



N° 6 - Mercredi 22 juin 1983

A LA RECHERCHE D'UN NOUVEAU SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL

Voici donc qu'au Sommet de Williamsburg le problème de l'amélioration du Système Monétaire International a été officiellement posé.

Le Système institué par la Conférence de Bretton-Woods en 1944, mis en place au cours des années suivantes, faisait de dollars convertibles en lingots d'or la monnaie internationale à laquelle les autres monnaies se trouvaient rattachées par des taux de change fixes. Ils ne devaient être modifiés qu'en cas de déséquilibre grave. De septembre 1949 jusqu'en août 1971 ils ne le furent qu'exceptionnellement. Pendant ces vingt-deux ans la croissance des économies occidentales fut presque continue et rapide.

Depuis 1972 aucune grande monnaie n'est plus convertible ni en or ni en dollar à un taux fixe. Les cours des changes des monnaies, tant vis-à-vis du dollar qu'entre elles, ont connu d'incessantes fluctuations courtes, ainsi que d'amples variations de longue durée. Ces changes flottants ont accru la liberté d'action des Banques Centrales et élargi dans une certaine mesure la marge de manœuvre des politiques économiques. Parfois les cours ont varié, plus ou moins spontanément, en fonction des différences d'inflation, contribuant ainsi à ajuster les pouvoirs d'achats respectifs des monnaies et à rééquilibrer par là les balances commerciales. Mais les inconvénients de ce flottement se sont révélés grands. Il incite à opérer des mouvements de capitaux à la recherche de profits spéculatifs, provoquant ainsi des variations aberrantes des cours (1) qui aggravent les déséquilibres commerciaux. La grande insécurité dans les relations commerciales et financières internationales qui en résulte décourage les chefs d'entreprise soucieux d'une gestion prudemment rationnelle. C'est une cause, parmi d'autres, du ralentissement puis de l'arrêt de la croissance de l'économie mondiale. Que peut-on faire ?

Encore qu'aux États-Unis certains économistes et hommes d'affaires y songent parfois, il est impossible de revenir au système monétaire antérieur à la guerre de 1914. Malheureusement ! Car il a, pendant plus d'un siècle,

assuré une parfaite fixité des cours du change de toutes les grandes monnaies entre elles et contenu les mouvements généraux des prix en d'étroites limites, tout en permettant une croissance des PNB de 2 à 4 % l'an, ce qui, avec les techniques industrielles et agricoles alors disponibles, était assez satisfaisant. Mais son bon fonctionnement impliquait que les monnaies utilisées par les individus soient pour une bonne part faites de pièces d'or, circulant librement d'un pays à l'autre et en lesquelles les monnaies fiduciaires soient convertibles à un taux fixe.

Aujourd'hui les masses monétaires sont en quasi-totalité constituées par des dépôts à vue. Il n'y a plus aucune limite physique à la multiplication de ces monnaies scripturales, dont les quantités ne dépendent que des crédits consentis par les banques. L'évolution des mœurs et des techniques bancaires qui, en un demi-siècle, a conduit à cet état de chose est irréversible.

Cela étant, quels objectifs peut-on, sans verser dans l'utopie, fixer au système monétaire ?

Vouloir rétablir des parités durablement fixes serait supposer que tout déséquilibre entre les offres et les demandes privées d'une monnaie sur les marchés des changes pourrait être toujours compensé par des offres ou des demandes d'organismes publics. C'est techniquement possible. Il incomberait à la Banque Centrale dont la monnaie est trop demandée de l'offrir en aussi grandes quantités qu'il faudrait pour rétablir l'équilibre du marché à la parité fixe. Elle n'en serait pas incapable, car une Banque Centrale a une capacité illimitée de création de sa propre monnaie. Mais cette création monétaire, intervenant sans destruction symétrique ailleurs, serait inflationniste. Les flux compensatoires de capitaux ainsi garantis permettraient à un pays déficitaire d'accroître indéfiniment ses consommations et ses investissements aux dépens d'autres, qui à la longue ne sauraient l'admettre. Pour que le système ne se grippe pas, il faudrait donc que, tôt ou tard, mais à coup sûr, des politiques budgétaires, monétaires et sociales accroissent la demande intérieure dans les pays excédentaires et la réduisent dans les autres.

(1) Cf. J.-M. JEANNENEY. La danse maléfique des grandes monnaies - Lettre de l'OFCE n° 2.

L'incitation à de telles politiques équilibrantes pourrait résulter d'une convertibilité en lingots d'or des monnaies étrangères détenues par les Banques Centrales, les pertes d'or subies par les pays déficitaires jouant d'abord comme un signal d'alarme, puis les obligeant à contracter leurs masses monétaires. Il devait en être théoriquement ainsi selon le système instauré à Bretton-Woods ; mais en fait ce mécanisme n'a guère fonctionné. Si de 1949 à 1971 la stabilité des cours des changes n'a connu que quelques accrocs, on l'a dû certes pour une part à la volonté que les États européens ont alors généralement manifestée, avec plus ou moins de succès, d'équilibrer leurs comptes, et à la facilité qu'ils ont eu à le faire grâce à la croissance rapide de leur PNB. Cependant l'explication principale en est que les États-Unis n'ont cessé d'exporter des capitaux dont le montant a été le plus souvent supérieur à l'excédent de leur balance des paiements courants, ce qui a d'abord mis fin à la pénurie de dollars ressentie par les autres pays, puis utilement permis à ceux-ci de se constituer des réserves de change en dollars. Mais lorsque la masse de dollars ainsi détenus hors des États-Unis devint excessive, le système engendra une hausse mondiale des prix. Et il se rompit le jour où les États-Unis reconnurent officiellement qu'ils ne pouvaient plus assurer la convertibilité du dollar en lingots d'or.

Il est peu vraisemblable que, dans un avenir proche, les États participant à l'économie occidentale se soumettent tous volontairement aux rudes disciplines qui seraient nécessaires pour qu'un système mondial de changes fixes puisse être durable. Et il n'est pas souhaitable qu'un État dominant soit en mesure et décide de le leur imposer.

Devons-nous donc limiter notre ambition à un objectif très modeste, qui serait de supprimer seulement les variations courtes, en dents de scie, des cours des changes provoquées soit par l'irrégularité saisonnière de flux internationaux, soit par des événements passagers ou accidentels, soit par la cyclothymie de certains agents économiques ? Bien que ces variations n'aient guère le temps d'agir sur les courants commerciaux, elles sont nocives, parce qu'elles engendrent des gains ou des pertes imprévisibles pour quiconque opère des achats ou des ventes à l'étranger. Les Banques Centrales seraient capables de réduire à presque rien ces variations épisodiques. Déjà cette pratique est fréquente dans le cadre du système monétaire européen ; elle pourrait être étendue aux relations entre les monnaies du S.M.E., le dollar, la livre et le yen. Mais la difficulté est de savoir si un excès observé d'achats ou de ventes de monnaies est provisoire ou s'il est la première manifestation d'un déséquilibre durable.

Au demeurant, vouloir supprimer seulement les variations en dents de scie des cours serait renoncer à remédier aux méfaits principaux du régime actuel. Il doit s'agir de bien davantage : s'opposer aussi à celles des variations longues qui aggravent les déséquilibres des balances des paiements ; ne laisser s'accomplir que celles qui, en modifiant les pouvoirs d'achat relatifs des monnaies échangées, ont pour effet, par une action sur les balances commerciales et les balances des services des pays en cause, d'équilibrer la somme algébrique des balances des paiements courants et des balances des mouvements

de capitaux à long terme qui sont justifiés par des différences de développement des économies nationales.

En raison du gonflement des placements internationaux à très court terme intervenu depuis une quinzaine d'années, la masse des capitaux susceptibles d'être transférés d'une monnaie de placement vers une autre au cours d'une année est énorme. Les Banques Centrales ne sauraient fournir trop longtemps la contrepartie de ces transferts privés sans provoquer de fâcheuses contractions ou expansions des masses monétaires internes, même si elles prennent des mesures correctives.

Il est donc nécessaire de dissuader, autant que possible, les détenteurs de capitaux mobiles de les déplacer malencontreusement. A cet égard le maniement des taux d'intérêt est une arme efficace, mais qui, au-delà de certains seuils, risque d'exercer sur les économies nationales des actions inflationnistes ou déflationnistes dangereuses. Aussi doit-on tenter d'éliminer la principale cause des mouvements intempestifs de capitaux, qui consiste en des anticipations concernant les cours des changes. Pour ce faire il faut que soit proclamée, et démontrée dès la première occasion par les faits, la volonté des Banques Centrales d'utiliser tous les moyens, même limités, dont elles disposent pour endiguer, dès leurs débuts, les variations anormales des cours. A cet égard une responsabilité particulière repose sur les autorités monétaires des États-Unis, car le dollar est la principale monnaie de réserve et sert le plus souvent de moyen d'intervention sur les marchés des changes, tant aux spéculateurs qu'aux Banques Centrales des autres pays.

Quand des changements de parité apparaissent économiquement justifiés, il importe qu'ils se réalisent sous forme d'ajustements aussi lents que possible, graduels, n'excédant jamais 2 % en quelques jours et qui, si menus soient-ils, adviennent à des dates imprévisibles. Grâce à quoi d'éventuels spéculateurs n'auront guère l'espoir de gains attractifs. De surcroît, la politique économique d'aucun État ne doit paraître de nature à engendrer dans un avenir proche une trop forte contraction ou expansion de sa demande intérieure, politique qui serait annonciatrice d'excédents ou de déficits excessifs de sa balance des paiements et qui ne pourrait manquer de conduire tôt ou tard à une inflexion des parités, que des mouvements de capitaux devanceraient, perturbant ainsi les cours des changes.

On ne peut guère, dans le monde actuel, espérer inventer un système monétaire international nouveau qui ait, par ses automatismes, la vertu de mettre fin aux désordres monétaires dont nous souffrons. Mais si les États avaient la volonté d'agir de concert comme il est dit ci-dessus, ils pourraient faire que les cours des changes varient à peu près convenablement.

Certes, tant qu'existera une énorme masse de capitaux fébriles, placés à très court terme, les Banques Centrales ne pourront éviter que des événements politiques ou militaires graves suscitent des mouvements brutaux sur les marchés des changes. Mais aucun dispositif monétaire rigide, si ingénieux soit-il, n'y résisterait.

Jean-Marcel JEANNENEY

LA FIN D'UN CYCLE D'INVESTISSEMENT

Depuis l'annonce du plan d'austérité les nuages se sont amoncelés à l'horizon conjoncturel français. Comme à l'accoutumée, les mesures de politique économique ont d'abord été accueillies avec scepticisme ; elles sont maintenant ressenties avec douleur. Ceux-là mêmes qui se sont félicités d'une gestion plus rigoureuse des deniers publics sont maintenant les premiers à s'effrayer des conséquences et à parler de nouvelle récession. En trois mois le climat des affaires s'est rapidement dégradé : jamais depuis 10 ans les entrepreneurs, industriels et commerçants n'ont été aussi pessimistes sur l'évolution générale de l'activité.

Paradoxalement, les Français broient du noir alors que les nouvelles de l'étranger sont objectivement meilleures. Aux États-Unis, en RFA, au Royaume-Uni les stocks ont baissé, les commandes ont repris, l'activité se redresse. Dans les deux premiers pays la production industrielle a déjà regagné quelque 5 % ; dans le troisième le surcroît de demande bénéficie directement aux fournisseurs étrangers. Alors pourquoi ce pessimisme outrancier ? Parce que l'on s'attendait à un mouvement plus vigoureux qui tire rapidement la conjoncture française, parce que la remontée du dollar inquiète, que les taux d'intérêt restent élevés, que la baisse du prix du pétrole n'a pas autant d'effets bénéfiques qu'un bilan hâtif semblait montrer et que la grande exportation va mal, les entrepreneurs prennent conscience de ce que notre environnement n'est encore que faiblement porteur. En face de cela, une certitude pour eux : la baisse de la demande intérieure est là, et elle va s'amplifier. Tous les grands secteurs seront touchés, mais la diversité des situations mérite d'être soulignée.

La production de biens de consommation est la première concernée par le plan d'austérité, qui est intervenu à un moment où la consommation montrait déjà des signes d'essoufflement. Le comportement de précaution des particuliers, confrontés à une réduction quasi certaine de leurs revenus, se lit dans la forte contraction des intentions d'achat de biens durables exprimée début juin, dont on trouve peu d'équivalents dans le passé. Le déstockage en cours chez les commerçants accentue cette tendance et provoque un sensible dégonflement des carnets de commandes industriels. La demande étrangère se redresse heureusement dans ce secteur : c'est en effet par la consommation que l'activité repart en RFA, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas, pays où l'ajustement des salaires à la baisse a atteint son terme dès l'an passé.

Toutefois, l'automobile a une place à part. L'offre y joue plus visiblement qu'ailleurs son rôle d'entraînement de la demande et les nouveaux modèles relancent les immatriculations actuelles et les intentions de commandes des ménages. Mais il faudra par contre du temps pour redresser à l'étranger l'image de marque des véhicules français. La production risque donc de s'orienter là aussi à la baisse.

La production de biens intermédiaires vient de connaître un mieux. Dans la plupart des branches, la baisse des taux d'intérêt avait dégelé les passations d'ordres en même temps que les cours des matières premières s'orientaient à la hausse. Cette amélioration a été de courte durée pour les

produits destinés à la fabrication de biens d'équipement, mais les facteurs de reprise technique encore à l'œuvre en Europe devraient limiter la dégradation à attendre de la baisse d'activité des utilisateurs français.

La production de biens d'équipement est la seule à être doublement affectée par le recul de la demande en France et à l'étranger. En France l'investissement productif, après un sursaut en début d'année, se remet à décliner depuis mars. Révisant en baisse leurs anticipations d'activité, les industriels jugent toujours aussi excessives leurs capacités de production, encore qu'elles apparaissent vieilles et mal adaptées à la demande ; mais l'effort de modernisation se heurte toujours plus au manque de fonds propres. La proportion des chefs d'entreprise à même de réaliser tous les investissements nécessaires est particulièrement faible, du fait d'une nouvelle détérioration des résultats d'exploitation au premier semestre de cette année, révélée par l'enquête INSEE sur les trésorereries industrielles. La croissance de l'investissement attendue pour le nouveau secteur nationalisé ne pourra à elle seule inverser le déclin du secteur privé.

En Europe il n'y a guère qu'en RFA où se soit manifestée récemment une reprise de la demande de biens d'équipement. Partout ailleurs les perspectives d'investissement restent négatives pour 1983 et ne se redressent timidement que pour 1984. Hors d'Europe le bilan est encore plus sombre : d'un côté les livraisons aux pays lourdement endettés se sont très nettement ralenties ; de l'autre la baisse des recettes de l'OPEP se traduit par une révision à la baisse des plans de développement. Ainsi les principaux soutiens à la production française de biens d'équipement sont en train de lui faire défaut.

Par son orientation nouvelle, la politique économique intérieure reconnaît qu'il n'est plus possible de donner la priorité à la consommation dans un pays aussi ouvert sur l'extérieur, d'autant moins que la consommation en France a crû en 10 ans plus que dans n'importe quel autre pays européen. Dans le même temps la lutte contre l'inflation menée aux États-Unis a, par la hausse des taux d'intérêt réels, conduit les autres pays ne disposant que d'une faible capacité d'épargne propre à se limiter aux investissements les plus rentables.

Le cycle mondial d'investissement, un moment prolongé par les pratiques keynésiennes de déficit et l'essor des pays en développement, est encore dans sa phase descendante. Pour avoir été retardée jusqu'à épuisement des profits, l'échéance n'en est que plus difficile à supporter.

Philippe SIGOGNE

Directeur du Département
des Diagnostics à l'OFCE

Faits et chiffres d'actualité

FRANCE

Le **taux de salaire horaire** ouvrier enregistre une hausse de 3,1 % au 1^{er} trimestre 1983. Depuis le 1^{er} octobre 1982 la hausse est de + 7,4 %, alors que les prix de détail n'augmentaient que de 4,5 %. Cette évolution ne s'explique pas seulement par la baisse de la durée du travail, mais traduit des rattrapages ou avances sur les prix. Dans l'enquête du mois de mai, les ménages signalent pourtant une aggravation de leur situation financière depuis le début de l'année. Elle est particulièrement sensible chez les travailleurs indépendants, les agriculteurs et les salariés.

De janvier à mai 1983, la France a été le **deuxième emprunteur sur le marché international des capitaux** (5,7 Mds de \$), derrière le Japon (5,9) mais devant les États-Unis (5,4), le Mexique (5,0) et le Canada (4,8). Au total depuis 1980, la France est au troisième rang des pays emprunteurs derrière les États-Unis et le Canada. Tout classement doit être corrigé en tenant compte de la taille économique de chaque pays : depuis le début de l'année les tirages d'emprunts du Japon ont représenté 1,3 % du PIB, ceux de la France 2,3 %, alors que pour le Canada et le Mexique, les niveaux atteints correspondaient à 3,8 % et 7 % du PIB.

Au 1^{er} trimestre 1983, les **achats de biens durables** par les ménages ont connu un fort retrait en volume, de 6,3 % par rapport aux trois derniers mois de 1982. Après une pause durant le trimestre en cours, ce mouvement de baisse devrait reprendre par suite de la contraction du revenu disponible. L'enquête de conjoncture auprès des ménages confirme d'ailleurs une chute importante des intentions d'achat de biens d'équipement. L'évolution de la consommation des ménages en biens durables demeurera très en deçà des normes d'encadrement du crédit aux particuliers, même après le durcissement récent.

Au mois d'avril les **importations** de produits manufacturés ont baissé de 8,7 %, les **exportations** de 3,5 %. Cela est consécutif au fléchissement des demandes intérieures et étrangères et aux mouvements de termaillage liés à la dévaluation de mars : les exportations se sont réduites de 2,8 % au cours des trois mois précédant la dévaluation, pour s'accroître de 1,7 % en mars-avril. Les importations ont subi des fluctuations symétriques, mais de moindre ampleur. Par-delà ces aléas, on assiste sur les quatre premiers mois de l'année à une baisse de 0,8 % des exportations et une hausse de 0,9 % des importations de produits manufacturés.

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. Elles pourront s'opposer, le pluralisme des opinions étant un des principes de l'OFCE.

ÉTRANGER

Aux **États-Unis**, les **entrées en commande** poursuivent, en avril, leur progression (+ 2,1 %). La composante militaire dynamique fin 1982 est à présent relayée par la demande privée. Pour les ménages, les biens d'équipement du foyer et l'automobile s'accroissent d'autant plus qu'une légère reconstitution des stocks est en cours. Pour les entreprises, une commande importante de l'aviation civile s'ajoute à un redressement encore lent dans les biens d'équipement, notamment la machine-outil. Les perspectives d'investissement sont par ailleurs révisées dans le sens d'un moindre déclin pour 1983.

En avril, les **prix de détail américains** ont enregistré la première progression importante (+ 0,6 %) depuis juillet 1982. En effet, trois éléments qui avaient joué un rôle modérateur ont recommencé à croître : prix des transports, en raison de l'entrée en vigueur de l'impôt sur l'essence, coûts du logement, prix de l'alimentation, notamment des fruits et légumes. La croissance des prix à la production de l'énergie en mai (+ 2,2 %), alors que l'indice global ne progresse que de 0,3 %, laisse attendre une poursuite de cette nouvelle tendance.

En **RFA**, la **production industrielle**, en hausse depuis quatre mois, a retrouvé en avril son niveau de la mi-1982. Cette croissance, plus sensible dans le secteur des biens intermédiaires (5 % en avril par rapport à décembre) et des biens d'équipement (+ 5 %), est plus modérée dans le secteur des biens de consommation (+ 3 %), tandis que le bâtiment reste pour l'instant déprimé. Cependant le volume des entrées en commande en avril laisse craindre un infléchissement de ces tendances ; les ordres, stables sur le marché intérieur, commencent à ce réduire sensiblement (+ 5 % par rapport à mars) sur les marchés d'exportation, essentiellement en raison de la baisse des importations de la France et des pays de l'OPEP.

Au **Royaume-Uni**, le **volume des ventes au détail** s'accroît en mai (+ 0,5 %) pour le dixième mois consécutif. La principale cause en est la hausse des salaires, qui, bien que modérée, reste supérieure à celle des prix. Ainsi au premier semestre 1983, la consommation des ménages sera d'environ 2,5 % supérieure à ce qu'elle était au deuxième semestre 1982. Conséquence immédiate : une sensible détérioration de la balance courante depuis le début de l'année ; car ce sont des

importations de produits manufacturés (+ 9 % en volume au premier trimestre) qui ont pour une large part couvert ce surcroît de demande.

Les **banques de clearing britanniques** ont réduit le 15 juin leur **taux de base** d'un demi-point, à 9,5 %, en réponse aux baisses du taux d'intervention pratiqué par la Banque d'Angleterre sur le marché monétaire. Les arguments en faveur d'un soutien de la reprise (bâtiment, investissement productif, exportations) ont prévalu sur le risque inflationniste d'un accroissement excessif du stock de monnaie. La baisse de 1 % du taux d'escompte attendu par de nombreux opérateurs est l'une des raisons de la dépréciation de la livre sterling depuis quelques jours.

La faible progression du **Pnb italien** au 1^{er} trimestre 1983 (+ 0,3 %) ne compense pas le recul des trois précédents (3,8 % cumulés) dû en grande partie à la chute des exportations. Parallèlement la production industrielle a baissé de 3,3 %, les secteurs les plus touchés étant la sidérurgie, les industries mécaniques, l'automobile, le textile et l'habillement. La demande intérieure des ménages diminue à son tour : la détérioration des ventes globales au détail apparaît très prononcée d'après l'enquête trimestrielle sur le commerce.

Le **déficit commercial italien** s'est accentué en avril, mais les statistiques douanières sont particulièrement erratiques depuis le début de l'année. En fait la dégradation récente n'annule pas l'amélioration de février et mars, de sorte que le déficit cumulé des quatre premiers mois de 1983 (5 451 Mrd liras, soit 3,9 Mrd dollars) est inférieur à celui des quatre derniers mois de 1982 (6 996 Mrd liras). D'une période à l'autre, en effet, les exportations se sont accrues plus rapidement que les importations, en valeur.

Aux **Pays-Bas**, la **balance des opérations courantes** a été, au premier trimestre 1983, fortement positive (plus de 4 Mrd. de florins, contre 0,3 Mrd. au dernier trimestre 1982, cvs-OFCE). Les exportations se sont accrues en valeur de 4,3 %, les importations de 2,7 %, ce qui a permis de dégager un excédent commercial de plus de 3,4 Mrd. de florins, soit 1,3 Mrd. de dollars. Cela résulte notamment d'une forte réduction du déficit énergétique (- 0,6 Mrd. de florins contre - 2,2 Mrd.).

Rédaction :

Michal COCKER, Sabine MATHIEU,
Vincent RADISSON, Daniel ROY

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	

La prochaine lettre paraîtra le mercredi 28 septembre 1983.