

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

N° 27 - Mercredi 25 septembre 1985

## LA LOGIQUE DE L'APPRÉCIATION RÉELLE DU FRANC

Depuis la création du Système Monétaire Européen (SME) en mars 1979 le franc a été dévalué quatre fois par rapport au mark : de 2 % le 24 septembre 1979, de 8,5 % le 5 octobre 1981, de 10 % le 13 juin 1982 et de 8 % le 21 mars 1983. Entre chacune des trois dernières dévaluations le différentiel cumulé d'inflation entre la France et l'Allemagne n'avait pas dépassé 5 %. Depuis le dernier réaligement du franc, les prix se sont élevés en France d'environ 11 % de plus qu'en Allemagne. Le maintien dans ces conditions de la parité de notre monnaie dans le SME doit être interprété comme une réponse aux contraintes nées de l'environnement international et s'inscrit dans la logique de la politique économique menée au cours des deux dernières années.

### Une tendance récente à l'appréciation réelle du franc

L'évolution du taux de change réel effectif du franc depuis 1979 résulte, pour l'essentiel, des mouvements divergents du Deutsche Mark et du dollar. La baisse continue du *dollar*, qui avait marqué la fin des années soixante-dix, s'est inversée dès le début de 1981. Depuis lors sa forte appréciation nominale par rapport au franc est aussi une appréciation réelle, bien que l'inflation en France ait été plus forte qu'aux États-Unis.

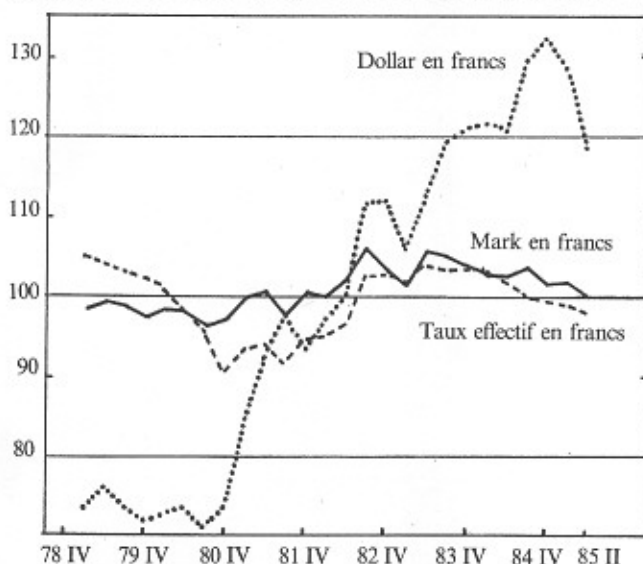
Au cours de la même période le *taux de change réel du mark en francs* se caractérise au contraire par des fluctuations modérées et, en moyenne, par une légère dépréciation réelle par rapport au franc. Depuis la création du SME on peut distinguer trois phases dans cette évolution. Jusqu'à la fin de 1980 la défense du franc a été un objectif prioritaire de la politique économique et l'appréciation réelle du franc, amorcée en 1977, s'est poursuivie, reflétant le différentiel d'inflation entre les deux pays. De 1981 à 1983 la baisse du taux de change nominal a, au contraire, été constamment plus forte que le différentiel d'inflation, ce qui s'est traduit par une dépréciation réelle du franc par rapport au mark. Enfin depuis la dernière dévaluation (mars 1983), bien que l'inflation française se soit considérablement ralentie, l'écart avec l'inflation allemande a persisté, de concert avec une quasi-stabilité de la parité nominale entre les deux monnaies. On assiste donc depuis plus de deux ans à une appréciation réelle continue du franc par rapport au mark, qui a ramené le taux de change réel à peu près à son niveau du troisième trimestre 1980.

Le profil du *taux de change réel effectif du franc* résulte avant tout de ces évolutions contrastées : d'une part une dépréciation tendancielle en termes réels traduisant l'envol du dollar de décembre 1980 à mars 1984, d'autre part des fluctuations qui reflètent des retournements du cours réel

du mark. Depuis 1983 le franc s'est en fait apprécié vis-à-vis des principales monnaies européennes, à l'exception de la lire. En dépit de la poursuite de la hausse du dollar, le maintien de la parité nominale franc/mark a conduit à une appréciation du taux de change réel effectif du même ordre que celle du taux réel vis-à-vis du mark.

### Indices de taux de change réels du franc\*

Taux bilatéraux 1972 = 100 ; Taux effectif moyenne 1980-1982 = 100



\* Note : Les *taux nominaux* au dernier jour de chaque trimestre sont exprimés en nombre de francs par unité de monnaie étrangère : une hausse de l'indice équivaut donc à une dépréciation du franc.

Les *taux réels bilatéraux* sont calculés en multipliant les *taux nominaux* par le rapport des indices de prix à la consommation étranger et français. Le *taux de change effectif* est calculé en pondérant les taux de change des monnaies de nos partenaires commerciaux par le poids relatif de chacun d'eux dans nos échanges extérieurs. Pour le calcul du *taux de change réel effectif* on utilise un indice pondéré des prix de gros du secteur manufacturier des partenaires commerciaux.

Source : Taux bilatéraux : OFCE ; Taux effectif : *World Financial Market*, Morgan Guaranty Trust.

### La logique d'une politique de franc fort

Alors que le premier choc pétrolier avait été suivi d'une accélération de l'inflation et d'une aggravation du chômage, la plupart des pays industrialisés ont réagi au second choc

pétrolier par l'adoption de mesures restrictives pour en combattre les conséquences inflationnistes. En 1981 la France s'est engagée au contraire dans une politique de relance privilégiant l'emploi. Le décalage conjoncturel par rapport à ses partenaires donna alors naissance en 1982 et 1983 à des déficits commerciaux importants, provoquant un accroissement rapide de la dette extérieure de la France, constituée pour une grande part d'engagements en dollars. Dans un environnement international caractérisé par la persistance de taux d'intérêt réels élevés et une appréciation continue de la monnaie américaine, il devenait impératif de maîtriser un tel processus.

C'est ce souci de freiner la croissance, en dollars et plus encore en francs, de l'endettement externe, allié à un retournement des priorités de la politique économique au bénéfice de la lutte contre l'inflation, qui explique tant la politique actuelle de « rigueur » que la stratégie d'appréciation réelle du franc. Une monnaie forte contribue en effet, par son action mécanique sur le prix en francs des importations, à la réalisation de l'objectif de désinflation. Le maintien de la parité du franc dans le SME fait que la France profite du rythme d'inflation plus faible de ses voisins d'Europe du Nord. Cela limite d'autre part la dépréciation du franc par rapport au dollar, ce qui renforce l'effet désinflationniste de la défense du franc, puisque la majeure partie de nos importations est facturée en dollars.

La dette française étant libellée pour 58 % environ en dollars, toute hausse de la monnaie américaine accroît la valeur en francs de l'endettement et de ses charges. Ainsi en 1984 l'accroissement du stock des emprunts publics et autorisés était-il imputable pour moitié environ à l'appréciation du dollar. Bien que ses comptes extérieurs aient été généralement excédentaires, l'Allemagne a elle aussi accumulé des engagements vis-à-vis des non-résidents ; mais ils sont pour l'essentiel libellés en marks, si bien que leur encours total est peu sensible aux variations du dollar. Cette différence des structures d'endettement, qui implique une plus grande exposition des débiteurs français aux risques de change, donne à l'appréciation réelle du franc vis-à-vis du mark une cohérence globale.

La conjonction dans les années quatre-vingt de la montée du dollar et de taux d'intérêt réels durablement élevés exacerbe la contrainte extérieure. Or pour un pays dont la balance commerciale est déficitaire, le succès d'une stratégie de dépréciation est alors loin d'être assuré. En effet, dans la mesure où l'amélioration de la compétitivité ne se traduit généralement par des gains de parts de marchés qu'après un assez long délai, la dévaluation commence par aggraver le déficit commercial, ce qui accentue le recours au financement externe. Il se peut dès lors que l'augmentation correspondante de la charge de la dette excède les effets de la dévaluation sur le solde commercial. Et, quand bien même elle leur serait inférieure, le fait que cette augmentation de charges se manifeste d'abord rend la dévaluation inappropriée à un rééquilibrage rapide de la balance des paiements courants.

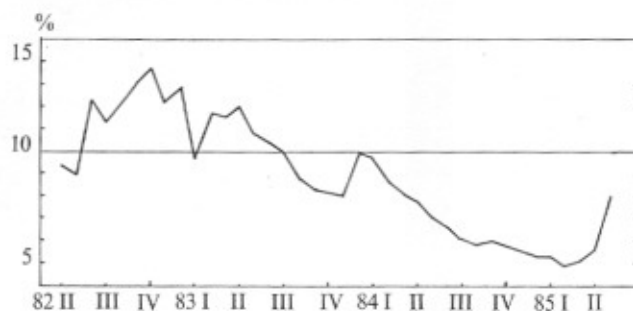
### Les conséquences de l'appréciation réelle du franc

Le non-recours à la dévaluation se traduit en premier lieu par une dégradation de la compétitivité des entreprises françaises. La croissance en 1984 a certes été tirée par les exportations, mais leur augmentation n'a été due qu'à l'expansion de la demande mondiale ; tant à l'étranger que sur le marché intérieur les producteurs français ont continué à perdre des parts de marché. Alors que l'Allemagne a fourni environ 6 % de l'accroissement des importations américaines entre 1982 et 1984, la France n'a satisfait que 3 % de cette demande additionnelle. L'amélioration du solde commercial en 1984 a été le fruit de la compression de la demande intérieure, freinant la progression des importations.

En 1985 la politique économique n'ayant pas pris un tour plus restrictif, l'appréciation réelle du franc, dans un contexte de tassement de la demande mondiale, explique les déconvenues du premier semestre quant au rééquilibrage des échanges. L'importance attachée à cet objectif, en même temps qu'à la désinflation, empêche donc d'envisager l'éventualité d'une politique expansionniste.

Le souci de défendre la parité nominale franc-mark, comme l'orientation restrictive de la politique monétaire interne, conduit au maintien de taux d'intérêt élevés en France. Depuis 1983 la baisse des taux nominaux n'a pas toujours suivi le ralentissement de l'inflation et les taux d'intérêt réels ont été constamment positifs et supérieurs aux taux allemands. C'est aussi le cas des taux rémunérant les dépôts en francs et en marks sur les euromarchés.

*Différentiel d'intérêt à un an entre eurofrancs et euromarks*



Source : *World Financial Markets*, Morgan Guaranty Trust.

Dans la mesure où ces marchés sont exempts de tout contrôle, les mouvements du différentiel d'intérêt entre eurofrancs et euromarks devraient refléter l'évolution anticipée par les opérateurs de la parité franc-mark. Ainsi ce différentiel a-t-il fortement augmenté dans les mois qui ont précédé le dernier réaligement du franc en mars 1983. Sa décroissance lente par la suite semble indiquer que les opérateurs ont progressivement révisé leurs anticipations d'une prochaine dévaluation. Si l'on en croit cet indicateur, la politique du franc fort a gagné en crédibilité à mesure que le temps passait, et plus particulièrement depuis le début de 1984. Les succès de la désinflation en France et la réduction du déficit commercial au cours de cette année ont contribué à cette évolution. Le premier semestre 1985 est au contraire caractérisé par un retournement de cette tendance, qui indique une recrudescence des anticipations d'une dévaluation, qui deviendrait d'autant plus probable que le différentiel d'inflation entre la France et l'Allemagne demeurerait.

Les conséquences d'une dévaluation dépendraient de l'environnement dans lequel elle se produirait. Si le dollar et les taux d'intérêt mondiaux se maintenaient à des niveaux élevés, un tel réaligement alourdirait la charge de la dette extérieure, sans nécessairement rééquilibrer nos échanges. Au contraire en cas de forte baisse du dollar et des taux d'intérêt américains, une dévaluation serait probablement rendue inévitable par le jeu des mouvements de capitaux qui pousseraient à l'appréciation du mark, mais elle aurait alors des conséquences favorables si elle s'accompagnait d'une appréciation du franc par rapport au dollar.

Jacques LE CACHEUX, Christian VASSEUR

*Département des études de l'OFCE*

# CONJONCTURE FRANÇAISE : DU MIEUX ET DES ALÉAS

L'économie française aborde la rentrée dans d'assez bonnes conditions. Les résultats des efforts des deux années écoulées commencent à porter leurs fruits. L'environnement étranger est plutôt favorable. S'il n'y a pas de quoi crier victoire trop fort ni trop tôt, il y a, semble-t-il, place pour une détente provisoire de la rigueur. A condition d'être prêt à tout retournement de situation et de ne pas s'enfermer dans des actions irréversibles.

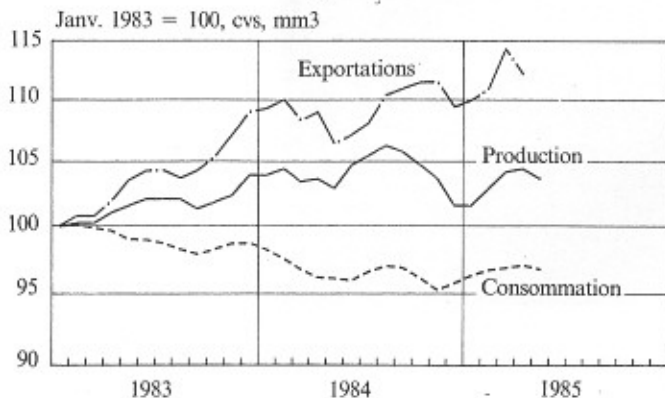
Le 0,1 % d'inflation du mois d'août est assurément une bonne nouvelle ; la tendance des mois récents est proche de 4 % l'an. Cela est dû à une heureuse conjonction : prix agricoles calmes, tarifs publics en sursis, services sous surveillance et prix industriels en hausse modérée. Pour ces derniers la compression interne des coûts salariaux se trouve épaulée par les baisses en francs du pétrole et des matières premières importées (- 20 % de mars à août). Et la concurrence étrangère est entretenue par la bonne tenue du franc. C'est ainsi que les prix des produits manufacturés importés ont peu augmenté au premier semestre (+ 2 % à + 3 % l'an) incitant au respect des accords de programmation souscrits par les industriels français (+ 3 % l'an en 1985). Il est donc presque acquis que l'inflation revienne cette année aux environs de 5,5 %.

Le pouvoir d'achat du salaire individuel ne paraît donc pas menacé et pourrait même momentanément progresser après s'être maintenu au premier semestre. La réduction de l'emploi aura pu être compensée par l'accroissement des revenus de transfert, dont la contrepartie est la détérioration des comptes de la Sécurité sociale et de l'UNEDIC. Le revenu disponible des ménages a ainsi sans doute retrouvé une croissance modérée en termes réels. De surcroît il devient à présent possible à chacun de chiffrer son allègement d'impôts au vu des rôles émis et d'adapter son budget de dépenses en conséquence.

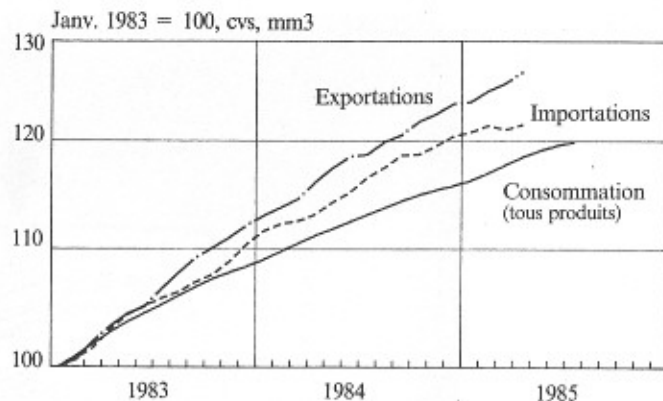
La consommation avait surpris au cours de l'hiver par sa vigueur, mais la rechute attendue au printemps n'est pas survenue. Les ménages ont tendance à épargner de moins en moins du fait de revenus en faible croissance, mais aussi grâce à une moindre érosion monétaire de leur patrimoine financier. On peut donc attendre que tout supplément de revenu continue à bénéficier majoritairement à la consommation dans les prochains mois, d'autant que la reprise du logement reste incertaine et très localisée. La baisse des taux d'intérêt paraît en effet plus susceptible de faciliter les achats de rentrée que de relancer à elle seule l'immobilier.

Il en sera sans doute de même pour l'investissement productif, les entreprises appréciant surtout la possibilité qui leur est offerte de réduire leurs frais financiers. Ceci est particulièrement vrai des grandes entreprises industrielles, lourdement endettées. En revanche il est possible que certaines PME, disposant d'une situation financière saine, aient mis à profit cette baisse des taux pour investir ; mais l'absence de statistiques monétaires récentes ne permet pas de le vérifier. Quoi qu'il en soit, de

## Produits manufacturés en volume



## Prix des produits manufacturés



nombreux indices convergent pour signaler qu'une reprise de l'investissement est en cours : gonflement des importations en juillet, activité en hausse des grossistes en biens d'équipement, prévisions de commandes plus fortes. Les raisons en sont vraisemblablement multiples. Elles vont du meilleur climat des affaires chez nos voisins immédiats au redressement des profits, en passant par le changement de traitement fiscal des bénéficiaires attendu pour la fin de l'année, qui pourrait bien avoir provoqué quelques dépenses par anticipation. L'idée d'un sursaut, qui ne serait que momentané, est accréditée par les intentions des industriels interrogés à la veille des congés : l'enquête trésorerie de l'INSEE révélait une certaine prudence financière, visant moins le rythme d'activité à venir que l'investissement futur ; l'enquête investissement ne fait guère attendre de progression supplémentaire des dépenses l'an prochain.

L'appréciation sur la demande étrangère jouera à cet égard un rôle primordial. Car les exportations de produits manufacturés, après avoir augmenté de 7 % à 8 % de la mi-1983 à la fin de 1984, ont stagné, voire légèrement baissé en volume. Les prix se sont encore élevés (+ 7 % l'an au premier semestre 1985), ce qui a permis d'améliorer les marges bénéficiaires, mais a également renforcé la concurrence, là où elle avait pu fléchir précédemment (biens de consommation et biens intermédiaires). Il paraît difficile d'aller plus loin avec une monnaie qui s'est réévaluée de fait vis-à-vis du dollar, du mark et de la lire. Il y a donc plus de risque de perdre quelques parts de marché que d'en gagner au cours des prochains trimestres. Seul un commerce mondial bien portant pourrait tirer notre activité.

La très nette amélioration des termes de l'échange a autorisé une augmentation de la demande intérieure un peu plus forte qu'à l'étranger. Et il est probable qu'en dépit du déficit commercial qui subsiste (18 milliards de F en 8 mois), l'excédent des échanges de services suffira pour approcher l'équilibre de la balance des paiements courants en 1985, en dépit de l'alourdissement des charges d'intérêts versés à l'étranger.

Cette bonne nouvelle ne doit toutefois pas masquer les difficultés éventuelles qui résulteraient d'un environnement moins porteur. La modeste croissance de l'activité reste à la merci de toute inflexion de la demande étrangère qui accentuerait à nouveau la compétition internationale, à laquelle la France serait insuffisamment préparée. Pour se prémunir contre un tel risque, il serait sage de ne pas consommer intégralement les économies qui découleraient d'une baisse confirmée du dollar, mais de les employer à renforcer l'appareil productif.

Philippe SIGOGNE

Directeur du département des diagnostics

## FRANCE

Selon une donnée provisoire les **prix de détail** se sont élevés de 0,1 % en août, soit 3,9 % depuis janvier et 5,6 % en un an. Corrigé des effets saisonniers, le taux d'inflation en moyenne mensuelle depuis le début de l'année a été de 0,4-0,5 %, en retrait par rapport au second semestre 1984 (0,5-0,6 %). Ce rythme se compare favorablement avec ceux du Royaume-Uni (0,5 %) et de l'Italie (0,7-0,8 %), mais est toujours élevé par rapport à la RFA (0,1-0,2 %) où les prix ont baissé de 0,3 % en août.

La **consommation de produits industriels** s'est de nouveau accrue en été : + 3,4 % en juillet et - 0,8 % en août. Les achats d'automobiles expliquent pour l'essentiel cette tendance (+ 13 % en juillet, - 0,6 % en août, et près de 11 % depuis décembre). La consommation des autres produits industriels s'élève, après six mois de stagnation. L'enquête de la Banque de France auprès du commerce de détail confirme cette appréciation favorable de la demande ; les stocks de produits industriels sont jugés faibles et les intentions de commande se sont renforcées en prévision d'une activité encore soutenue à l'automne.

L'équilibre de nos **échanges extérieurs** en août provient essentiellement d'une contraction de nos importations de produits manufacturés (- 6,2 %) : les importations de biens d'équipement professionnel, en progression depuis le début de l'année, diminuent de 15 %. Nos **exportations** industrielles stagnent, malgré une hausse des ventes de matériel militaire. Hormis ce matériel, le recul est de 4 %. Le déficit énergétique se stabilise à un niveau en nette amélioration sur le début de l'année (- 12,8). Le solde agrolimentaire se redresse par rapport au mois précédent, sans atteindre les excédents records de l'an passé.

Nos **exportations** subissent en ce début d'année le **ralentissement de la demande mondiale**. Nos ventes vers l'OPEP sont en net repli. Elles fléchissent depuis mai vers les États-Unis, après avoir fortement progressé de janvier à avril. La stagnation de nos exportations vers la CEE depuis 1984 se poursuit. On enregistre la même évolution vers notre principal partenaire : la RFA, ce qui traduit une érosion de notre compétitivité.

La **balance des paiements** est en excédent de 5,1 milliards de francs au deuxième trimestre et de 0,8 en juillet, après un déficit de 7,8 au premier trimestre (cvs). Nos emprunts extérieurs à long terme se ralentissent en nets au printemps, alors que les autres mouvements de capitaux à long terme sont restés, dans leur ensemble, stables. Les prises de position favorables au franc vis-à-vis du DM de la part des entreprises ont permis au second trimestre de maintenir le déficit des capitaux à court terme en deçà de son niveau de la fin 1984. Un excédent sensible avait même été obtenu en début d'année. Avec la mauvaise tenue des exportations, les sorties au titre des crédits commerciaux ont probablement été très faibles.

La **Banque de France** a abaissé le 19 septembre à 9 3/8 % son **taux d'intervention**, resté inchangé depuis deux mois à 9 5/8 %. Après la baisse des taux directeurs de la Bundesbank, de 0,5 % en août, l'écart s'était creusé entre les taux français et allemands. Avec l'évolution satisfaisante des prix et la bonne tenue du franc par rapport au DM (repassé sous la barre de 3,05 F à la mi-septembre), la baisse des taux pouvait en effet reprendre. Le Trésor, avec le dernier emprunt de l'État à 9,9 % (taux actuariel brut : 10,6 %) l'avait encouragé. C'est un nouveau pas vers l'objectif du taux de 7,5 % sur le marché monétaire, visé dans le projet de loi de finances pour 1986.

## ÉTRANGER

Aux **États-Unis** les résultats apparemment bons du mois d'août ont conduit l'Administration à réaffirmer la prévision d'une croissance au taux annuel de 5 % pour le second semestre. Ceci est jugé excessif par beaucoup d'économistes privés. Le mouvement de la production industrielle (+ 0,3 %) s'inscrit dans la succession de hausses et de baisses enregistrées depuis juillet 1984 autour d'une tendance stagnante. Les ventes au détail restent légèrement ascendantes, mais la progression d'août est due à celle des ventes d'automobiles, tirées par des conditions de crédit avantageuses, qui expireront fin octobre. La baisse des prix à la production (0,3 %) est due à l'énergie et aux produits alimentaires qui enregistrent de fortes fluctuations ; le prix des autres produits a légèrement augmenté (0,1 %).

En **RFA** la croissance économique se poursuit à un rythme modéré. L'augmentation de 2 % du PNB au second trimestre fait plus que compenser la baisse du premier (imputable à la rigueur climatique). Un rattrapage partiel a été opéré dans le bâtiment, victime par ailleurs d'une crise structurelle liée à la démographie déclinante. Les exportations ont cessé d'être dynamiques ; en revanche, l'investissement productif poursuit une vive croissance, principalement dans le secteur manufacturier. La progression de l'activité globale s'accompagne d'une légère augmentation du nombre des emplois et d'une stabilité des prix.

L'économie **britannique** donne des signes d'essoufflement. Engagée de manière spontanée dans la reprise économique plus tôt que les autres pays européens, elle entre dès à présent dans la phase de ralentissement du cycle. En outre, plus tournée vers les États-Unis, elle est plus affectée par le ralentissement des importations de ce pays. Et les taux d'intérêt sont maintenus à haut niveau pour défendre la livre. C'est pourquoi la production industrielle a enregistré une diminution en juillet (0,3 %) après celle de juin, cependant que la hausse des prix se ralentit (+ 0,3 % en août).

Le projet de budget présenté aux **Pays-Bas** par le gouvernement qui affrontera des élections en mai 1986 est nettement moins rigoureux que les années précédentes. Néanmoins le déficit sera légèrement réduit grâce à l'augmentation des recettes fiscales procurée par la croissance économique. Les cotisations sociales seront abaissées, ce qui permettrait aux ménages de bénéficier d'une croissance de 2,5 % de leur revenu réel, soit le chiffre le plus élevé depuis 1980.

Les perspectives de croissance des quatre **Nouveaux Pays Industrialisés** d'Asie sont révisées à la baisse. A Singapour, où se profile une récession, les évolutions intérieures en sont principalement responsables (notamment la hausse des coûts salariaux). Dans les autres le ralentissement des importations des États-Unis et du Japon en est la cause majeure, car ces deux clients absorbent plus de 50 % des exportations de la Corée et de Taïwan, près de 40 % de celles de Hong Kong. Le taux de croissance du PNB de ces trois pays pourrait être inférieur à 5 % en 1985.

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 1985		Lettre 10 n <sup>os</sup> /an	Revue 4 n <sup>os</sup> /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	