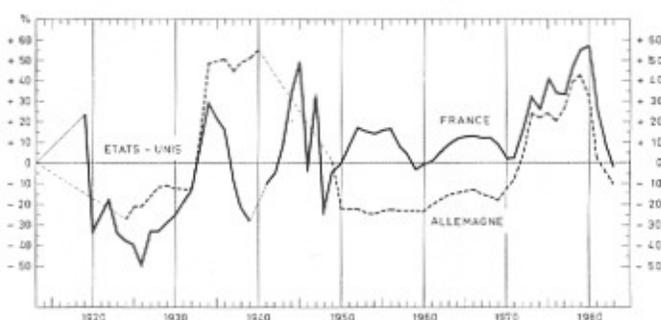
son cours actuel sont inférieurs de 32 % aux prix américains et les prix allemands le sont de 25 %.

De telles disparités sont-elles exceptionnelles et pendant combien de temps pourront-elles se perpétuer ?

Disparités des pouvoirs d'achat depuis soixante-dix ans

Des séries statistiques permettent de mesurer approximativement quelles distorsions sont apparues depuis soixante-dix ans entre d'une part les cours en dollars du franc et du mark et d'autre part les variations de prix aux États-Unis, en France et en Allemagne, et quelle a été la durée de ces distorsions.

DISPARITE DES PRIX SELON LES COURS DU CHANGE depuis 1913



Le diagramme 1 a été établi pour cela en supposant l'équivalence de pouvoir d'achat de ces trois monnaies en 1913, leurs taux de change ayant été précédemment immuables pendant près d'un siècle. Il indique, année après année, de quel pourcentage les prix de détail français et allemands exprimés en dollars au cours du change de l'année se sont écartés des prix américains.

Les écarts ont été souvent grands et durables. De 1920 à 1933 les prix français et allemands ont été inférieurs de 15 à 45 % aux prix américains, puis ils sont passés très au-dessus. De 1950 à 1970 les prix allemands étaient de 20 % inférieurs et les prix français un peu supérieurs, puis de 1970 à 1980 les uns et les autres s'élevèrent bien au-dessus des prix américains. L'écart, qui alla s'accroissant, atteignit 40 à 50 % en 1979. La retombée fut ensuite brutale.

A considérer ce long passé on voit qu'une équivalence des pouvoirs d'achat finit bien par advenir au moins momentanément, un jour ou l'autre, mais que des écarts très grands peuvent subsister et même s'aggraver pendant plus d'une décennie.

(1) Cf. dans le n° 11 de cette Lettre : J.M. Jeanneney, L'irrésistible ascension du dollar.

(2) OCDE. Comptes nationaux 1953. 1982, p. 101.

(3) Ce qui signifierait aussi que, contrairement à ce qui est souvent supposé, le franc serait actuellement sous-évalué de 7 % par rapport au mark.

Sous-évaluation et surévaluation du dollar depuis 1970

Pour les années récentes on peut mesurer ces écarts avec plus de précision. Le tableau ci-dessous indique de quel pourcentage les prix des biens de consommation étaient en France et en Allemagne, après conversion en dollars, inférieurs (-) ou supérieurs (+) à ceux pratiqués aux États-Unis.

Cours du dollar et disparités des prix par rapport aux prix américains (en %)

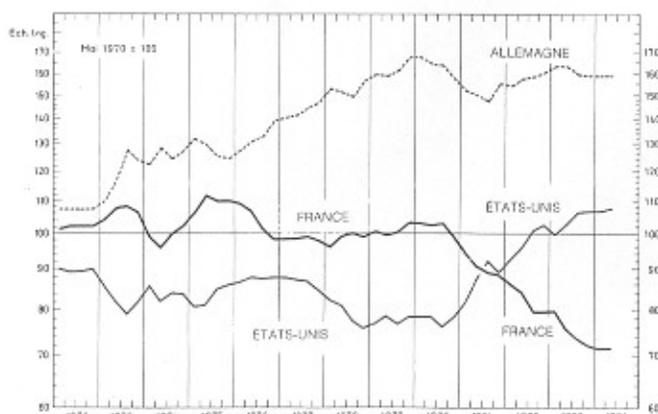
	Cours du \$ en francs	Disparité des prix français	Cours du \$ en DM	Disparité des prix allemands
1970	5,55	- 19	3,66	- 17
1971	5,54	- 19	3,49	- 11
1972	5,04	- 9	3,18	- 2
1973	4,45	+ 5	2,67	+ 18
1974	4,80	0	2,59	+ 19
1975	4,28	+ 16	2,46	+ 22
1976	4,77	+ 8	2,52	+ 17
1977	4,91	+ 8	2,32	+ 24
1978	4,51	+ 20	2,01	+ 38
1979	4,25	+ 29	1,83	+ 45
1980	4,23	+ 33	1,81	+ 40
1981	5,43	+ 6	2,26	+ 7
1982	6,57	- 2	2,42	- 7
1983	7,62	- 15	2,55	- 7
21-9-84	9,71	- 32	3,76	- 26

Les fortes disparités actuelles ne sont pas très supérieures à celles de même sens qui existaient en 1970. Les disparités de sens inverse observées ensuite n'étaient pas moindres et étaient même parfois plus grandes encore que les actuelles. Or elles ont duré sept ou huit ans !

Les taux de change effectif

Des « taux de change effectif » publiés par le FMI permettent de suivre les variations de la valeur d'une monnaie sur les marchés des changes par rapport à l'ensemble des principales autres monnaies. Le diagramme 2 retrace ces taux pour le dollar, le mark et le franc français, sous forme d'indices ayant pour base l'année 1970. L'ampleur des variations est bien moindre que lorsqu'on considère des cours de change bilatéraux. On voit qu'en début de 1984 par rapport à 1970 le taux de change effectif du mark est supérieur de 48 % à celui du dollar, alors que son cours bilatéral ne s'est élevé que de 16 %. Cela pourrait faire penser que le dollar était encore sous-évalué et qu'il le serait encore aujourd'hui.

TAUX DE CHANGE EFFECTIF depuis 1972

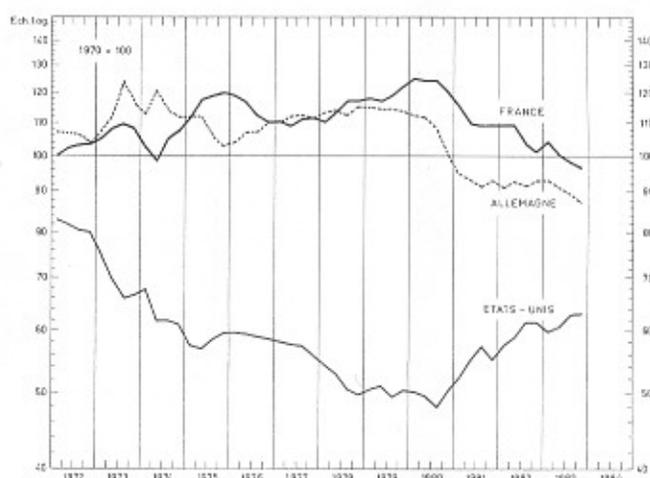


Cependant il serait imprudent de se référer aux niveaux actuels de ces indices sans considérer d'autres facteurs déterminants des situations concurrentielles, notamment à l'évolution simultanée des salaires nominaux selon les pays.

Salaires aux taux de change effectif

Le diagramme 3 retrace pour chacun des trois pays considérés les évolutions relatives des salaires compte-tenu des taux de change effectif.

SALAIRES AUX TAUX DE CHANGE EFFECTIF depuis 1972



Il donne à penser que l'indice des salaires aux États-Unis étant encore très inférieur aux indices allemand et français, il existait encore à la fin de 1983 une large marge de hausse possible pour le dollar. Mais deux éléments correctifs sont à considérer :

1° En l'année de base 1970, aux taux de change d'alors, les salaires étaient aux États-Unis encore supérieurs à ce qu'ils étaient ailleurs, de sorte que leur baisse relative survenue depuis n'est, pour partie au moins, qu'une remise à niveau.

2° La productivité du travail a, depuis 1950 et encore au cours des années soixante-dix augmenté moins en moyenne aux États-Unis qu'en France et en Allemagne, ce qui a annulé les effets du différentiel des salaires sur la compétitivité internationale des États-Unis et explique la dégradation de leur balance commerciale.

Il n'en demeure pas moins que ce diagramme invite à être circonspect quant aux prévisions de baisse du dollar fondées sur les disparités actuelles de pouvoir d'achat. Les salaires nominaux et réels s'étant élevé moins aux États-Unis qu'en aucun autre pays industriel depuis la seconde guerre mondiale et encore au cours des années récentes, on ne peut en effet exclure l'hypothèse que, si le renouveau de productivité qui survient actuellement dans nombre d'industries américaines s'accroît, la balance commerciale des États-Unis se redresse grâce à cela, suffisamment pour qu'un cours du dollar supérieur à 9 francs et à 3 marks puisse se perpétuer longtemps.

Mais plausible est aussi l'hypothèse d'une chute brutale du dollar au cours des mois qui viennent, sous l'effet de sorties inattendues de capitaux, fussent-elles de faible amplitude.

DES ÉCLAIRCIES DANS UN TEMPS MAUSSADE

Les débats budgétaires qui accompagnent la rentrée sont l'occasion de poser la question maintenant traditionnelle : le dosage des politiques économiques est-il satisfaisant au regard des objectifs visés ? L'analyse de la conjoncture ne permet pas à elle seule d'y répondre. Elle peut tout au moins apporter quelque éclairage sur les tendances récentes de l'économie. En ces temps de forte contrainte extérieure, c'est vis-à-vis de l'étranger que nous nous situons.

Les difficultés sociales rencontrées par la RFA et le Royaume-Uni au cours du printemps ont pesé sur le climat des affaires, la production a baissé au deuxième trimestre. Jugeant excessif le niveau de leurs stocks les industriels ont cherché à les comprimer dans la plupart des pays. La demande intra-européenne a en conséquence reculé, corrigeant certains excès de début d'année. Cela explique en partie la mauvaise performance des exportations françaises. Faut-il pour autant revoir à la baisse les prévisions antérieures ? Oui sans doute, mais très modérément. La formidable montée des importations américaines, un moment interrompue, est repartie de plus belle. Les exportations allemandes, une fois les grèves terminées, ont atteint de nouveaux sommets en juillet. Les courroies de transmission du commerce mondial se sont dégrêpées, même en Amérique latine dont les achats se redressent. Le solde extérieur français en bénéficiera : les exportations, en toute logique, auront progressé à nouveau cet été ; tandis que les importations peuvent diminuer, car c'est avec retard par rapport à l'étranger que les industriels français ont perçu le gonflement de leurs stocks.

La baisse de la consommation s'est en effet ajoutée en France à celle des exportations au deuxième trimestre. L'une et l'autre se sont rapidement transmises aux industriels en raison d'un comportement de stock très prudent des intermédiaires. Les commerçants ont passé peu de commandes, leurs trésoreries étant jugées médiocres, surtout celles des détaillants. Mais le climat s'est amélioré en juillet à tous les stades. Des ventes un peu plus soutenues pourraient donc assez vite remonter jusqu'aux carnets de commande des producteurs. Et bien que ceux-ci, en cas de manque de liquidités, soient plus enclins à freiner leur activité que leur modernisation, la production ne semble pas menacée.

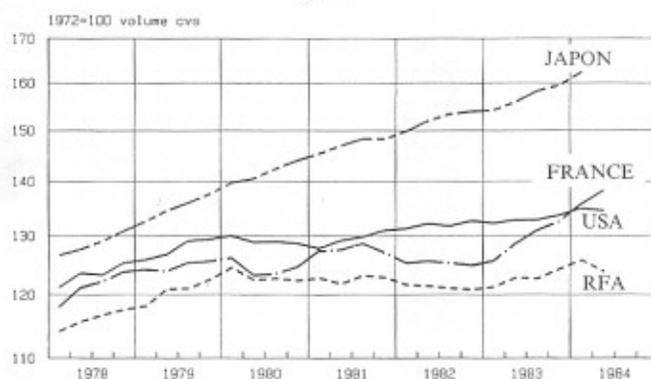
En terme de décalage conjoncturel avec le reste de la CEE, les enquêtes continuent de faire apparaître la France en léger retrait et ce depuis près d'un an. Une confirmation nous en est fournie en mesurant les écarts des PIB de la France et de la RFA par rapport à leurs tendances respectives de moyen terme. Avec les réserves que soulève un tel calcul, l'écart obtenu pour la France en 1984 semble un peu supérieur à celui

pour la RFA. Le PIB français accuserait donc un « retard » conjoncturel de moins d'un point de croissance sur le PIB allemand, avec toutefois des différences beaucoup plus importantes selon les postes : exportations et investissement en retrait respectivement de 10 % et 4 à 5 %, consommation encore en avance de plus de 2 %. Quant aux importations, elles auraient été freinées d'environ 6 % depuis le début des années quatre-vingt.

Le repli relatif de la France s'accompagne d'un déficit commercial. Compris entre 2 et 3 milliards de F par mois il peut diminuer sensiblement dans les mois qui viennent pour les raisons dites plus haut. Mais il est susceptible de réapparaître très rapidement au moindre relâchement interne, ce que la comparaison des politiques économiques française et étrangère nous conduirait plutôt à envisager.

Selon l'OCDE les mesures budgétaires prises délibérément par les pouvoirs publics ont été en 1983 moins restrictives en France que dans le reste de la CEE, et d'une portée équivalente en 1984. Mais ceci ne tient pas compte des dérapages de dépenses et de certaines moins-values de recettes. Par ailleurs la politique monétaire s'oriente depuis près d'un an dans un sens moins contraignant qu'à l'étranger. Aux relèvements des taux à court terme survenus en RFA et surtout en Italie et au Royaume-Uni, s'oppose la réduction des taux français. Car la montée du dollar soutient le franc dans le SME. Et la réduction du déficit courant (-10 milliards de F au premier semestre contre -34 milliards F pour l'an passé) facilite la gestion de nos emprunts à l'étranger. Les banques peuvent plus aisément financer en devises nos exportations et sont au large dans l'encadrement des crédits en francs. Une situation favorable à l'investissement, mais aussi aux importations de biens d'équipement.

PNB

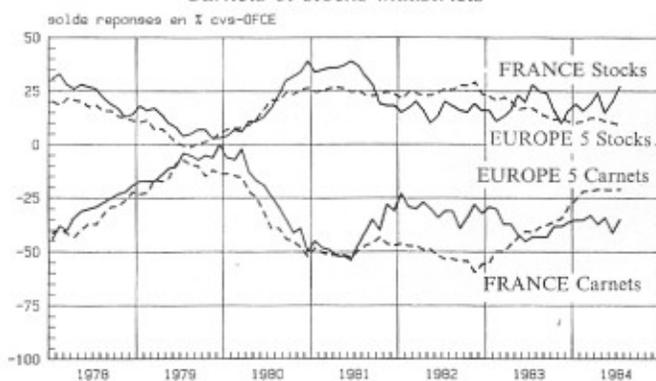


En revanche les tensions sur les prix pourraient encore s'atténuer du fait des politiques monétaires restrictives poursuivies à l'étranger. Si certains produits comme le pétrole renchérissent, du fait de la faible élasticité de la demande, les prix d'autres diminuent, même parmi les matières premières et surtout parmi les produits manufacturés exportés de RFA et du Japon. Plus le dollar monte, plus les perspectives d'inflation sont révisées en baisse, en dépit de l'effet mécanique de cette hausse sur les prix intérieurs, au moins dans les pays où l'indexation des revenus sur les coûts ne joue pas.

Philippe SIGOGNE

Directeur du département des diagnostics
à l'OFCE

Carnets et stocks industriels



Faits et chiffres d'actualité

FRANCE

Selon la première estimation, les **prix de détail** se sont accrus de 0,5 % en août. Ce résultat, modéré par ailleurs, tient pour environ 0,15 point aux seuls tarifs publics, malgré l'effet (-0,05 point) de la baisse des prix des tabacs. Ceci s'explique par les hausses des prix des transports publics, du téléphone et surtout des carburants : en deux mois ces derniers ont contribué pour 0,3 point à la hausse générale des prix. Avec la poursuite de l'augmentation de la part fiscale de ces prix et leur indexation partielle sur le dollar, cette contribution devrait au second semestre atteindre environ 0,5 point pour une hausse générale des prix de 3,1 % (soit 6,9 % en 1984).

Le **taux de salaire horaire ouvrier** a augmenté de 2,0 % au second trimestre, soit 3,5 % au premier semestre. La tendance sous-jacente reste modérée : l'accélération par rapport au premier trimestre s'explique par le report de certaines hausses (les négociations salariales étant retardées) et surtout par le relèvement à deux reprises du SMIC (+3,4 et +1,2). Aussi observe-t-on les plus fortes hausses parmi les bas salaires et dans les secteurs où les salariés payés au SMIC sont les plus nombreux. En particulier dans les services la hausse est de 2,6 %, après seulement 1,2 % au premier trimestre (contre respectivement +1,9 % et +1,5 % dans l'industrie).

En août la **consommation** des ménages en produits industriels a augmenté de 5 % par rapport à un mois de juillet très médiocre. Un regain d'achats d'automobiles explique cette amélioration passagère. Depuis le mois de mars la consommation de produits industriels par les ménages stagne à un niveau inférieur de 3,5 % à la moyenne de l'année 1983. Les ménages répercutent ainsi la nouvelle baisse du pouvoir d'achat de leurs revenus disponibles après impôts intervenue depuis le début de l'année (-1 %).

Fin août le nombre de **demandeurs d'emploi** inscrits à l'ANPE s'élève à 2 360 000 (cvs) soit +0,7 % par rapport au mois de juillet. Depuis le début de l'année le rythme mensuel d'augmentation du chômage s'est cependant ralenti (+50 000 en début d'année, +20 000 actuellement). Cette évolution reflète la forte réduction des effectifs industriels qui s'était produite au premier semestre (-60 000 emplois hors BTP). Avec l'été les suppressions d'emplois ont été plus modérées. Les prévisions des industriels lors de la dernière enquête trimestrielle INSEE (juin) annonçaient cette inflexion de tendance.

Après un fort déficit au premier trimestre (-10,7 milliards de francs), la **balance des transactions courantes** s'est rééquilibrée au

deuxième trimestre (+0,7 en données brutes). Les sorties de capitaux à long terme se sont elles aussi réduites. Le besoin de financement a donc fortement fléchi : 5,3 milliards, contre 22,6 au premier trimestre et 21,5 en moyenne l'an passé. L'importance des emprunts au premier semestre et l'accélération des tirages en juillet et août traduisent plus la tendance à financer les déficits par des ressources longues, le refinancement de la dette et le développement des crédits commerciaux en devises que le retour à des déséquilibres extérieurs : l'excédent commercial atteint 2,9 milliards pour juillet et août.

Selon les estimations du projet de loi de finances pour 1985, le besoin de financement de l'ensemble des administrations devrait se réduire très faiblement en 1985 : 3,1 points de PIB au lieu de 3,2 en 1984 et 3,3 en 1983. Cela provient d'un double mouvement. D'une part le besoin prévu de financement de l'État se réduit de -0,6 % du PIB en 1985 après actualisation des estimations de 1984 et prise en compte d'un déficit budgétaire limité à 3 %. D'autre part l'excédent de la Sécurité sociale évalué à 0,5 % du PIB en 1984 disparaît en 1985 avec la suppression du 1 %. Ces résultats sont évalués avec une évolution des recettes (+5 %) et des dépenses (+6 %) du budget, inférieure à celle du PIB en valeur estimée à 7,5 %.

ÉTRANGER

La **croissance de l'activité aux États-Unis** donne des signes de ralentissement depuis l'été. L'offre marque un temps : la production industrielle n'a augmenté que de 0,2 % en août sous l'effet du fléchissement de celle de biens durables, le stockage, gonflé en juillet (0,8 %) par les importations, risque de ne pas se poursuivre à ce rythme. La demande des ménages est moins dynamique : le revenu s'accroît mais alimente l'épargne (consommation : 0,1 % en juillet et août). L'effet de la remontée des taux d'intérêt hypothécaires réduit les mises en chantier au mois d'août qui retombent à un rythme annuel de 1,5 million, le plus bas depuis décembre 1982. Les tensions sont faibles : les prix de gros baissent et le taux d'utilisation des capacités productives plafonne.

En RFA M. Stoltenberg, ministre des Finances, a eu - provisoirement - gain de cause sur M. Bangemann, ministre de l'Économie, favorable à un soutien de la fragile reprise. En effet les dépenses du **Budget fédéral pour 1985** ne doivent augmen-

ter que de 1,2 % en valeur, et ainsi, le déficit fédéral serait ramené à 24 milliards de DM. La volonté de réduction du déficit se manifeste dans tous les domaines : ainsi le refus actuel de supprimer la retenue à la source de 25 % sur le revenu des obligations détenues par des non-résidents dont la moins-value fiscale est estimée à 80 millions de DM. La sécheresse de telles projections risque de rencontrer de vives résistances, et en particulier de mobiliser les fonctionnaires dont les traitements sont toujours bloqués.

Au **Royaume-Uni** depuis l'automne 1983 la croissance prend appui sur l'**investissement productif**, marquant un changement dans le caractère de la reprise. Certes en 1983 l'investissement avait été en hausse de plus de 5 %, mais assuré par le secteur public (+21 %) et par le logement privé (+23 %). Or le chiffre connu du deuxième trimestre 1984 de l'investissement manufacturier fait apparaître une hausse de plus de 20 % sur un an. Ce dynamisme et cette confiance proviennent d'une part de l'amélioration de la situation financière des entreprises (au premier trimestre 1984, les profits bruts nominaux s'étaient accrus sur un an de plus de 27 %), d'autre part des modifications fiscales favorables aux entreprises.

Le **taux d'escompte officiel italien** a été relevé d'un point le 4 septembre 1984 (15,5 % à 16,5 %). Cette action, inattendue car la hausse des prix s'est ralentie, et controversée a été décidée au vu du gonflement des crédits à l'économie privée (16,3 % de janvier à juillet, alors que l'objectif annuel pour 1984 est de 12,3 %). Celui-ci, jugé excessif par rapport à la croissance économique, pourrait résulter d'un restockage spéculatif des entreprises. Il fallait aussi limiter la dégradation des échanges extérieurs (déficit commercial 8 000 milliards de lires au premier semestre). Cependant ce sont surtout les institutions financières qui ont accru leur demande de crédit (27,7 %).

Au **Mexique** les résultats de la lutte contre l'inflation (près de 50 %, contre 100 % l'an passé), la reprise de la production industrielle et la signature d'accords de rééchelonnement favorables (50 milliards de dette publique qui devaient être remboursés entre 1985 et 1990 ont été reportés après 1990), sont autant de signes encourageants. Au **Brsil** l'excédent commercial serait en 1984 supérieur à l'objectif initial de 9 milliards de dollars, ce qui permettrait une nouvelle réduction du déficit courant. Le PNB progresserait d'environ 2,5 %. Par contre la situation de l'**Argentine** est toujours aussi préoccupante ; en raison de l'impossibilité de rembourser 750 millions de dollars à la mi-septembre, elle doit négocier un crédit stand-by avec le FMI.

Rédaction :

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 1984		Lettre 10 n°/an	Revue 4 n°/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)	125 F	220 F	300 F
	Tarif réduit (particuliers)	60 F	140 F	180 F
	Prix du numéro	10 F	60 F	