

# **L'économie française soumise à la contrainte extérieure : perception des éléments de contrainte de l'environnement économique international dans les procès-verbaux du Conseil Général de la Banque de 1981 à 1985**

**Alexandre REICHART**

*(Université de Paris 1 - sous la direction d'André Strauss)*

*Cet article détermine, à partir des sources primaires que constituent les procès-verbaux du Conseil Général de la Banque de France, quels sont les éléments qui viennent entraver la politique économique française de 1981 à 1985. De ces discussions d'experts, qui scrutent de façon régulière l'évolution économique, monétaire et financière internationale, ressortent trois éléments de contrainte extérieure fondamentaux : en premier lieu, l'évolution du dollar, liée à la politique monétaire américaine ; en outre, les conséquences des fluctuations du dollar sur le maintien de la parité franc-mark au sein du Système Monétaire Européen ; enfin, les conséquences des déséquilibres macroéconomiques que connaît l'économie française.*

Suite à l'accession de François Mitterrand à la Présidence de la République française, le gouvernement Mauroy met en place, dès mai 1981, une politique de relance de type keynésienne, d'accélération de la croissance économique, pour faire face aux contrecoups du second choc pétrolier de 1979 et, in fine, pour créer davantage d'emploi. Cette politique économique va être mise à mal par la « contrainte extérieure » : alors que la France fait de la relance, la plupart de ses partenaires commerciaux, les grandes puissances économiques mondiales, s'astreignent à une politique de rigueur : c'est notamment le cas des Etats-Unis de Ronald Reagan, du Royaume-Uni de Margaret Thatcher, et de la RFA, dirigée par le Chancelier social-démocrate Helmut Schmidt, puis, à partir d'octobre 1982, par le chrétien-démocrate Helmut Kohl.

Ainsi, malgré ses tentatives de persuasion, notamment lors des Sommets internationaux du Groupe des Sept, à Ottawa, en 1981, ou à Versailles, en 1982, et lors des Sommets du Conseil Européen, l'exécutif français demeure isolé sur le plan de la politique économique. Ceci a ainsi pour conséquence d'opérer un décalage conjoncturel entre l'économie française et les économies de ses principaux partenaires et concurrents.

De plus, la relance française se trouve confrontée à trois grands déséquilibres macroéconomiques : de prime abord, une inflation très importante, de l'ordre de 13,4% en 1981 et de 11,8% en 1982 ; de surcroît, un déficit public qui se creuse, passant à près de 140 milliards FF en 1982, et qui vient gonfler l'endettement public français ; enfin, une balance commerciale fortement déficitaire : de 55 milliards FF en 1981 et 102,1 milliards FF en 1982, qui contribue à creuser le déficit de la balance française des paiements.

Les premières mesures de rigueur sont ainsi prises avec la seconde dévaluation du franc en juin 1982, et entérinées avec le plan accompagnement de la troisième dévaluation, fin mars 1983. Cependant, dès octobre 1981, le Ministre de l'Economie et des Finances, Jacques Delors, plaide, d'ores et déjà, pour une « pause » dans l'annonce des réformes à entreprendre.

Nous assistons donc, entre mai 1981 et mars 1983, à un changement majeur dans la politique économique française, la rigueur se substituant à la relance, de nouvelles priorités étant données à la lutte contre l'inflation, à la limitation des déficits publics, et au redressement du commerce extérieur français, même si la politique monétaire suivie par la Banque de France est, depuis 1976, une politique de contrôle de l'accroissement de la Masse monétaire, de façon à faire baisser le taux de liquidité de l'économie française.

L'effort de relance du gouvernement Mauroy butte donc sur une « contrainte extérieure » : un tiers du surcroît de consommation des ménages passe dans les importations, la politique économique française stimulant les exportations des partenaires commerciaux de notre pays, allemands et japonais, notamment.

En ce qui concerne spécifiquement la politique monétaire française, on peut estimer que celle-ci, menée par la Banque de France, dans le cadre du Système Monétaire Européen, va également subir les soubresauts de l'environnement monétaire et financier international, devant s'acclimater de la politique menée par Paul Volcker, à la tête de la Réserve Fédérale américaine depuis août 1979, déterminé à venir à bout de la poussée inflationniste par tous les moyens, y compris des hausses drastiques des taux d'intérêts directeurs américains.

Cette politique monétaire va avoir pour conséquence de faire progresser drastiquement le cours du dollar, vis-à-vis des principales devises, celui-ci atteignant des niveaux historiques au début de l'année 1985, la mise en place des accords du Plaza, en septembre 1985, étant destinée à entériner la fin de la progression de la devise américaine.

En outre, le franc français se doit de maintenir une parité quasi-fixe, par rapport aux devises européennes en général, et par rapport au deutsche mark en particulier, dans le cadre du Système Monétaire Européen. Ainsi, le différentiel permanent d'inflation entre la France et la RFA oblige les autorités monétaires françaises, Ministère de l'Economie et des Finances et Banque de France, à se fixer des objectifs stricts de croissance de la Masse monétaire pour contenir l'inflation, via un encadrement du crédit reposant sur les réserves obligatoires des banques, une gamme de taux d'intérêt directeurs déterminant le coût du crédit sur le marché monétaire interne, et par le volume des liquidités mises à disposition des intermédiaires financiers. Ce différentiel d'inflation a pour conséquence le maintien d'un différentiel de taux d'intérêt entre les deux grandes puissances européennes, le surcroît d'inflation française nécessitant la mise en place de taux d'intérêt directeurs français sensiblement supérieurs aux taux directeurs de la Deutsche Bundesbank.

De surcroît, les mécanismes de solidarité inhérents au SME forcent les Banques centrales des pays membres du dispositif à marges étroites à procéder à des interventions de soutien aux monnaies faibles, puisant ainsi dans leurs réserves de devises, et ce pour maintenir les parités officielles des devises européennes. Ces mesures n'empêchent pas les autorités compétentes de procéder à trois dévaluations du franc entre octobre 1981 et mars 1983, le maintien des parités monétaires officielles ne s'avérant plus tenable, compte tenu du différentiel d'inflation franco-allemand.

Politique monétaire radicale de jugulation de l'inflation aux Etats-Unis, entraînant une hausse constante et massive du dollar jusqu'en février 1985, différentiel des taux d'intérêt directeurs des grandes Banques centrales, différentiel d'inflation permanent entre la France et la RFA, systèmes de parités quasi-fixes entre les devises européennes à maintenir par les Banques centrales dans le cadre du SME ... tel est l'univers international dans lequel doit opérer la Banque de France, sous tutelle du Ministère des Finances, conformément à la loi 73-7 du 3 janvier 1973, qui stipule, dans son article 4, que l'institut d'émission « contribue à la préparation et participe à la mise en œuvre de la politique monétaire arrêtée par le Gouvernement ».

Les procès-verbaux du Conseil Général de la Banque de France, qui se réunit tous les quinze jours sous l'autorité du Gouverneur, attestent d'une prise en compte permanente de la contrainte

extérieure avec laquelle s'opère la politique monétaire française. En effet, chaque séance débute, après lecture et adoption du procès-verbal de la séance précédente, par un exposé sur la situation des différents marchés (des changes, monétaire, financiers ...) et sur l'évolution des principaux comptes depuis la dernière séance. Cet exposé est effectué par le Premier Sous-Gouverneur, Alain Prate, de 1981 à 1984, puis, à partir de fin 1984, par Philippe Lagayette, devenu Second Sous-Gouverneur après avoir été Directeur de Cabinet de Jacques Delors au Ministère de l'Economie et des Finances.

Ces exposés, précieuses notes de conjoncture de l'environnement économique, monétaire et financier effectués chaque quinzaine, débute de façon régulière par l'examen de l'évolution du marché des changes, et, en premier lieu, par l'examen de la situation de la principale devise, le dollar américain. Celui-ci est influencé par divers facteurs tels que l'évolution des agrégats macroéconomiques et monétaires américains, les déclarations des principaux responsables économiques et politiques, les anticipations des opérateurs de marché, ou encore les rôles de monnaie de réserve internationale et de valeur-refuge conféré à la devise américaine.

Après un examen des principales devises flottantes, parmi lesquelles le dollar canadien, dont l'évolution suit au plus près celle du dollar américain, le yen, stimulé par les excédents commerciaux japonais, ou encore la livre sterling, dont l'évolution dépend largement de celle des prix du pétrole, l'exposé présente la configuration des monnaies au sein du SME. Au sein de celui-ci, une attention particulière est portée sur l'évolution du cours du deutsche mark, dont les variations sont liées à l'évolution de la conjoncture économique en RFA, mais aussi aux variations de la devise américaine, une progression du dollar entraînant une baisse du mark, et inversement, ce qui provoque des tensions sur l'évolution de la relation franc-mark.

Enfin, la note de conjoncture expose l'évolution des différents agrégats macroéconomiques français : évolution de la Masse monétaire, de la hausse des prix de détail, du produit national brut, de la balance commerciale et de celle des paiements ... Les nombreux commentaires des Gouverneurs de la Banque de France, Renaud de la Genière, puis Michel Camdessus, témoignent de la nécessité de la jugulation de l'inflation et du redressement des comptes extérieurs français pour préserver la valeur externe du franc et s'épargner des dévaluations vis-à-vis des devises communautaires.

Ainsi, en premier lieu, les procès-verbaux attestent de la progression vertigineuse du dollar, liée à une politique monétaire américaine radicale, et qui n'est pas sans conséquence sur l'évolution de l'économie française.

**L'évolution des taux d'intérêt intérieurs français n'est pas indépendante de l'évolution des taux d'intérêt des grandes Banques centrales en général, et de ceux pratiqués par la Réserve Fédérale américaine en particulier.** En effet, l'interdépendance des politiques monétaires des différentes grandes puissances économiques mondiales est manifeste, la hausse des taux d'intérêt directeurs d'une Banque centrale entraînant une hausse du coût du crédit pour les agents économiques nationaux, ainsi qu'une hausse des taux servis aux déposants, ce qui attire les capitaux étrangers dans ce pays. **Les mouvements de capitaux, liés aux différentiels de taux d'intérêt entre les grandes puissances, constituent ainsi un élément de contrainte extérieure primordial.**

Dès avant l'élection de François Mitterrand à la Présidence de la République, cette contrainte extérieure, liée à la politique monétaire américaine et à l'évolution du dollar, est perceptible. Ainsi, lors de la séance du Conseil Général de la Banque de France du 8 janvier 1981, le Gouverneur Renaud de la Genière précise que **toute intervention de la Banque de France tendant à diminuer les tensions dans le SME risque d'affaiblir le franc dans le système monétaire international, en particulier par rapport au dollar**, que ce soit par la mise en circulation d'importantes quantités de liquidités libellées en francs, ou par une modification de ses taux d'intérêt directeurs.

Le 5 mars 1981, il affirme que plusieurs Banques centrales européennes (Deutsche Bundesbank, Nederlandsche Bank, Banque Nationale Suisse et Banque Nationale de Belgique) se sont résolues à augmenter leurs taux d'intérêt directeurs, suite à **l'accroissement du différentiel de taux entre les Etats-Unis et l'Europe continentale, qui est devenu considérable !** L'ensemble des Banques centrales européennes semble ainsi contraint de prendre en compte la politique monétaire américaine et le niveau des taux d'intérêt aux Etats-Unis, afin de déterminer ses propres taux d'intérêt directeurs.

Le 16 avril 1981, le Gouverneur la Genière résume ainsi la politique de la Réserve Fédérale : « Les autorités monétaires américaines préconisent une politique tout à fait claire, affirmée depuis de nombreux mois et plutôt renforcée par l'entrée en fonction de la nouvelle administration. Elles cherchent à contrôler la Masse monétaire intérieure par une surveillance très stricte du Système Fédéral de Réserve sur la création de monnaie banque centrale et elles manifestent, en même temps, une très grande réticence pour agir sur les conséquences de cette politique en matière de taux d'intérêt intérieurs ou de taux de change. » Il ajoute : « **Etant donné une telle situation, on peut**

**comprendre que certains pays européens soient amenés à pratiquer une politique de taux d'intérêt qui ne correspond pas aux nécessités de leur propre conjoncture intérieure, mais aux nécessités de la tenue de leur monnaie sur le marché des changes.** » Ainsi semble s'opérer une divergence entre les politiques monétaires à mettre en place en fonction de la conjoncture interne des pays européens et celles qui permettent de maintenir la valeur externe des devises européennes, au détriment des premières.

Renaud de la Genière affirme alors, le 9 juillet 1981, concernant l'appréciation du dollar sur les marchés des changes : **« cette situation, très préoccupante, est évidemment de nature à contrecarrer les efforts qui peuvent être faits en ce qui concerne les taux d'intérêt intérieurs français. »** La Banque de France souhaite, en effet, procéder à des diminutions régulières de ces taux d'intérêt directeurs, au fur et à mesure que sont enregistrés des succès dans la lutte contre l'inflation, de façon à diminuer le coût du crédit pour les agents économiques, entreprises et ménages, mais cette volonté est mise à mal par la politique monétaire américaine. In fine, le maintien de la valeur externe du franc dans le système monétaire international, par le maintien d'un différentiel de taux d'intérêt entre la France et les Etats-Unis, prime sur l'évolution de la conjoncture interne, au détriment de l'évolution de l'économie réelle, et au détriment de la mise en place d'un véritable « policy mix » keynésien, où la politique monétaire de la Banque de France accompagnerait la politique budgétaire de soutien à l'activité mise en place par le gouvernement Mauroy.

Cependant, malgré le poids que fait peser la politique monétaire américaine sur celle de la Banque de France, et malgré l'impact de la hausse du dollar, qui fait office de troisième choc pétrolier et contribue à la dégradation de la balance commerciale française, le Gouverneur précise, le 3 septembre 1981 : **« Il ne s'agit pas de s'avancer dans la voie d'une déconnexion des taux d'intérêt en France et à l'étranger, ce que prônent certains théoriciens, et dont la presse se fait largement l'écho. Rompre la connexion, c'est isoler. Ce n'est évidemment pas dans cette voie que peut s'engager raisonnablement sur le plan monétaire et financier une économie largement ouverte sur l'extérieur. »**

Toutefois, lors de la séance du Conseil Général du 1<sup>er</sup> octobre 1981, le Gouverneur la Genière mentionne le fait, **qu'au cours de la réunion annuelle du Fonds Monétaire International, la politique monétaire américaine a fait l'objet de vives critiques, tant de la part des pays développés que des économies en voie de développement, ce qui témoigne de la portée problématique de cette politique monétaire et de son influence planétaire.** Les décisions prises par la Réserve Fédérale américaine ont donc une résonance mondiale, imprimant une contrainte extérieure drastique, à travers les fluctuations du dollar, à l'ensemble des économies.

Le 27 mai 1982, Renaud de la Genière précise que depuis plusieurs années, l'attention s'est portée en particulier sur l'élévation des taux d'intérêt aux Etats-Unis, et sur leurs fluctuations très amples, puisque **cette élévation et ces fluctuations ne pouvaient se comparer à ce que l'on avait connu jusque là en ce domaine, et n'avaient qu'un rapport assez lointain avec la situation relative de l'économie américaine et des autres économies occidentales.**

Il affirme : « **les décalages entre la situation des éléments fondamentaux qui caractérisent les différentes économies et les taux d'intérêt ont, sans aucun doute, entraîné de très grandes incertitudes et des perturbations très fortes sur les marchés des changes. Les évolutions des taux de change et la forte appréciation du dollar au cours des dernières années ont été liées aux écarts de taux d'intérêt.** » Il ajoute : « **Il semble bien que les éléments fondamentaux des économies aient repris, dans l'esprit des opérateurs, sinon la primauté, du moins une importance qu'ils ne pouvaient plus avoir en raison de la trop grande volatilité des taux.** » Les Etats-Unis, qui traversent une période de récession économique au début des années 1980, ne peuvent donc pas compter sur une politique monétaire de soutien à l'activité de la part de la Réserve Fédérale, ce qui fait naître des tensions occasionnelles entre l'administration Reagan et l'institution présidée par Paul Volcker.

En outre, La Genière relève que le taux de l'euro-dollar à un mois s'inscrit aux environs de 15,5%, c'est-à-dire pratiquement au même niveau que les taux du marché monétaire français. Or, s'il n'existe pas de relation mathématique entre les taux de l'euro-dollar et ceux du franc intérieur, il est clair qu'il y a une relation monétaire entre ces taux et la parité que l'on constate, ce 27 mai 1982, constitue évidemment un frein à la baisse des taux français.

Lors de son exposé habituel de début de séance sur l'évolution des différents marchés, le 2 septembre 1982, Alain Prate relate **les baisses opérées, au cours de la même période par les Banques centrales de nombreuses puissances économiques : la baisse du taux d'escompte américain, ramené de 10,5 à 10%, n'a pas mis en cause la fermeté du dollar, d'autant que des dispositions similaires ont été prises dans d'autres pays : baisse du taux d'escompte de 19 à 18% en Italie, baisses du taux d'escompte, de 7,5 à 7%, et du taux lombard, de 9 à 8%, en RFA, baisses du taux d'escompte, de 8 à 7%, et du taux lombard, de 8,5 à 7,5% aux Pays-Bas, baisse du taux d'escompte, de 5,5 à 5% en Suisse, baisse progressive du taux des interventions sur le marché monétaire de la Banque d'Angleterre, baisse du taux des appels d'offres de la Banque de France de 14,25 à 14%.**

**Après modification d'un taux directeur du Système de Réserve Fédérale américain, les Banques centrales européennes semblent donc agir de concert, opérant leurs modifications de**

**taux directeurs aux mêmes moments, dans le même sens et ces variations semblent être d'ordre de grandeur similaire. La politique monétaire américaine détermine donc, avant toute autre considération, les politiques monétaires des Banques centrales européennes !**

Le 10 novembre 1983, Gabriel Lefort, Second Sous-Gouverneur de la Banque de France, note que le dollar, après avoir atteint au maximum 8,15 FF le 7 novembre 1983, alors qu'il inscrivait au-dessous de 8 FF fin octobre, est revenu ce jour à 8,10 FF. Il note que la variation est sans doute faible, mais qu'il pourrait peut-être s'agir d'un retournement liée à l'évolution de la situation internationale, un cessez-le-feu étant intervenu au Liban. Ceci atteste du rôle de valeur-refuge conféré au dollar en période de troubles géopolitiques. **« En effet, le dollar progresse chaque fois que la tension internationale s'accroît et recule en général dans le cas contraire. »**

Le 16 août 1984, le Gouverneur la Genière note qu'au cours de la quinzaine sous revue, sur le marché des changes, le dollar a fluctué entre 8,75 FF et 8,95 FF, c'est-à-dire avec une amplitude de l'ordre de 2%, ce qui est important sur une période limitée. **« Dans ce contexte heurté, la tenue du franc français ne pose pas de problème. La Banque continue à contrôler étroitement les cours, et, pour ce faire, à acquérir des deutsche marks en quantités variables selon les jours. »** L'impact de la hausse du dollar paraît donc entraîner de moindres tensions sur le cours du franc à partir de 1984.

Le 27 septembre 1984, Renaud de la Genière affirme **que les pays européens et le Japon ont penché pour une action concertée des Banques centrales, action envisagée du côté américain, avec une réticence peut-être un peu moins marquée qu'habituellement. En effet, affirme-t-il, dans l'immédiat, la décision d'intervenir conjointement sur les marchés pour tenter de ramener le calme a pu être prise.** Une nouvelle ère semble ainsi s'ouvrir fin septembre 1984, à savoir celle de la coopération des différentes Banques centrales des grandes puissances économiques mondiales, qui interviennent de concert sur les marchés des changes, afin d'atténuer la hausse du dollar, voire d'opérer une décrue de la devise américaine contre les autres grandes monnaies.

**« Les marchés n'ont peut-être pas renoncé à jouer à nouveau en faveur du dollar, mais la présence nouvelle des Banques centrales, peu fréquente depuis de nombreuses semaines, a été relevée et, ne connaissant ni la tactique ni le degré de déterminations de ces dernières, les opérateurs ont été amenés à prendre des positions plus prudentes. »**

**« Il reste cependant que ces mouvements de capitaux ont pour cause fondamentale les différences de taux d'intérêt des devises. Tant que ces différences de taux ne seront pas résorbées, ou du moins réduites, par une baisse des taux aux Etats-Unis, il ne sera pas possible de contenir à**



**terme l'amplitude des variations du cours du dollar à l'intérieur de marges suffisamment étroites. »**

Lors de la séance du Conseil Général du 14 février 1985, on relève l'amorce d'un changement dans la politique monétaire américaine : le Second Sous-Gouverneur, Philippe Lagayette mentionne l'existence d'un **débat entre Ronald Reagan, Président des Etats-Unis, et Paul Volcker, Président du Système de Réserve Fédérale !** A Reagan, qui critiquait la trop grande rigueur de la politique monétaire, **Paul Volcker a répondu que, sans une réduction sensible du déficit budgétaire, les taux d'intérêts américains s'élèveraient, rendant inopérantes de ce fait les éventuelles interventions des Banques centrales !** L'ampleur du déficit budgétaire américain, fruit de la politique économique de l'administration Reagan, occasionne de nombreuses émissions de bons du Trésor américain, entraînant ainsi un effet d'éviction non-négligeable, les liquidités étant versées au Trésor au détriment des entreprises privées. Comme dans le cas français en 1981-1982, aux Etats-Unis, politique monétaire et politique budgétaire semblent aller à contre-courant, la conjoncture américaine nécessitant un assouplissement de la politique monétaire, que l'ampleur des déficits rend inopérant, du fait du surcroît d'inflation créé par le Trésor.

Le Gouverneur Michel Camdessus précise alors, à propos de la « relève de la garde » ayant lieu aux Etats-Unis, à la Trésorerie ou à la Réserve Fédérale de New York, **que la nouvelle équipe américaine n'est pas dans l'attitude de « benign neglect » des précédentes.** Il mentionne que cela ne signifie pas qu'une conversion a eu lieu, mais montre que **les autorités américaines sont devenues sensibles à l'opinion de l'homme de la rue !** De la même manière qu'il avait commencé à se soucier, il y a un an ou dix-huit mois, du déficit budgétaire américain, **l'homme de la rue, et, surtout, les lobbies des secteurs exposés à la concurrence internationale sont de plus en plus soucieux des risques que fait courir à l'économie américaine le niveau élevé atteint par le dollar. Il existe donc, dans l'opinion publique, un courant qui incite la « garde montante » à se montrer plus coopérative !** Les dirigeants américains, note Camdessus, se montrent ainsi désormais disposés à gérer avec leurs partenaires un « soft landing » du dollar.

Le 18 juillet 1985, alors que le dollar commence à baisser depuis quelques mois, Camdessus précise que : « **La conjoncture internationale des taux d'intérêt est maintenant clairement à la baisse, ce qui a conduit le Gouvernement de la Banque à estimer qu'il était possible d'abaisser une nouvelle fois le taux directeur.** Ce taux, qui a été abaissé d'un quart de point le 12 juillet sera encore réduit demain d'un quart de point supplémentaire, à 9,625%. **La Banque est encouragée à agir ainsi par le comportement du franc sur le marché des changes.** En effet, contrairement à ce qui avait été

annoncé par certains commentateurs, **la baisse du dollar, loin d'affecter la tenue du franc, permet au Fonds de Stabilisation de procéder à des acquisitions de devises.** »

Lors de la séance du Conseil Général de la Banque de France du 26 septembre 1985, les membres du dit Conseil reviennent sur la **réunion de New York, qui s'est tenue dimanche 22 septembre 1985, des Ministres des Finances et Gouverneurs des Banques centrales du Groupe des Cinq, à la suite de laquelle est intervenue une baisse rapide des cours du dollar dans des marchés devenus particulièrement nerveux. Du fait de ce mouvement, la devise américaine a perdu, sur l'ensemble de la quinzaine, près de 8% contre franc !**

Michel Camdessus note alors, à propos de la réunion du Groupe des Cinq : « Il est clair que **l'opinion publique américaine est maintenant profondément remuée** et c'est ce qui a amené ce Gouvernement à juger **indispensable la reprise de l'opération initiée en janvier dernier en améliorant autant que possible les conditions de la coopération.** » « **Le repli organisé du dollar ne doit ni s'arrêter trop tôt, ni s'emballer.** »

Une nouvelle phase s'ouvre ainsi, entre septembre 1984 et septembre 1985, avec la prise de conscience progressive des effets néfastes que fait peser le haut niveau du dollar sur l'économie américaine. En septembre 1984 débutent les opérations concertées des Banques centrales pour limiter la progression du dollar, dont les cours atteignent un plus haut en février 1985, avec un cours historique de 10,50-10,60 FF sur le marché parisien. Le dollar commence alors à baisser progressivement, avant que les accords de New York, signés en septembre 1985, n'entérinent la baisse du dollar, ainsi que la coopération à mener par les Banques centrales des principales puissances économiques pour organiser cette décrue.

Ainsi, la politique monétaire américaine entraîne une forte pression sur la politique monétaire française, l'évolution des taux directeurs de la Réserve Fédérale exerçant un effet d'entraînement à la hausse sur les taux directeurs des Banques centrales européennes en général, et sur ceux de la Banque de France en particulier, et ce pour limiter le différentiel de taux d'intérêt avec les Etats-Unis, de façon à limiter les mouvements de capitaux, qui sont naturellement attirés vers les pays rémunérant les placements de façon conséquente.

De surcroît, l'évolution à la hausse du dollar, de 1981 à 1985, exerce des effets importants sur l'économie française, en renchérissant notamment le coût de ses importations, et notamment le prix du baril de pétrole, libellé en dollar, bien que le prix de cette ressource énergétique connaisse une tendance à la baisse.

Le rôle clé du dollar dans le système monétaire international est largement mis en exergue dans les procès-verbaux du Conseil Général de la Banque de France, ainsi que les conséquences néfastes de son augmentation vertigineuse, mais celles-ci semblent toutefois s'atténuer à partir de la fin de l'année 1984 et du début de l'année 1985, au fur et à mesure du changement d'attitude des responsables économiques et politiques américains, et de la prise de conscience des effets néfastes que peut avoir un dollar fort pour l'économie américaine.

L'évolution du dollar sur les marchés des changes a également un effet indirect, à savoir l'impact des variations du dollar sur celles du deutsche mark, devise qui évolue en général en sens contraire. Une hausse du dollar entraîne ainsi des arbitrages, effectués par les opérateurs, au détriment du mark, le cours de la devise allemande diminuant au profit du franc français, qui bénéficie ainsi d'une appréciation relative.

Par corollaire, une baisse du dollar exerce un effet d'appréciation sur le mark, d'où un accroissement des tensions sur la parité franc-mark, ces deux monnaies étant liées par des parités quasi-fixes, à l'intérieur d'une fourchette de fluctuation, conformément aux modalités de fonctionnement du Système Monétaire Européen. De la sorte, une appréciation du mark, soit une dépréciation relative du franc sur les marchés des changes, obligent les autorités monétaires à intervenir sur ces marchés, c'est-à-dire à vendre des devises et à demander du franc, de façon à soutenir le cours de celui-ci contre mark, conformément aux règles du SME, ce qui obère les réserves de change dont disposent la Banque de France et le Fonds de Stabilisation des Changes

En second lieu, les procès-verbaux attestent donc des conséquences indirectes de la politique monétaire américaine et de l'évolution du dollar, notamment sur la parité franc-mark au sein du Système Monétaire Européen.

Monnaie-clé du Système Monétaire Européen, **le deutsche mark constitue une valeur refuge en cas de baisse du dollar, ce qui accroît les tensions au sein du dispositif à marges étroites**, comme c'est le cas à la mi-septembre 1981, Alain Prate mentionnant, dans son exposé habituel, une baisse profonde et ininterrompue de la devise américaine jusqu'au lundi 21 septembre, ce qui a mis en valeur la devise allemande, au détriment des plus faibles.

Le 18 février 1982, Renaud de la Genière commente ainsi la situation des différentes grandes monnaies sur les marchés des changes : « **Les raisons de cette situation sont toujours les mêmes. Ce ne sont pas des raisons économiques fondamentales. Le deutsche mark n'est pas réellement faible.**

Il est même en voie d'affermissement. Mais **sa tenue sur le marché des changes est contrariée par le niveau des taux d'intérêt américains. Le différentiel de taux d'intérêt entre l'Allemagne et les Etats-Unis est devenu très important.** » « Quoi qu'il en soit, **la relative faiblesse de la monnaie allemande contribue à la bonne tenue du franc.** »

Ainsi, de 1981 à 1985, l'affermissement global du dollar profite indirectement au franc français, et constitue donc un élément favorable pour la valeur externe de la monnaie nationale, tandis que les conséquences directes de la politique monétaire américaine et les déséquilibres macroéconomiques jouent en sens contraire. L'affaiblissement relatif du mark au sein du SME est donc un facteur de soutien au franc français.

Le Gouverneur la Genière fait observer que, par rapport au dollar, le franc s'est affaibli pratiquement dans la même mesure que le mark puisque le cours du franc exprimé en mark n'a guère varié. Il note que **les règles de fonctionnement du SME font d'ailleurs que l'évolution par rapport au dollar des différentes monnaies qui le composent doit être à peu près identique. Lorsque le mark s'affaiblit par rapport au dollar, le franc s'affaiblit aussi, mais celui-ci résiste mieux parce que les mouvements de capitaux entre la RFA et les Etats-Unis sont sans commune mesure avec ceux qui se produisent entre la France et les Etats-Unis. Renaud de la Genière affirme donc qu'un affaiblissement du deutsche mark par rapport au dollar aide donc le franc qui, sans être plus fort, n'est ainsi pas le seul à être faible.**

A propos des taux de changes, Renaud de la Genière précise, ce 18 mars 1982 : **« La force du dollar est donc manifeste, mais elle ne constitue pas un élément défavorable au maintien du franc par rapport au deutsche mark au sein du Système Monétaire Européen. Si le dollar s'affaiblissait par rapport au deutsche mark, la situation du franc serait plus difficile. »**

Le 6 janvier 1983, Renaud de la Genière explique que le franc subit désormais les conséquences des fluctuations du deutsche mark par rapport au dollar. Il note que **les mouvements de capitaux qui partent des Etats-Unis vers la RFA, alors que la balance des opérations courantes de ce dernier pays est maintenant équilibrée, entraînent un renforcement appréciable du mark. Comme la France ne bénéficie pas d'un tel afflux de capitaux, pour conserver la parité du franc par rapport au mark, il est nécessaire d'apporter des devises sur le marché !**

Les interventions que la Banque de France est ainsi amenée à faire, lors de phases occasionnelles de baisse du dollar, se traduisent par des ponctions supplémentaires sur les réserves de change. On comprend ainsi l'action indirecte, mais certaine, qu'exerce le rapport dollar/mark sur l'évolution du rapport franc/mark.

Le 13 octobre 1983, le Gouverneur la Genière mentionne le fait que « le facteur essentiel des mouvements qui viennent d'être enregistrés sur le marché des changes paraît être **la remontée très sensible du deutsche mark contre le dollar** qui s'est manifestée jusqu'à la fin de la semaine dernière. **Cette évolution, qui traduit des mouvements de capitaux entre les Etats-Unis et l'Allemagne, ne pouvait qu'affecter la tenue du franc vis-à-vis du deutsche mark.** Depuis le début de la semaine, le mouvement de réappréciation du deutsche mark par rapport au dollar s'est interrompu et la **tendance s'est même retournée.** Le dollar, qui avait atteint contre le deutsche mark un minimum de 2,5650, est remonté ce matin aux environs de 2,61. **La conséquence immédiate, et bénéfique pour le franc, de cette évolution est la légère amélioration de la tenue de celui-ci par rapport au deutsche mark** que l'on observe depuis le début de la semaine. »

Le 28 mars 1985, Philippe Lagayette note qu'au cours de la période sous revue lors de son exposé traditionnel sur l'évolution différents marchés, **le dollar a baissé d'environ 10% par rapport au franc sans que la position de celui-ci dans le SME en soit affectée et sans ponction sur les réserves de change.** Cela mérite d'être souligné étant donné les prévisions qui étaient faites habituellement sur ce qui pourrait se passer en cas de baisse du dollar.

Le 25 avril 1985, Michel Camdessus, Gouverneur de la Banque de France, précise que le « **déclin du dollar se produit, ainsi qu'il a déjà été souligné, dans des conditions tout à fait satisfaisantes pour le franc. Le maintien de celui-ci par rapport au deutsche mark ne pose pas de problèmes et le Fonds de Stabilisation peut même, de temps en temps, procéder à quelques acquisitions de devises.** »

Ainsi, lors des premiers mois de décrues du dollar, au début de l'année 1985, le franc français ne semble pas être touché par une appréciation du mark qui viendrait entraîner des tensions au sein du dispositif à marges étroites du Système Monétaire Européen.

Le 1<sup>er</sup> août 1985, Philippe Lagayette note que **la situation est caractérisée sur le marché des changes par la coexistence de deux éléments défavorables à la tenue du franc : d'une part, le renforcement du mark résultant de la faiblesse du dollar et, d'autre part, le fait que certains opérateurs considèrent que la dévaluation de la lire n'a pas réglé définitivement les problèmes du SME. Il précise que, dans ce contexte, des interventions ont été nécessaires pour soutenir le franc !**

Enfin, le 26 septembre 1985, Jacques Waitzenegger précise que **dans le SME, les tensions sont restées relativement limitées depuis le début de la semaine. La Banque de France a dû procéder à quelques ventes de dollars dans le cadre de l'intervention concertée des Banques centrales, notamment pour maintenir une parité sans grand changement entre le franc et le mark.**

**Mais, si l'on considère l'importance de la baisse du dollar, ces cessions ont été modestes, d'autant qu'elles ont été provoquées en partie par des éléments extérieurs à l'évolution du dollar.**

Ainsi, les procès-verbaux du Conseil Général de la Banque de France attestent des effets produits par les variations du dollar sur les relations entre les monnaies incluses dans le dispositif à marges étroites du Système Monétaire Européen. Si le SME constitue un système de parités quasi-fixes, mais ajustables entre les devises, c'est-à-dire un élément de stabilité pour les relations commerciales intra-européennes, il n'en reste pas moins que ce Système subit les conséquences de l'évolution du dollar américain, principale monnaie de réserve et de transactions internationale.

Si l'évolution à la hausse du dollar, amorcée en 1979 et accentuée à partir de 1981, constitue un élément d'appréciation relative du franc par rapport au mark, la baisse entamée par la monnaie américaine à partir de février 1985, entérinée dans les accords de New York de septembre 1985, va produire l'effet inverse. La baisse du dollar entraîne ainsi une appréciation relative du mark, ce qui crée des tensions au sein du SME, les autorités monétaires françaises devant alors puiser dans les réserves de change pour soutenir le cours de la monnaie nationale.

De surcroît, si le dollar connaît une appréciation globale de 1981 à 1985, il n'en reste pas moins que cette devise connaît des phases occasionnelles de baisse, qui ne manquent pas d'entraîner, de façon générale, une appréciation du mark, soit une dépréciation relative du franc, d'où une accumulation de phases ponctuelles de tensions au sein du SME.

Ainsi, ce qui constitue au préalable un élément de soutien au cours du franc dans le dispositif à marges à étroites du SME va progressivement, à partir de 1985, se muer en élément de contrainte extérieure nouveau pour la politique monétaire française, au fur et à mesure que s'amenuise l'élément de contrainte extérieure drastique joué par la progression du dollar.

Cependant, le maintien de la parité franc-mark se heurte à d'autres difficultés tel que le maintien d'un différentiel d'inflation permanent entre la France et la RFA, compte tenu des spécificités propres à chacune de ces deux économies, ainsi qu'à un décalage conjoncturel, puisque la France procède à une politique de relance de type keynésienne, d'accélération de la croissance économique, à partir de mai 1981, tandis que la RFA s'astreint à une politique de rigueur, sa croissance étant tirée par les exportations, notamment en direction de la France.

Outre un différentiel d'inflation, la relance Mauroy se heurte à un effet d'éviction, puisqu'une part non négligeable de surcroît de consommation des ménages français se fait sur des

produits importés. Le creusement de la balance commerciale, qui entraîne une hausse du déficit des paiements courants de la France, est donc manifeste.

Enfin, le coût de la politique de relance grève les comptes publics, de sorte que le ratio d'endettement français s'emballe. Inflation galopante, déficits extérieurs et publics constituent autant de déséquilibres macroéconomiques qui contraignent l'économie française, mais seuls les deux premiers constituent réellement des éléments de contrainte extérieure et ont un impact sur la politique monétaire française.

En troisième lieu, les procès-verbaux attestent de déséquilibres macroéconomiques fondamentaux auxquels doit faire face l'économie française, et qui contraignent la politique monétaire mise en place par la Banque de France, en liaison avec le Ministère de l'Economie et des Finances.

Le 15 octobre 1981, Renaud de la Genière note que le réajustement des parités au sein du SME, opérée début octobre 1981, a été ratifié par les marchés, mais que la dévaluation du franc doit s'accompagner d'une politique d'ajustement drastique, visant à diminuer les deux déséquilibres dont souffre l'économie française, interne et externe, à savoir le taux d'inflation excessif et l'important déséquilibre de la balance des paiements françaises. « Or, note-il, ces deux déséquilibres, bien loin de se résorber, s'accroissent. » Il précise : « **la sauvegarde d'une parité monétaire, quelle qu'elle soit, ne peut pas être assurée seulement par des mesures d'ordre juridique ou de technique monétaire. Elle ne peut se concevoir que dans le cadre d'une politique stabilisatrice d'ensemble.** »

Ainsi, dès le début de la période sous revue, de 1981 à 1985, le Gouverneur la Genière appelle le gouvernement à mettre en place une politique de stabilisation, qui préfigure, d'ores et déjà, les mesures de rigueur mises en place progressivement, notamment aux moments des dévaluations de juin 1982 et de mars 1983.

Le 18 mars 1982, le Gouverneur la Genière note que le franc a été entraîné dans des difficultés à la suite de la publication d'un certain nombre d'informations qui ont fait mauvaise impression sur les opérateurs nationaux ou étrangers, notamment la persistance du déficit du commerce extérieur, un taux d'inflation nettement plus élevé que ceux des partenaires les plus importants de la France et la grande publicité donnée au problème budgétaire.

Il affirme que tous ces facteurs ont provoqué des mouvements qui sont rapidement devenus difficiles à maîtriser. La Banque de France a dû intervenir, d'une manière substantielle, et le montant

des pertes qu'elle a subi de ce fait a été supérieur à celui des rentrées qui avaient été enregistrées en février. Le Gouverneur précise que l'institut d'émission a contrôlé le glissement du franc, qui est passé progressivement de la partie supérieure de la bande communautaire dans la partie médiane, puis dans la partie inférieure et qui s'inscrit en dernier lieu au voisinage du cours limite d'intervention par rapport au mark. D'autre part, note-t-il, **les taux d'intérêt ont été relevés, mais il faut bien voir que, lorsque se produisent des anticipations défavorables de taux de change, l'efficacité de cet instrument est nécessairement affaiblie.**

Le Gouverneur la Genière précise, le 29 avril 1982, que, contrairement au mois de mars, les pressions exercées sur le franc en avril 1982 ne sont pas de nature spéculative, mais semblent plutôt liées au déséquilibre fondamental de la balance des paiements.

Il note : « **Une telle situation est, d'une certaine manière, plus préoccupante qu'un accès de fièvre brutal contre lequel on peut lutter par des moyens techniques, même si ceux-ci sont imparfaits. Un déséquilibre permanent doit être inévitablement financé par un endettement supplémentaire ou par une ponction sur les réserves. On touche-là des problèmes fondamentaux qui doivent être traités par des moyens autres que de technique bancaire, monétaire ou réglementaire.** » Renaud de la Genière renvoie ainsi la responsabilité des fragilités fondamentales de l'économie française aux autorités politiques du pays, mettant en évidence le fait qu'un déséquilibre des paiements obère inévitablement les réserves de change détenues par la Banque de France et le Fonds de Stabilisation des Changes.

Le 27 mai 1982, Renaud de la Genière précise : « **Il semble bien que les éléments fondamentaux des économies aient repris, dans l'esprit des opérateurs, sinon la primauté, du moins une importance qu'ils ne pouvaient plus avoir en raison de la trop grande volatilité des taux.** »

Le 12 juin 1982, le Gouverneur précise **qu'une bonne moitié des pertes totales de devises qui se sont produites depuis le début de l'année 1982 est imputable au déficit de la balance des transactions courantes, le reste étant lié aux opérations de spéculation subies par le franc. Il affirme que la tenue du franc est essentiellement l'affaire des français et de la politique monétaire française, que l'on ne peut rien contre ce qui se passe sur les marchés étrangers, et que, même si cela peut influencer la tenue du franc, les facteurs principaux de celle-ci sont en France !**

Le Gouverneur précise, le 16 septembre 1982 : « **Le retour à l'équilibre de la balance des paiements courants est le seul remède qui puisse permettre au franc de recouvrer sa santé. Toutes les autres prescriptions ne sont que des analgésiques.** »



Le 28 octobre 1982, Renaud de la Genière relève, à propos de l'évolution de la Masse monétaire, que l'appréciation plus favorable de celle-ci doit être modérée par le fait que ce ralentissement est en partie le résultat des relations monétaires avec l'extérieur, c'est-à-dire de la contrepartie « extérieur » de la Masse monétaire dont la rubrique « Or et devises » n'est qu'une composante. Actuellement, précise-t-il, bien que les chiffres du mois de septembre ne soient pas connus et que ceux du mois d'août ne soient encore que provisoires, **on peut penser que l'incidence de l' « extérieur » représente pour 1982 une destruction monétaire de l'ordre de deux points. S'il n'y avait pas de destruction par l'extérieur, il serait beaucoup plus difficile de contenir l'expansion de la Masse monétaire dans des limites raisonnables.**

**Cependant, le Gouverneur affirme qu'il va de soi que la destruction monétaire par l'extérieur n'est pas renouvelable indéfiniment.** L'Etat vient d'être contraint d'emprunter à l'étranger pour reconstituer les réserves de change. Comme nous ne pouvons continuer à nous endetter bien longtemps, il est absolument indispensable que la destruction monétaire par l'extérieur s'atténue pour disparaître dans un délai aussi bref que possible. Cela n'est que l'aspect monétaire d'une question qui peut être décrite en termes économiques, selon Renaud de la Genière.

Ainsi, dans le cadre du contrôle de l'évolution des agrégats monétaires, et de la diminution progressive de ceux-ci, le déséquilibre externe que connaît la France lui procure un avantage, particulièrement en début de période, lorsque le déficit commercial atteint des records, à savoir celui d'une destruction monétaire du fait des relations commerciales déséquilibrées avec les partenaires économiques et commerciaux de notre pays.

Le 9 décembre 1982, le Gouverneur la Genière remarque que « le franc demeure fragile du fait du déficit de la balance des paiements courants qui est évalué, pour 1982, à quelques 80 milliards de francs, soit plus de 10 milliards de dollars. »

Renaud de la Genière précise, ce 31 mars 1983, à propos du réalignement des parités des monnaies du SME intervenu le 21 mars 1983 : « Le réalignement des monnaies européennes était impératif. Ni la France, ni l'Allemagne ne pouvaient s'y soustraire. **En raison du calendrier politique, les deux pays avaient attendu trop longtemps pour procéder à l'opération.** Aussi faut-il apprécier le fait que celle-ci soit intervenue aussi rapidement après les échéances électorales. **En ce qui concerne le taux de la réévaluation, c'est-à-dire l'écart entre le franc et le deutsche mark, on peut dire qu'il correspond à peu près à l'écart inflationniste existant sur un an entre les deux pays. En effet, le taux annuel d'inflation est actuellement de l'ordre de 3,5% en Allemagne et de 9,5% en France, d'où une différence d'environ 6 points. Il était souhaitable que l'ajustement fût plus important**

**pour tenir compte, non seulement de la dérive inflationniste constatée, mais aussi de la conséquence inévitable du réalignement, dans le sens d'un certain soutien du taux d'inflation en France pendant quelques mois. L'écart de 8% paraît donc techniquement correct. »**

Ainsi, outre le déficit du commerce extérieur et celui de la balance des paiements françaises, le différentiel permanent d'inflation avec la RFA entraîne un déséquilibre externe fondamental, nécessitant des réévaluations ponctuelles du deutsche mark par rapport au franc, l'émission trop importante de monnaie nationale entraînant une baisse progressive de sa valeur externe.

Le 10 novembre 1983, le Gouverneur la Genière mentionne le fait que si, pour des raisons passagères et conjoncturelles, la situation du franc s'est redressée, **« on ne voit pas de raisons qui puissent justifier un relâchement de la politique de rigueur sur le plan des taux d'intérêt.** La balance des opérations courantes, bien qu'en amélioration par rapport à la tendance du début de l'année, demeure une balance déficitaire et, **pour une monnaie d'importance moyenne comme la monnaie française, l'impact de la situation des opérations courantes sur le taux de change est rapide et assez direct car il y a peu d'amortisseurs, contrairement à ce qui se passe pour une monnaie de réserve comme celle des Etats-Unis. »**

Le 24 novembre 1983, le Gouverneur note que la conjoncture et les politiques économiques mis en place par la France et ses principaux partenaires ont pour conséquences une très faible expansion ou même un recul de la production. Cette situation n'est d'ailleurs pas propre à la France. **« Tous les autres pays, même ceux qui avaient des taux d'inflation et des déséquilibres extérieurs plus faibles, sont, depuis le deuxième choc pétrolier, dans le même cas. Le Royaume-Uni, la RFA et les Etats-Unis, pour ne parler que des pays dont les économies ont des structures assez semblables, ont tous connu pendant plusieurs années une réduction du pouvoir d'achat et une stagnation ou une récession de l'activité, et il en est de même actuellement en Belgique. L'inspiration économique ou politique de ces pays a été diverse, mais les conséquences des décisions qui ont été prises ont été identiques en période de désinflation. » « La France ne peut pas échapper aux mêmes contraintes, aux mêmes disciplines et aux mêmes conséquences dans la phase de désinflation où elle est entrée plus tard que d'autres pays. »**

Le Gouverneur de la Banque de France prend ainsi clairement partie pour la politique de rigueur et d'assainissement des déséquilibres externes, de façon à limiter progressivement la hausse des prix, et à résorber tout aussi progressivement les déficits publics et commerciaux, quitte à passer par une phase de récession économique.

Le 10 mai 1984, Renaud de la Genière remarque que le **contexte international**, marqué par une hausse continue du dollar, désormais supérieur à 8,55 francs, par la faiblesse relative du mark, **est provisoirement favorable au franc qui bénéficie, d'autre part, du rééquilibrage progressif de l'économie nationale, en ce qui concerne tant la réduction, maintenant certainement enclenchée, du taux d'inflation, que la diminution du déficit extérieur amorcée depuis une année.**

Le 5 juillet 1984, Renaud de la Genière précise que, **dans une ambiance qui est psychologiquement plutôt à la hausse des taux d'intérêt, du fait de l'évolution des taux américains, la Banque de France a, pour sa part, agi en sens inverse, depuis près de deux mois, sans éclat et sans publicité particulière. La baisse d'un quart de point de son taux directeur sur le marché monétaire est la troisième depuis le 10 mai 1984. Ce taux est ainsi revenu de 12 à 11,25% !**

**Cette baisse modérée, précise-t-il, mais significative, a été rendue possible, d'une part, par la bonne tenue du franc sur le marché des changes et, d'autre part, par le succès appréciable enregistré dans la lutte contre l'inflation depuis le début de l'année. « Il était logique, dès lors qu'aucun problème ne se posait dans l'immédiat sur le marché des changes, d'accompagner ce succès par une baisse du taux directeur de la Banque. »**

La phase de rigueur et de désinflation, amorcée en juin 1982 et entérinée en mars 1983, permet ainsi d'obtenir une croissance annuelle de plus en plus modérée de la hausse des prix, ainsi que de l'évolution des agrégats monétaires, ce qui permet à la Banque de France et au Ministère des Finances, autorités monétaires françaises, de faire baisser progressivement les taux d'intérêt directeurs, au fur et à mesure des succès obtenus dans la lutte contre l'inflation, de façon à diminuer le coût du crédit pour les agents économiques.

Le 25 avril 1985, Michel Camdessus, Gouverneur de la Banque de France, précise, à propos de la réduction de 10,5% à 10,25% du taux directeur de la Banque de France : **« Il semble donc que ce n'est pas prendre un risque excessif que d'essayer de traduire maintenant dans le taux directeur de la Banque sur le marché monétaire la désinflation qui a été constatée au cours des derniers mois et qui a ramené de 6,7% à 6,4% le taux de progression des prix sur douze mois. »**

Ainsi, le différentiel d'inflation entre la France et ses partenaires et concurrents commerciaux, notamment la RFA, et les déficits extérieurs sont, comme en attestent les procès-verbaux du Conseil Général de la Banque de France, des éléments de contrainte extérieure auxquels doit faire face l'économie française. Le différentiel d'inflation entre la France et la RFA nécessite que les taux directeurs de la Banque de France soient en permanence supérieurs aux taux de la Deutsche Bundesbank, de façon à ce que le différentiel de taux d'intérêt réel soit le moins important possible,

pour attirer des capitaux sur le sol français, en même temps que les taux d'intérêt français permettent de juguler l'inflation.

En outre, les déficits extérieurs, de la balance commerciale, et, plus largement, de la balance des paiements, opèrent une ponction sur les réserves de change de la Banque de France et du Fonds de Stabilisation des Changes, ou provoque un endettement supplémentaire.

La résorption progressive des déficits extérieurs, ainsi que la politique de désinflation mis en place par les autorités monétaires françaises, permettent ainsi d'atténuer la contrainte extérieure provenant de ces déséquilibres macroéconomiques, au fur et à mesure des succès enregistrés sur ces deux fronts.

La contrainte extérieure liée aux déficits externes et au différentiel d'inflation entre la France et la RFA est donc très forte en début de période, entre 1981 et 1983, puis s'atténue progressivement après la redéfinition des objectifs prioritaires de la politique économique, pour devenir beaucoup plus faible en fin de période, l'inflation française s'étant tassée et les déficits externes s'étant amoindris.

Trois éléments constituent donc les fondamentaux de la contrainte extérieure, à laquelle est soumise l'économie française entre 1981 à 1985, et ceux-ci sont clairement exposés dans les procès-verbaux du Conseil Général de la Banque de France.

En premier lieu, l'évolution à la hausse du dollar met en difficulté la politique économique française, en renchérissant notamment le coût des importations, et la politique monétaire française, en entraînant à une pression à la hausse sur les taux d'intérêt directeurs de la Banque de France. Toutefois, cette contrainte semble s'amenuiser au fur et à mesure de la prise de conscience par les américains des conséquences néfastes qu'un dollar trop élevé fait peser sur l'économie des Etats-Unis. La baisse du dollar, entamée en 1985, et entérinée par les accords du Plaza, marque ainsi le début de l'atténuation des tensions que faisait peser la politique monétaire américaine sur l'ensemble des économies de la planète.

Ensuite, si l'évolution à la hausse du dollar entraîne une baisse relative du mark, en raison des mouvements de capitaux importants entre les Etats-Unis et la RFA, entre 1981 et 1985, ce qui est un facteur d'appréciation relative du franc au sein du SME, la baisse du dollar, à partir de 1985, provoque au contraire un renchérissement relatif du mark, d'où l'apparition d'une tension sur la parité franc-mark au sein du SME. La baisse du dollar provoque ainsi des tensions indirectes pour les

autorités monétaires françaises, celles-ci étant contraintes de puiser dans leurs réserves de change pour soutenir le cours de la monnaie nationale face au deutsche mark.

Enfin, si les déséquilibres macroéconomiques fondamentaux, et en particulier le déficit extérieur et le différentiel permanent d'inflation avec la RFA, sont des éléments de contrainte extérieure qui pèsent sur l'économie française, et sur les taux d'intérêt directeurs utilisés par la Banque de France, la politique de désinflation progressive menée par celle-ci, notamment grâce au ciblage de la croissance des agrégats monétaires, et le succès obtenu dans l'amélioration de la balance commerciale, et de celle des paiements, permettent une atténuation des tensions.

La période est donc marquée par un renversement progressif des éléments de contrainte externe, les conséquences directes de la politique monétaire américaine et du niveau élevé du dollar, et les effets néfastes exercés par le différentiel permanent d'inflation avec la RFA et les déficits extérieurs, disparaissent progressivement pour laisser place à un nouvel élément de contrainte, à savoir l'appréciation relative dont bénéficie le mark, suite à la baisse du dollar entamée en 1985, qui entraîne des tensions sur la parité franc-mark au sein du SME.

L'ensemble de ces éléments est retracée dans les procès-verbaux du Conseil Général de la Banque de France, dont l'examen permet une analyse précise de l'évolution de l'environnement économique, monétaire et financier international, ainsi que de l'ensemble des éléments qui pèsent sur la politique économique française.