

ANDREW J. HUGHES HALLETT
SIMON WREN-LEWIS¹

Y-A-T'IL UNE VIE HORS DU SME ? L'EXPÉRIENCE DU ROYAUME-UNI

RÉSUMÉ En septembre 1992, la livre sterling quitte le mécanisme de change européen : cet article présente une estimation chiffrée des conséquences de cette décision, toutes choses égales par ailleurs au niveau des politiques économiques menées par les autres pays.

Pour ce faire, deux modèles économétriques ont été utilisés qui se différencient par les informations sur lesquelles ils s'appuient : l'un est un modèle de l'économie britannique qui fonctionne avec des données allant jusqu'à 1995, l'autre est un modèle multinational qui incorpore les chiffres disponibles début 1992. Grâce à ces modèles, nous avons analysé les effets de la sortie du SME non seulement tels qu'ils se sont révélés après coup, mais aussi ceux que pouvaient escompter à l'époque les responsables de la politique économique. Nous parvenons à la même conclusion : la décision de quitter le mécanisme de change a déclenché une phase de relance, de croissance en termes réels qui n'a été accompagnée que de très faibles tensions inflationnistes (contrairement à ce qui avait été craint).

Le problème majeur qui ressort de cette

analyse est que les bénéfices procurés par cette sortie du SME pourraient bien ne pas être durables. Effectivement, quitter le SME a créé comme un vide dans la politique économique britannique qui se traduit par une gestion discrétionnaire de la demande, et un plus grand rôle dévolu à la Banque centrale qui oblige désormais celle-ci à affirmer sa crédibilité et le caractère anti-inflationniste de sa politique.

Cependant, la préférence du Royaume-Uni pour la croissance et la reprise de l'emploi s'est bien concrétisée, et le chômage a constamment reculé depuis la décision de septembre 1992. Nous démontrons ici que cette reprise enregistrée par le Royaume-Uni après la sortie du SME n'a pas été le fruit du hasard et ne doit rien aux autres économies européennes. Mais nous soutenons également que si les partenaires européens avaient emboîté le pas de la Grande-Bretagne, les mêmes résultats auraient été en partie obtenus du fait des asymétries existantes par rapport à ces économies. Les événements survenus à partir de 1993, avec le flottement *de facto* des monnaies dans des marges de fluctuation élargies, confortent notre analyse. C'est

1. Au moment de la rédaction de cet article, Andrew J. Hughes Hallett et Simon Wren-Lewis sont professeurs d'Economie à l'université de Strathclyde, Glasgow et *Research Fellows* en macro-économie au Centre for Economic Policy Research, Londres. La traduction de ce texte a été réalisée par Amina Larèche.

pourquoi, il ne faut pas s'étonner du peu d'enthousiasme manifesté au Royaume-Uni à l'idée de rejoindre un SME affaibli, tant que ces asymétries persisteront. D'où l'importance que les responsables poli-

tiques britanniques attachent à la réalisation de la convergence – tant réelle que nominale –, comme condition préalable au fonctionnement réussi d'un régime de change ou d'une union monétaire.

Le contexte économique de la décision du 16 septembre 1992

L'environnement international

Au début des années quatre-vingt-dix, les économies européennes sont entrées dans une des récessions les plus profondes qu'elles aient connues depuis la Guerre, alors même que les Etats-Unis et le Japon commençaient à présenter des signes de reprise. Confrontés à la croissance inexorable du chômage en Europe, dont le taux moyen était de 12 % mais qui atteignait 25 % dans certains pays, les gouvernements des pays européens auraient pu envisager un certain nombre de mesures destinées à s'arrimer à ces économies en phase de reprise. Mais, pour la plupart, ces mesures impliquaient, selon des modalités différentes, l'augmentation des dépenses budgétaires ou le redéploiement de la fiscalité, et l'amélioration des conditions du crédit à l'investissement. Or, les déficits du secteur public qui étaient passés d'un niveau très faible à 4-5 % du PNB dans les principales économies de la Communauté européenne (et 6-7 % en Allemagne pour les chiffres consolidés, ou 11 % en Italie), menaçaient de croître encore pendant la récession ; les marges de manœuvre étaient donc en réalité très faibles.

En outre, la récession des années quatre-vingt-dix s'est avérée inhabituellement longue. La production et la dépense auraient dû normalement recommencer à croître ; mais dans ce cas, elles ont en réalité continué à décliner, au fur et à mesure que le crédit souscrit dans les périodes précédentes était remboursé. La politique monétaire, en particulier, est alors apparue impuissante. Mais cela n'est pas surprenant. A la suite de politiques monétaires inflexibles, l'inflation avait chuté, de telle sorte que, même lorsque les taux d'intérêt nominaux ont commencé à décliner, les taux d'intérêt réels ont plus que doublé. Ainsi, jusqu'en septembre 1992, les taux d'intérêt britanniques ont chuté de 3,5 % par rapport à leur niveau le plus élevé de 15 %, mais l'inflation est passée de 11 % à 3 %. En France, les taux d'intérêt sont restés à 12 %, le taux d'inflation s'établissant à 2 % ; en Italie, les taux d'intérêt ont atteint 15 % avec un taux d'inflation de 5-6 %. Même en Allemagne, les taux d'intérêt ont progressé de 6 % à 9 %, alors que l'inflation passait de 3 % à 4,5 %.

Avec de tels taux d'intérêt réels, on peut difficilement imaginer un ensemble de circonstances plus propices à une récession. Cependant, aucune initiative ne fut alors envisagée pour assouplir la politique monétaire, les pays s'étant engagés à respecter les parités du SME, et les politiques monétaires nationales étant tenues de conserver leur crédibilité. Aucun changement ne fut donc décidé. Pour dire vrai, si les taux d'intérêt élevés étaient en effet le problème, un assouplissement

de la politique économique dans les pays où l'inflation avait diminué (c'est-à-dire tous sauf l'Allemagne) n'aurait été possible qu'avec une dévaluation des parités au sein du SME, ou avec une réévaluation du mark.

La situation du Royaume-Uni en 1992

A l'été 1992, le Royaume-Uni se trouve au cœur d'une sévère récession. Le PNB a chuté de 2 % en 1991 et le chômage augmente rapidement. L'inflation étant faible, mais aucun signe avant-coureur de reprise ne s'annonçant, la situation appelle clairement une politique macro-économique expansionniste. Cependant, le besoin de financement du secteur public a alors atteint un niveau élevé non soutenable, la dette publique a augmenté rapidement, la récession ne pouvant être rendue responsable que d'une partie seulement du déficit. Il semblait donc n'y avoir aucune marge de manœuvre pour une politique budgétaire expansionniste. Le gouvernement conservateur avait de surcroît toujours insisté sur le fait que c'était la politique monétaire, plutôt que la politique budgétaire, qui devait être utilisée pour contrôler la demande à court terme.

Le gouvernement britannique aurait aimé réduire les taux d'intérêt afin de stimuler la croissance, mais l'appartenance du Royaume-Uni au SME l'en empêchait. Il n'est pas nécessaire de rappeler ici les difficultés que la réunification allemande avait causées aux autres pays membres du SME. En dépit de ces problèmes, le gouvernement s'engageait toujours fermement à rester au sein du SME, et investissait même une part importante de son capital politique dans son aptitude à respecter cet engagement. Il bénéficiait également, pour la poursuite de cet objectif, du soutien de tous les partis ; ceux qui plaidaient pour une dévaluation ou l'abandon du mécanisme de change étaient la minorité.

Après coup, il est facile de prétendre que, si les autorités britanniques avaient relevé plus tôt les taux d'intérêt, elles auraient évité les événements de septembre 1992. Certains ont également suggéré qu'en réclamant la baisse des taux d'intérêt allemands, le gouvernement avait envoyé des signaux peu propices aux marchés. Cependant, il nous paraît douteux qu'un seul de ces facteurs puisse rendre compte entièrement de la sortie forcée de la livre hors du SME². Pour être efficaces, les actions et les annonces du gouvernement doivent être crédibles ; or, à ce moment là, toute croissance significative des taux d'intérêt britanniques, dans un contexte de récession sévère, aurait probablement été considérée comme politiquement insoutenable. Il semble que tel ait été le sort de l'augmentation des taux de base de 10 à 12, puis à 15 %, le 16 septembre.

Deux raisons principales permettent d'expliquer pourquoi le Royaume-Uni a été contraint de quitter le SME. La première est spécifique au pays, et suggère qu'une dévaluation de la livre sterling était dans une certaine mesure inévitable, car le taux de change auquel le Royaume-Uni était entré dans le SME était surévalué. La seconde est que l'unification allemande avait mis l'ensemble du SME sous tension, les membres traditionnellement les plus faibles ayant été frappés les premiers. Le premier élément ne signifie pas que l'entrée dans le SME était une erreur, mais simplement que le choix des parités était mauvais. Mais le second signifie qu'il était erroné de se maintenir au sein du SME alors que, malgré sa

2. Le cas de l'expérience française est plus ambigu, voir Melitz, 1994.

réunification, l'Allemagne n'avait ni réévalué ni dévalué sa monnaie. Il était alors préférable de quitter le SME.

Il existe principalement deux méthodes permettant d'analyser le niveau soutenable à long terme du taux de change réel. La première est la parité des pouvoirs d'achat (PPA). Selon cette méthode, le taux de change d'entrée de la livre dans le SME, établi à 2,95 DM/£, n'était pas déraisonnable. La seconde est la méthode du taux de change d'équilibre fondamental (TCEF) de Williamson, fondée sur des équations économétriques de commerce et sur le solde de la balance courante. La PPA peut être considérée comme un cas particulier du taux de change d'équilibre fondamental, dans lequel les élasticités du commerce sont infiniment élevées et permettent un arbitrage parfait des biens entre les barrières nationales. Les analyses fondées sur le TCEF, aussi bien celles de Williamson lui-même que celles d'autres auteurs (Wren-Lewis & al., 1991), suggèrent que le taux de change de 2,95 DM/£ était surévalué d'environ 10 %.

Il est tentant (du moins pour les auteurs de cet article) de suggérer que l'abandon du SME par les Britanniques, et la dépréciation consécutive de la livre d'environ 10 %, soutiennent l'approche du TCEF contre celle de la PPA. Mais il serait un peu trop facile de réagir ainsi, puisque l'on peut imaginer que des facteurs de court terme aient temporairement précipité la livre bien en dessous de son niveau d'équilibre. Cependant, la "charge de la preuve" se trouve sur ceux qui soutenaient l'approche de la PPA.

L'argument selon lequel le taux de change initial du Royaume-Uni au sein du SME était trop élevé est naturellement compatible avec une analyse centrée sur le problème de la réunification allemande ; de fait, il fournit une très bonne explication des attaques spéculatives dont la livre fut la première monnaie à souffrir. En outre, après que la livre ait quitté le SME, les attaques se sont reportées sur d'autres monnaies, qui toutes (sauf le florin) durent finalement subir des réalignements *de facto*.

Les réponses au sein de l'Union européenne : le *dumping* des taux de change

Les effets positifs de la dévaluation britannique dépendent en partie du fait que les autres pays, à l'exception de l'Italie, n'ont pas quitté le SME au même moment. S'ils l'avaient fait, le succès apparent de la Grande-Bretagne aurait presque certainement été plus faible – mais pas nul. Il existe en effet un grand nombre d'asymétries entre la Grande-Bretagne et les autres économies de l'Union européenne, qui permettent de suggérer que l'abandon d'un taux de change surévalué aurait malgré tout permis à ce pays d'améliorer ses performances. Parmi ces asymétries, il faut noter :

- un cycle économique qui peut précéder celui des autres pays de 18 à 24 mois ;
- une parité d'entrée de la livre trop élevée ;
- des relations financières qui ont fait évoluer la livre et les autres monnaies européennes dans des directions opposées au moment des bouleversements monétaires de 1995 ;
- la préférence britannique pour la croissance et l'emploi par rapport à la stabilité des prix ;
- une structure du marché du travail plus réactive ;

— des institutions économiques différentes et une plus grande sensibilité qu'ailleurs des variables réelles aux changements financiers (en particulier des taux d'intérêt).

Cependant, la question des dévaluations compétitives (ou *dumping* monétaire) est sans doute considérablement moins importante qu'il n'apparaît puisque, depuis août 1993, tous les pays de l'Union européenne ont de fait laissé flotter leurs monnaies dans les nouvelles bandes de $\pm 15\%$, le faible délai écoulé entre les deux changements de régime ayant eu peu d'effets apparents sur les avantages dont le Royaume-Uni a bénéficié pour avoir quitté le SME dix mois auparavant.

Les arguments contre la dévaluation

Cet article met en évidence le fait que, dans certaines circonstances, un réalignement peut réussir, et soutient que le SME a, de fait, créé au Royaume-Uni un tel ensemble de circonstances. En effet, dans la mesure où la trappe à liquidités du SME — due au fait que les taux d'intérêt nominaux ne peuvent être réduits même si les taux d'intérêt réels sont croissants — et la taille du déficit du secteur public limitaient tout changement de politique monétaire ou budgétaire, seul un réalignement de la livre pouvait susciter la reprise.

Cependant, les arguments classiques contre la dévaluation sont les suivants.

La dévaluation ne fait que créer de l'inflation, par le biais de l'augmentation des prix des importations et de l'aggravation des revendications salariales ; les marchés anticipent donc qu'une dévaluation sera suivie d'une autre, destinée à ajuster le surcroît d'inflation. En outre, les marchés réclameront des taux d'intérêt plus élevés pour compenser ce risque d'inflation supplémentaire. C'est donc exactement ce que l'on essaye d'éviter qui se produit : à la fois des taux d'intérêt plus élevés et des prix supérieurs. Il est certain que cet enchaînement a eu lieu à plusieurs reprises ; l'expérience britannique des années soixante et soixante-dix en fournit d'excellents exemples. Cependant, deux conditions doivent être remplies pour que cet enchaînement ait lieu : d'une part, la demande d'importations doit être inélastique aux prix ; d'autre part, les augmentations de prix doivent être incorporées à plein dans les négociations salariales (et on anticipe qu'elles le seront). Il n'y aura pas d'inflation si la demande d'importation est élastique, ou du moins si sa composante qui subit l'augmentation des prix est élastique. Il n'y aura pas non plus d'inflation s'il y a récession et surplus interne de capacités de production, car alors le prix des biens non échangés et l'inflation salariale interne, ou bien se réduisent, ou bien augmentent assez lentement pour être compensés par l'augmentation de la productivité. Bien sûr, les prix peuvent alors être plus élevés que dans la situation initiale, mais pas suffisamment pour déclencher de l'inflation et faire peser le risque de nouvelles dévaluations. Les dévaluations de la livre en 1931, 1949 et au début des années quatre-vingt, conjuguées à l'aptitude du dollar et du yen à flotter sans effet important sur l'inflation interne, montrent que les dévaluations peuvent, si les circonstances s'y prêtent, être mises en œuvre avec succès.

Autre argument classique : les dévaluations entraîneraient une perte de crédibilité en suscitant des anticipations selon lesquelles il y aura un ajustement aux

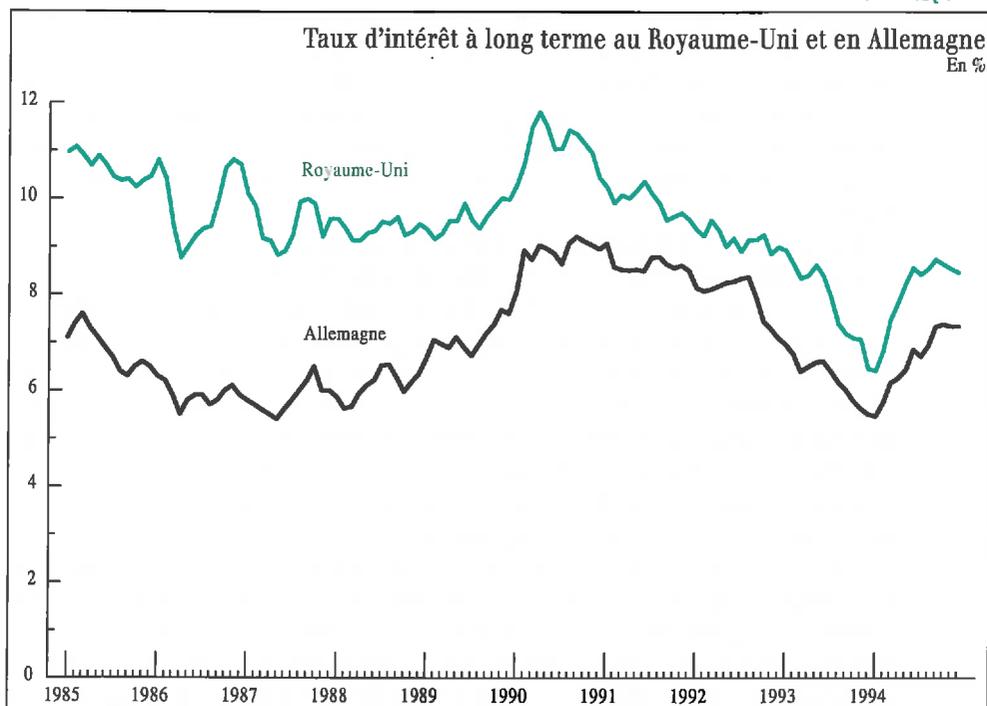
augmentations ultérieures de prix ; cela fragiliserait la capacité d'engagement du gouvernement, et donc l'impact des autres politiques économiques mises en œuvre. Tout gain à court terme entraînerait des pertes à long terme car il serait suivi de nouvelles dévaluations ou de taux d'intérêt plus élevés. Mais il serait fort singulier de prétendre à la fois que l'appartenance au SME impose une discipline du marché du travail et de l'inflation, et qu'un seul réalignement, justifié par les circonstances, déclencherait l'effondrement immédiat de cette discipline et le retour aux anciennes politiques accommodantes. Ce n'est pas ce que l'on a affirmé lors des dévaluations italienne et française de 1987. Et de fait, on pourrait soutenir exactement le contraire. En cas d'incapacité à corriger les écarts sous-jacents des fondamentaux, les pertes inévitables de production et d'emploi imposent tôt ou tard aux gouvernements, quoi qu'il en soit, l'abandon de leurs politiques. Si les gouvernements restent sensibles aux pressions populaires, et s'il y a des déséquilibres fondamentaux, alors une politique dure d'accrochage au SME, envers et contre tout, n'est tout simplement pas crédible à long terme. Une perte de crédibilité du côté de la demande réelle susciterait elle-même une spéculation suffisante pour sortir des bandes de fluctuation.

Compte tenu de ces arguments, il faut se demander si les bénéfices réels, produits par l'incapacité à rester au sein du SME, ne peuvent pas surpasser les pertes de crédibilité à court terme provenant du réalignement ou du flottement. Il ne peut s'agir que d'un jugement empirique, et non d'une certitude analytique. Ainsi, le Royaume-Uni pourrait bien avoir perdu un peu en crédibilité avec la dévaluation de 1992. La réduction du différentiel de taux d'intérêt entre le Royaume-Uni et l'Allemagne dans la période 1990-1992 montre que la livre disposait alors d'une certaine crédibilité. Cependant, la réduction du différentiel de taux est due plutôt à l'augmentation relative des taux d'intérêt allemands, qui est plus de deux fois supérieure à la diminution des taux britanniques. Cela semble suggérer qu'il y avait à la fois perte de crédibilité en Allemagne et gain de crédibilité britannique. En pratique, la crédibilité semble avoir été un problème relativement mineur, puisque les taux d'intérêt britanniques à long terme n'ont pas été supérieurs de plus 1,5 % aux taux allemands et français, même après la sortie du SME en 1992 (GRAPHIQUE 1), et même après que la crédibilité allemande ait été restaurée (Gardner & Peraudin, 1993)³.

L'idée selon laquelle l'Allemagne aurait perdu en crédibilité autour de 1992-1993 permet de donner une explication plus intéressante des raisons pour lesquelles la Grande-Bretagne pouvait dévaluer sans mettre en danger l'efficacité des autres politiques. La combinaison de la récession et des tensions inflationnistes en Allemagne a provoqué partout l'augmentation des taux d'intérêt réels et la croissance des déficits publics qui atteignent aujourd'hui 4,5 % du PNB dans les pays de la Communauté européenne. Ces déficits ont un coût : même si les

3. Il faut faire ici la différence entre un réalignement qui a lieu en une seule fois et une dépréciation continue ou un flottement. Dans la section 4, nous étudierons les gains effectifs de la Grande-Bretagne depuis 1992, comparant les résultats observés et les résultats d'une simulation dans laquelle le Royaume-Uni reste dans le SME. Dans ce but, nous devons tenir compte du second scénario (c'est-à-dire le flottement). Mais dans la section 5, nous complétons cet exercice par l'étude des avantages pour le Royaume-Uni d'une dévaluation de 5 % au sein du SME, c'est-à-dire le premier scénario. Par conséquent, nous étudions vraiment les deux cas, et les différences qualitatives entre les deux se révèlent très faibles. En d'autres termes, les altérations entre les arbitrages inflation/croissance, dues à une perte de crédibilité, se révèlent faibles et sans importance.

GRAPHIQUE 1



déficits primaires se réduisent, le paiement du service de la dette continue. Cette observation est significative, car elle montre le danger qui pèse sur la crédibilité même (et donc la stabilité) que les politiques actuelles étaient au départ censées garantir. Si, par exemple, des dépenses publiques excessives provoquent des tensions inflationnistes (comme en Allemagne et en Italie), alors toute augmentation du taux d'intérêt destinée à les contenir ne fera qu'aggraver le déficit public, à l'origine du problème, et accentuera encore les tensions inflationnistes au lieu de les alléger. Les entreprises et les consommateurs l'anticiperont et, par un phénomène d'équivalence ricardienne, épargneront au lieu de dépenser : après tout, les consommateurs et les investisseurs n'anticipent pas moins que les marchés financiers. Les marchés le prévoiront, et anticiperont une accommodation de l'inflation. Par conséquent, l'indiscipline financière provoque un arbitrage simple entre crédibilité du point de vue financier et crédibilité du point de vue réel. Davantage de l'une provoque de manière inévitable moins de l'autre, s'il y a le moindre *trade-off* entre inflation et production. Pour être efficaces, les politiques économiques doivent contenir (un peu) des deux types de crédibilité.

Une dévaluation peut-elle réussir ?

Quatre conditions doivent être remplies pour qu'un réalignement prudemment conçu de la livre puisse stimuler la croissance économique, sans que celle-ci soit intégralement compensée par les problèmes habituels d'inflation ou de crédibilité. Ce sont les suivantes.

Le Royaume-Uni doit être en situation de déficit commercial et disposer d'une capacité de production non utilisée. Une dévaluation augmente alors la demande par le biais des exportations, sans créer de demande excessive sur les marchés internes des biens ou du travail. A l'exception des prix à l'importation, il n'y aura pas de tension particulière susceptible d'interrompre la baisse de l'inflation interne⁴. Si le commerce extérieur est au moins un peu élastique, les volumes d'importations diminueront et l'effet inflationniste provenant de cette source sera réduit.

En outre, si la stimulation des exportations permet à l'économie britannique de reprendre avant ses concurrents du SME, alors la croissance de la productivité y sera plus élevée et les opportunités d'investissement meilleures. La première tendra à compenser toute inflation provenant du prix des importations, et la seconde attirera de nouveaux capitaux au fur et à mesure que la reprise offrira de nouvelles opportunités aux investisseurs. Par conséquent, une dévaluation qui relance la demande dans une période de récession peut générer des flux de capitaux qui soutiendront le nouveau taux de change sans provoquer beaucoup d'inflation. Les anticipations sur les marchés financiers le prendront en compte et les spéculateurs ne réclameront pas de taux d'intérêt plus élevés.

Puisque le taux d'inflation britannique était tombé en-dessous de celui de l'Allemagne (réunifiée), les marchés n'avaient aucune raison de craindre la dévaluation : l'inflation que celle-ci aurait pu générer aurait simplement ramené les taux britanniques au niveau allemand. Plus généralement, tant que l'inflation reste inférieure ou égale à celle du meilleur partenaire commercial (ou de la moyenne des partenaires commerciaux) d'un pays, il n'y a aucune raison de parler de perte de crédibilité, de nouvelles dévaluations ou de taux d'intérêt plus élevés.

Enfin, le SME est un bloc monétaire, pas un système mondial. Une politique monétaire stricte en Allemagne provoque donc l'appréciation de toutes les monnaies du SME face aux monnaies n'appartenant pas au SME. Par conséquent, une dévaluation de la livre au sein du SME réduirait bien la parité de la livre vis-à-vis du mark, mais ne réduirait pas nécessairement son taux de change effectif pondéré par les flux commerciaux vis-à-vis des autres monnaies (non membres du SME). Ainsi, le taux de change effectif de la livre resterait largement inchangé, et l'impact général sur le taux d'inflation (donc le risque d'une seconde dévaluation) serait faible. Pour que le résultat soit valable, il est évidemment nécessaire que la demande britannique de biens en provenance de la Communauté européenne soit plus élastique aux prix que la demande de biens non européens. Cette compensation par les monnaies hors SME minimiserait l'inflation provenant de la composante "importations" de l'indice des prix. De manière similaire, pour maximiser l'impact sur la croissance, il est nécessaire que les exportations du Royaume-Uni vers la Communauté européenne soient élastiques au prix (de telle sorte que ces revenus d'exportation augmentent), et qu'elles soient inélastiques en direction des autres pays (afin que ces revenus ne diminuent pas). L'analyse économétrique

4. Il s'agit ici bien sûr de la situation classique dans laquelle, selon la théorie keynésienne, la dévaluation restaure l'équilibre à la fois sur les marchés interne et externe. Un seul instrument peut alors corriger les effets de l'offre excédentaire sur la balance commerciale et sur le marché intérieur. La dévaluation peut également être utile quand il y a une offre excédentaire interne mais pas externe, ou externe mais pas interne. Mais ces deux cas nécessiteront un instrument de politique économique supplémentaire pour maintenir l'équilibre de la balance des paiements ou pour contenir l'inflation, pendant que la dévaluation restaure respectivement l'équilibre de la demande agrégée ou l'équilibre commercial (Mundell, 1962). Le dernier cas envisageable (demande excédentaire interne et externe) appelle une réévaluation.

TABLEAU 1

Les élasticités-prix du commerce extérieur britannique							
De/A	Allemagne	France	Italie	Etats-Unis	Japon	Canada	Autres
Importations britanniques	0,164	0,101	0,06	0,143	0,04	0,034	0,085
Exportations britanniques	0,202	0,102	0,07	0,167	0,112	0,032	0,062

Source : FMI

formelle, ainsi que la simple observation, confirment ces deux propositions. Le modèle économétrique multinational du FMI⁵, par exemple, donne les élasticités-prix pour le commerce britannique présentées dans le TABLEAU 1.

Deux conséquences, toutes deux favorables, s'imposent avec ce constat. D'une part, si le taux de dépréciation de la livre est différent selon les monnaies, la demande se détournera des importations les plus coûteuses (mais sensibles aux prix) pour se diriger vers les importations meilleur marché, et ce, que le taux de change effectif de la livre commence à se réduire ou non. Ceci permet de compenser l'impact inflationniste des prix des importations qui augmentent effectivement. De manière similaire, la demande se portera sur les biens d'exportation britanniques les moins chers (sensibles aux prix), créant une impulsion sur la demande (là où il y a une capacité de production excédentaire), et ce, que le taux de change effectif de la livre commence à se réduire ou non.

Les effets de la sortie du SME

Après septembre 1992, les événements semblent avoir confirmé les avantages de la dévaluation, et sont allés à l'encontre des craintes de ceux qui s'y opposaient. Les taux d'intérêt se sont substantiellement réduits après l'abandon du mécanisme de change, mais le taux de change n'a pas connu de chute libre. Au contraire, il s'est stabilisé à un niveau un peu supérieur à 10 % en-dessous de son cours-pivot au sein du SME. Le PIB a augmenté de 2 % en 1993, et le taux de croissance s'est accéléré pour atteindre 4 % en 1994. Plus surprenant, le chômage a réagi presque immédiatement, et s'est réduit significativement au cours de 1994. Cependant l'inflation a également continué à baisser, atteignant des niveaux que l'on avait pas vus depuis les années soixante.

Au premier abord, la sortie du SME semble donc avoir été une bénédiction pour l'économie britannique. Le consensus parmi les hommes politiques et les économistes au Royaume-Uni s'est aussi modifié de façon spectaculaire, et la perspective d'un retour au sein du SME soulève aujourd'hui peu d'enthousiasme. Cependant, il est souvent dangereux de relier de manière trop proche des

5. Voir Masson & al. (1988, 1990) et la description dans la section 5. Cette analyse fait l'hypothèse que les autres pays conservent leur engagement envers le mécanisme de change. Ce cadre convient puisque nous voulons évaluer les performances britanniques liées à la sortie du SME. Mais, ainsi que nous l'avons noté plus tôt, les asymétries auraient probablement permis un gain net même si les autres pays avaient aussi choisi de laisser flotter leur monnaie. C'est d'ailleurs ce qu'ils ont fait en 1993, sans effets perceptibles sur les performances britanniques.

événements historiques à un seul changement de politique économique, car le système économique est soumis à tout moment à de nombreuses influences importantes. Par exemple, la production a cessé de baisser au Royaume-Uni au second semestre de 1992, avant que le Royaume-Uni ne quitte le SME. La reprise économique britannique a-t-elle vraiment été le résultat de la sortie du SME ? Ou bien aurait-elle eu lieu de toutes façons, même si la livre était restée dans la bande de fluctuations originelle de 6 % autour de la parité de 2,95 DM/£ ?

La meilleure manière de répondre à cette question est d'utiliser un modèle économétrique complet pour analyser l'impact de la sortie du SME. Nous utilisons le modèle COMPACT, un nouveau modèle économétrique trimestriel de l'économie britannique (Wren-Lewis et *al.*, 1994). La première version de COMPACT a été élaborée en 1993, dans le but d'intégrer les récents progrès de la théorie macro-économique au sein d'une structure théorique cohérente⁶. Les principales caractéristiques théoriques de COMPACT sont présentées dans l'ENCADRÉ 1.

ENCADRÉ 1

Le modèle COMPACT

UNE FONCTION DE CONSOMMATION fondée sur l'optimisation intertemporelle de la plupart des consommateurs, mais dans laquelle une minorité de consommateurs est soumise à une contrainte de crédit. Le comportement des consommateurs sans contrainte de crédit est fondé sur le modèle de jeunesse perpétuelle de Blanchard et Yaari, le résultat étant que ces consommateurs actualisent les revenus futurs du travail à un taux supérieur au taux d'intérêt réel. Pour cette raison, et à cause de la présence de consommateurs rationnés dans leur crédit, il n'y a pas équivalence ricardienne complète, mais les variations futures de fiscalité ont une forte influence sur la consommation courante. Comme les consommateurs non contraints sont libres de modifier le profil temporel de leur consommation en empruntant ou en prêtant à volonté, la consommation agrégée dans COMPACT est particulièrement sensible aux variations des taux d'intérêt réels.

UNE MOBILITÉ DU CAPITAL quasiment parfaite, avec des agents sur les marchés de taux de change formant des anticipations rationnelles.

LA FIXATION DES SALAIRES ET DES PRIX répond également à des anticipations rationnelles à propos de l'inflation future, mais ces deux décisions comprennent un degré d'inertie nominale. Il en résulte que COMPACT peut être décrit comme "néo-keynésien".

UNE OFFRE fondée sur un modèle à génération de capital à technique *putty-clay* dans lequel la fonction de production *ex ante* est une fonction de Cobb-Douglas. Comme les proportions de facteurs sont fixées *ex post*, les entreprises doivent former des anticipations (rationnelles) sur les mouvements futurs des prix relatifs.

LE MARCHÉ DU TRAVAIL est imparfaitement concurrentiel ; un équilibre à inflation constante implique par conséquent un taux naturel de chômage, ou NAIRU, à l'origine de chômage involontaire.

LES EXPORTATIONS ET LES IMPORTATIONS dépendent des prix relatifs, mais également des niveaux relatifs d'investissement au Royaume-Uni et dans les autres pays. Les variations de l'investissement sont des approximations de l'évolution de la variété ou de la qualité de la production britannique : si une plus grande variété de biens est produite, la demande de biens britanniques augmentera, et ce même si les prix agrégés ne changent pas.

Le maintien de la livre dans le mécanisme de change

Notre simulation utilisant COMPACT implique de rendre compte de ce qui aurait eu lieu si le Royaume-Uni était resté dans les bandes de fluctuation originelles de la livre au sein du SME. Pour le moment, nous ignorons la question importante consistant à se demander comment cela aurait pu être réalisé : nous y reviendrons ultérieurement. Il semble également raisonnable de supposer que les taux d'intérêt, comme les taux de change, n'auraient pas baissé aussi rapidement si la livre n'avait pas été dévaluée. Dans les résultats présentés ci-dessous, nous faisons une hypothèse très conservatrice, selon laquelle les taux d'intérêt à court terme auraient été en moyenne supérieurs de 3 points en 1993, de 2 points en 1992 et d'un point en 1995. Cela implique malgré tout que les taux d'intérêt auraient diminué d'environ 1 point par an si la livre n'avait pas été dévaluée.

Le TABLEAU 2 et le GRAPHIQUE 2 exposent les effets combinés que ce changement de taux de change et de taux d'intérêt auraient eus sur l'économie britannique. Les effets sur la production sont peu durables mais substantiels. Le PIB aurait été inférieur de 4,8 % en 1993. Par conséquent, au lieu de croître de 2 %, il aurait continué à décliner de près de 3 %. Il en aurait résulté une baisse de la production britannique pendant trois années consécutives (le déclin de 1 % en 1992 serait passé à 1,6 %). L'impact déflationniste est encore considérable en 1994, le PIB étant de 2 % inférieur à sa valeur historique ; mais après 4 à 5 ans, les effets dépressifs du maintien des bandes de fluctuation au sein du SME ont disparu.

Pourquoi COMPACT suggère-t-il que ces variations de taux de change et de taux d'intérêt⁷ ont un tel impact ? Comme l'indique le GRAPHIQUE 2, les exportations diminuent car la compétitivité décline, mais la principale source de déflation provient de la consommation. Dans COMPACT, les consommateurs sans contrainte de liquidité sont très sensibles au niveau des taux d'intérêt réels, du fait du modèle théorique sous-jacent (voir *supra*). La théorie de la consommation intertemporelle suggère qu'une élévation des taux d'intérêt réels conduit à un

TABLEAU 2

Les conséquences du maintien dans le SME			
	1992	1993	1994
PIB	-0,6 %	-4,8 %	-2,0 %
Inflation	-0,4 %	-5,0 %	-4,0 %
Exportations	-0,0 %	-1,3 %	-1,3 %
Consommation	-0,6 %	-4,4 %	-2,8 %
Investissement	-0,1 %	-8,0 %	-6,5 %
Taux d'intérêt	+3,0 points	+2,0 points	+1,0 point
Taux de change	+10 %	+10 %	+10 %

6. Le développement du modèle COMPACT est actuellement assuré par un consortium composé de l'*Economic and Social Research Council* britannique, du *Treasury* et de la *Bank of England*.

7. Naturellement, si les autres pays avaient aussi dévalué, cet impact sur le PIB aurait été un peu plus faible, puisque la relance "coopérative" sur le revenu provenant d'une dévaluation française (par exemple) aurait contrecarré la déflation britannique.

l'augmentation des taux d'intérêt doit s'accompagner d'une dépréciation de la livre, pour des raisons d'arbitrage : au fur et à mesure que les effets de taux d'intérêt réels élevés s'effacent, le taux de change se déprécie. En d'autres termes, la seule voie par laquelle les autorités peuvent soutenir un taux de change plus élevé en permanence serait de surprendre sans arrêt le marché par de nouvelles hausses de taux d'intérêt. Ce n'est tout simplement pas une stratégie envisageable à long terme.

Ainsi, obtenir un taux de change plus élevé sans affecter la confiance du marché nécessite un resserrement de la politique budgétaire aussi bien que (ou à la place de) un resserrement de la politique monétaire. COMPACT suggère qu'un resserrement budgétaire temporaire peut, *ceteris paribus*, conduire à un changement permanent du niveau des prix, et donc du taux de change nominal. Cependant, le modèle suggère également que l'ampleur du resserrement nécessaire est substantielle. Par exemple, notre simulation montre qu'une augmentation de l'impôt standard sur le revenu, de 25 % à 29 %, pendant 10 ans, élèverait le taux de change de manière permanente de 10 %, mais au prix d'une contraction sévère de la production. Wren-Lewis & *al.*, 1991, aboutissent à des conclusions similaires en utilisant un modèle différent. A nouveau, il est extrêmement douteux qu'une action budgétaire de cette ampleur eût été crédible dans le contexte de la récession britannique de 1992.

La position des responsables politiques, la dévaluation de la livre dans un contexte international

Ces résultats suggèrent que la reprise britannique commencée en 1993 était en effet une conséquence directe des événements de septembre 1992. Il est important de souligner que cette analyse ne permet pas seulement d'expliquer les événements après qu'ils se soient produits. Nous préconisons déjà fortement une dévaluation avant septembre 1992 (Wren-Lewis, 1991 ; Hughes Hallett & Ma, 1994a), ces derniers auteurs indiquant clairement les avantages de la dévaluation, à partir d'un modèle différent, dans un contexte international. La question fondamentale est : qu'est-ce que les responsables politiques pouvaient savoir à ce moment ? Pouvait-ils prédire qu'une dévaluation de la livre était inévitable et qu'elle serait un succès ?

La réponse à cette question semble être affirmative. Mais pour le démontrer, il nous faut calibrer les effets d'une dévaluation sur l'économie britannique en utilisant l'information disponible en 1992. A cette fin, nous avons simulé cette stratégie grâce au modèle multinational du FMI, MULTIMOD (ENCADRÉ 2).

Le problème de la réunification allemande

Le TABLEAU 3 présente la projection du statu quo où les politiques économiques suivies sont celles observées en janvier 1992. Ce scénario est fondé sur les propres projections du FMI (faites pour son rapport annuel *World Economic Outlook*), et comprend l'investissement, les dépenses budgétaires, les variations

Ce modèle multinational contient des modèles "linkés" pour chacun des pays du G7 (Etats-Unis, Japon, Canada, France, Italie et Royaume-Uni), mais aussi des modèles pour le reste de l'OCDE en bloc, pour les pays de l'OPEP ainsi que pour les pays en développement en Afrique, en Asie et en Amérique latine. Chacun de ces modèles national ou régional est lié aux autres par le biais des flux commerciaux bilatéraux et par le biais des mouvements de capitaux et de taux de change, qui influencent en retour les marchés financiers internes.

LES REVENUS NATIONAUX sont déterminés à long terme par la capacité de production ; à court terme par la demande – définie par la consommation (basée sur les revenus et les valeurs des actifs actuels et futurs (anticipés)), l'investissement (fondé sur les évaluations par les entreprises des revenus courants et futurs), le commerce et la position budgétaire nette.

LES AJUSTEMENTS DE PRIX, en partie rigides et en partie fondés sur des anticipations tournées vers le futur, dépendent des contrats salariaux, de la compétitivité internationale et du taux d'utilisation des capacités de production.

LES TAUX DE CHANGE en dehors du SME (par exemple mark contre dollar) sont déterminés par les parités d'intérêt ouvertes et les dépréciations anticipées cohérentes avec une solution complète du modèle. Les taux de change au sein du SME, cependant, sont tenus de se maintenir au sein de bandes de $\pm 2^{\circ}$ % autour d'une parité prédéterminée. La politique monétaire des membres du SME consiste donc à imposer aux taux d'intérêt de suivre une fonction de réaction dont l'objectif est la parité donnée du mark, et qui maintienne la monnaie au sein des bandes de fluctuation. Pour les autres pays, et pour l'Allemagne, la politique monétaire a pour objectif un taux de croissance donné de la masse monétaire (l'objectif de croissance avant 1990).

LES TAUX D'IMPOSITION, soumis à une contrainte budgétaire intertemporelle, s'ajustent donc pour éliminer l'écart entre le niveau de dette observé et son objectif. Les dépenses budgétaires sont donc en partie exogènes et en partie endogénéisées.

Enfin, une petite composante Allemagne de l'Est a été ajoutée au modèle pour l'Allemagne, afin de rendre compte de la réunification (voir Hughes Hallett & Ma, 1994b). Des détails supplémentaires du modèle, incluant une description complète de ces spécifications et propriétés, ainsi que des tests de ses caractéristiques de simulation, se trouvent dans Masson & al. (1988, 1990) ; quelques comparaisons avec d'autres modèles sont analysées dans Bryant & al. (1988).

de production et de consommation, et le resserrement monétaire consécutif au programme de réunification de l'Allemagne. Les dépenses budgétaires de l'Allemagne, en particulier, ont été augmentées de 850 milliards de DM sur 10 ans, avec un pic de 137 milliards de DM en 1992 et une tendance déclinante ensuite. Les détails de ces ajouts, qui sont une version actualisée de l'analyse de la réunification allemande du FMI (Lipschitz & Mc Donald, 1990), sont dans Hughes Hallett & Ma (1994b). Le seul changement consiste à incorporer le resserrement de politique monétaire en décembre 1991. Ces ajouts apparaissent dans chacune des simulations qui suivent.

La réunification allemande a clairement rendu les choses plus difficiles pour les pays du SME. La France, l'Italie et le Royaume-Uni, par exemple, souffrent

jusqu'en 1995 de niveaux de revenu inférieurs de 1 à 2 % à ceux qui auraient prévalu autrement. C'est le résultat d'augmentations temporaires de taux d'intérêt (plus 1 ou 2 %) et de l'appréciation des monnaies du SME (qui ont aussi augmenté de 1 à 2 %). Ces deux effets font plus que compenser toute stimulation par le biais des échanges. Celle-ci a bien lieu, puisque les balances courantes de la France, de l'Italie et du Royaume-Uni deviennent toutes positives, mais elle est tout simplement dépassée par la contraction monétaire. En France, en Italie et au Royaume-Uni, l'élévation des taux d'intérêt au sein du SME, conjuguée à la diminution des taux d'inflation, fait progresser les taux d'intérêt réels de 1,3 % en moyenne (et de 3 % dans la période cruciale de 1992-1994). Ceci, conjugué à une croissance plus faible, provoque jusqu'en 1994 une chute de l'investissement de 0,75 % du PIB, dans tous les pays, sauf en Allemagne. Par contraste, les taux d'intérêt réels n'augmentent en moyenne que de 1 % en Allemagne. D'autre part, la compétitivité allemande diminue de 15 % dans les 10 années qui suivent la réunification, alors que l'appréciation des monnaies au sein du SME conjuguée à la faiblesse de l'inflation ne provoque aucune perte de compétitivité dans les autres pays de la Communauté européenne. Le résultat de cette évolution est l'apparition d'un déficit de la balance courante en Allemagne, de quelque 2 % du PIB, qui persiste jusqu'à la fin du siècle. Le reste des pays de la Communauté européenne connaît une modeste amélioration de la balance courante – d'environ 0,33 % du PIB pour le Royaume-Uni qui est la bienvenue mais ne suffit pas à relancer la croissance. Par conséquent les coûts que doivent subir les partenaires de la Communauté européenne s'expliquent par les conditions monétaires strictes et inappropriées qui se transmettent par le biais du SME. Au contraire de l'Allemagne, ils ne bénéficient d'aucune augmentation nette de leur demande totale. Les Etats-Unis et le Japon, à l'inverse, n'ont pas cette difficulté, puisqu'un faible réalignement de leurs monnaies est suffisant pour supprimer toute pression récessionniste, sans tension supplémentaire sur les taux d'intérêt ou sur les prix. Ceci leur permet donc une croissance satisfaisante sur toute la période (TABLEAU 3).

L'inflation n'est pas, cependant, un problème pour les pays du SME. La récession, puis le ralentissement lié à la politique économique allemande, réduisent le taux d'inflation au Royaume-Uni et ailleurs de 1 à 1,5 point jusqu'à la fin des années quatre-vingt-dix, alors que le taux d'inflation en Allemagne augmente faiblement, d'environ 0,5 %. Ce dernier chiffre est naturellement le résultat du resserrement monétaire provoqué par la Bundesbank. Les taux de change du SME augmentent par conséquent tous de 1,5 à 2,5 % en termes effectifs dans la première moitié des années quatre-vingt-dix, et l'appréciation de la livre n'est pas plus faible que celle des autres monnaies.

L'hypothèse d'une réévaluation du mark

Le TABLEAU 4 décrit les conséquences d'une réévaluation de 5 % de la parité du mark dans le SME à partir de 1992. Le Royaume-Uni en profite clairement dans la mesure où les pertes de production sont réduites des deux tiers, et passent de 2 % à 0,7 %, jusqu'au milieu des années quatre-vingt-dix. Mais l'effet s'est épuisé à la fin de la décennie. La même évolution a lieu en Italie et en France. L'effet sur la production allemande est seulement faible, mais l'impact sur

TABLEAU 3

Le problème de la réunification allemande												
En %												
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
ALLEMAGNE												
PNB	1,0	3,2	0,6	-0,3	0,0	0,5	1,1	1,5	1,7	1,7	1,7	1,0
PIB	1,0	3,7	1,4	0,6	1,0	1,6	2,2	2,7	3,0	3,1	3,2	3,0
Inflation	0,0	0,0	0,2	0,4	0,6	0,7	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3	0,0
Taux d'intérêt à court terme	0,0	1,2	1,9	2,0	1,7	1,1	0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,2	0,1
Taux d'intérêt à long terme	1,5	1,7	1,5	1,1	0,6	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,3	0,5	0,0
Taux change effectif nominal	1,3	2,1	2,2	1,6	0,8	0,2	-0,2	-0,4	-0,3	0,0	0,4	0,0
Balance courante/PIB	-1,4	-3,4	-2,6	-2,3	-2,3	-2,3	-2,4	-2,6	-2,8	-3,0	-3,2	-3,3
Déficit public/PIB	2,2	5,6	3,6	2,4	1,9	1,5	1,2	1,1	1,1	1,2	1,3	1,5
Investissement/PIB	0,1	0,0	0,0	0,2	0,4	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
ROYAUME-UNI												
PIB	-1,3	-1,8	-2,3	-2,3	-1,8	-1,3	-0,7	-0,4	-0,4	-0,7	-0,9	-1,0
Inflation	-0,2	-0,5	-0,9	-1,2	-1,4	-1,4	-1,2	-1,0	-0,8	-0,5	-0,5	-0,5
Taux d'intérêt à court terme	0,2	1,1	1,6	1,6	1,5	1,1	0,5	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2
Taux change effectif nominal	1,0	1,5	1,7	1,6	1,3	0,8	0,4	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3
Balance courante/PIB	0,4	0,5	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Déficit public/PIB	0,3	0,3	0,3	0,2	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,6	-0,8	-0,9	-0,7
Investissement/PIB	-0,8	-0,8	-0,7	-0,5	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4
FRANCE												
PIB	-1,1	-1,6	-2,3	-2,3	-1,9	-1,4	-0,9	-0,5	-0,4	-0,5	-0,7	-1,0
Inflation	-0,1	-0,4	-0,8	-1,2	-1,5	-1,6	-1,5	-1,3	-0,9	-0,6	-0,3	-0,2
Taux d'intérêt à court terme	0,2	1,1	1,6	1,6	1,5	1,1	0,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
Taux change effectif nominal	1,0	1,5	1,7	1,5	1,1	0,7	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,4
Balance courante/PIB	0,4	0,6	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6
Déficit public/PIB	0,2	0,2	0,3	0,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4
Investissement/PIB	-0,8	-0,9	-0,8	-0,6	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5
ITALIE												
PIB	-1,1	-1,5	-2,3	-2,4	-2,1	-1,5	-0,8	-0,2	0,1	0,1	-0,2	-0,5
Inflation	-0,1	-0,4	-0,8	-1,2	-1,6	-1,7	-1,6	-1,4	-0,9	-0,5	-0,1	0,1
Taux d'intérêt à court terme	0,2	1,1	1,6	1,6	1,5	1,1	0,5	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
Taux change effectif nominal	1,0	1,4	1,6	1,4	1,1	0,6	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,3
Balance courante/PIB	0,3	0,6	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Déficit public/PIB	0,2	0,1	0,4	0,3	-0,2	-0,6	-0,8	-0,9	-0,7	-0,4	-0,1	0,1
Investissement/PIB	-0,7	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,4

Scénario de référence, PNB, PIB, PNB réel et PIB réel (déviation en % par rapport au compte central); inflation, taux annuel d'inflation (différence par rapport au compte central); taux d'intérêt (S-R), taux d'intérêt nominal à court terme (différence par rapport au compte central); taux de change effectif réel, taux de change effectif nominal pondéré par les MERM, FMI, (déviation en % par rapport au compte central); balance courante/PIB, solde courant en % du PIB (différence par rapport au compte central); déficit public, déficits des administrations publiques en % du PIB (différence par rapport au compte central); investissement/PIB, investissement brut en % du PIB (différence par rapport au compte central).

l'inflation allemande l'est également. Les taux d'intérêt britanniques doivent donc augmenter dans une certaine mesure pour réduire l'inflation, alors que les taux allemands peuvent baisser. Par conséquent, l'investissement britannique s'améliore rapidement mais faiblit à nouveau, alors que l'investissement allemand s'améliore plus tard. Le taux de change suit le cheminement inverse : le taux de change effectif du mark commence par augmenter puis se réduit alors que les autres taux de change convergent vers lui, et le taux de change effectif de la livre augmente plus lentement. Mais au sein du SME il y a peu de changement après la réévaluation allemande, car le mark se place dans la partie basse de sa nouvelle bande de fluctuation, la livre étant en revanche dans la région haute de sa bande.

TABLEAU 4

L'hypothèse d'une réévaluation du mark de 5 % : les conséquences pour le Royaume-Uni												
	En %											
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
PNB	-0,1	0,0	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,9	-1,2
PIB	-0,1	0,0	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,8	-1,1	-1,4
Inflation	0,0	-0,1	-0,3	-0,6	-0,9	-1,0	-1,0	-0,9	-0,8	-0,6	-0,6	-0,7
Taux d'intérêt à court terme	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,1	0,6	0,6	0,4	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Taux d'intérêt à long terme	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3
Taux change effectif nominal	0,5	0,4	0,6	1,1	1,7	2,2	2,4	2,4	2,4	2,4	2,5	2,6
Balance courante/PIB	0,1	0,2	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Déficit public/PIB	0,0	-0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Investissement/PIB	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5

Ainsi, cette option de politique économique réussit seulement modérément. Elle conduit à une certaine reprise au Royaume-Uni, mais qui n'est ni forte ni très durable. Elle réduit également la tension pesant sur les autres pays du SME. Mais, en termes de stabilité des prix, elle réussit moins bien. Et la reprise est trop faible et trop peu durable pour sortir le pays de la récession.

L'hypothèse de la dévaluation de la livre au sein du SME

En dernier scénario, le TABLEAU 5 présente les résultats d'une dévaluation de 5 % de la parité de la livre au sein du SME (mais non de la livre elle-même, qui peut toujours fluctuer et s'éloigner de 2 % de son cours-pivot) à la fin de 1991. Si aucune autre parité n'est modifiée, la bande de fluctuation de la livre, qui était comprise entre 3,13 et 2,78 mark/livre autour d'un cours-pivot de 2,95 DM, devrait s'établir entre 2,97 et 2,64 DM, autour du cours-pivot de 2,80 mark/livre.

La dévaluation est rapidement efficace, et en termes de reprise économique, elle est de loin la meilleure solution. En 1992, la production ne diminue que de 0,5 % du fait de la politique économique allemande (c'est-à-dire par comparaison avec le scénario sans réunification), ce qui reste supérieur de 0,4 % à la tendance post-1991, et ce taux s'accélère ensuite jusqu'à ce que la récession ait totalement

TABLEAU 5

L'hypothèse d'une dévaluation de la livre de 5 % au sein du SME :
les conséquences pour le Royaume-Uni
En %

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
PNB	-0,5	-0,5	-0,6	-0,3	0,0	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,2	-0,3	-0,4
PIB	-0,6	-0,5	-0,5	-0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,3
Inflation	0,0	-0,1	-0,4	-0,8	-1,1	-1,0	-0,8	-0,4	-0,1	0,1	0,2	0,1
Taux d'intérêt à court terme	0,2	1,1	-0,2	0,0	0,1	0,4	0,5	0,4	0,0	-0,1	-0,1	-0,2
Taux d'intérêt à long terme	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,2
Taux change effectif nominal	-0,9	-2,1	-3,2	-2,3	-1,0	0,3	0,6	0,4	0,0	-0,4	-0,7	-0,9
Balance courante/PIB	-0,4	-0,5	-0,9	-0,6	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	-0,1	-0,1	-0,2
Déficit public/PIB	0,2	0,3	0,4	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Investissement/PIB	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1

disparu en 1994. A ce moment, l'économie britannique croît effectivement de 0,5 % plus rapidement que cela n'aurait été le cas s'il n'y avait pas eu de réunification, les niveaux de production étant supérieurs de 1 à 2 % à ceux que proposaient les deux scénarios précédents. Cette croissance supplémentaire s'affaiblit dans la seconde moitié des années quatre-vingt-dix, mais la production reste supérieure à celle des scénarios précédents. L'investissement est lui aussi considérablement plus élevé (de 0,5 % du PIB) en 1992-93, avant de reculer à partir de 1994.

La question essentielle est alors de savoir si cette dévaluation produit de l'inflation. Elle le fait dans une certaine mesure. A partir de 1992, le taux d'intérêt est de 0,25 à 0,5 % supérieur à la solution de référence, qui est elle-même inférieure de 0,5 % à un scénario sans réunification. Cela établit le taux d'inflation britannique au niveau du taux d'inflation allemand. Il y a donc bien une augmentation de l'inflation, ainsi que le prédisent les sceptiques, mais elle est très faible, et ne suffit pas à créer de problème de taux d'intérêt ou de différentiel de taux d'inflation. Il n'y a donc aucune raison d'anticiper une nouvelle dévaluation. De fait, le taux de change effectif plonge subitement avec la dévaluation, mais remonte ensuite de telle sorte qu'il passe la plus grande partie des années quatre-vingt-dix au niveau qui aurait été le sien en l'absence de dévaluation. Rien ne peut donc pousser les taux d'intérêt à la hausse. C'est la première observation. La seconde est que, malgré la dévaluation de la livre, l'ensemble des monnaies du SME s'apprécie par rapport aux autres devises⁸. Le taux de change effectif de la livre varie donc très peu, et il n'y a pas de raison d'anticiper davantage d'inflation, puisque les taux de change réels et l'indice des prix à la consommation n'évoluent pas. Les taux d'intérêt n'ont donc pas besoin de progresser après 1992, et c'est ce qui rend cette solution praticable. La compétitivité augmente cependant pour les exportations et dans les autres secteurs sensibles aux prix. C'est la combinaison de ces deux faits qui produit l'arbitrage favorable entre inflation et

8. Cela explique bien sûr pourquoi le taux de change effectif de la livre augmente brièvement en 1996-1997 : bien que la livre se déprécie par rapport au DM, le dollar et le yen se sont dépréciés davantage.

production observé dans le TABLEAU 5. Troisième observation : la stimulation de la croissance provoque des augmentations de productivité qui apparaissent avant que les prix d'importation ne s'élèvent et n'influencent les prix internes. Mais la capacité de production étant excédentaire, il n'y a pas de pression tendant à répercuter les augmentations de prix à l'importation sur le niveau général des prix, au delà du taux de croissance des salaires choisi pour absorber les augmentations de productivité. Ceci correspond à l'expérience antérieure du Royaume-Uni, quand la livre s'est dépréciée d'environ 20 %, entre 1981 et 1986, sans provoquer d'inflation : en effet, l'inflation avait diminué au cours de cette période.

Ces résultats issus de l'analyse *ex ante* de la dévaluation sont globalement cohérents avec notre analyse *ex post*. Cela nous permet de souligner deux points essentiels. D'abord, les avantages de la dévaluation pour le Royaume-Uni ne sont pas spécifiques à un modèle. Ensuite, ces avantages étaient tout aussi évidents avant septembre 1992 qu'ils le sont rétrospectivement.

La politique économique depuis la sortie du SME

La sortie du SME a laissé un vide au cœur de la politique macro-économique du gouvernement britannique. Depuis, les évolutions économiques ont cependant été bienveillantes envers les responsables politiques, l'inflation restant faible et la production augmentant fortement, exactement comme le prédisaient nos simulations. Le cadre de politique économique qui a émergé pour remplacer l'appartenance au SME peut être décrit comme une gestion traditionnelle de la demande, mettant l'accent sur le contrôle de l'inflation par la politique monétaire. Peu après la sortie du SME, un objectif d'inflation de l'ordre de 1 à 4 % a été annoncé : le gouvernement a d'ailleurs augmenté les taux d'intérêt, craignant que cet objectif ne soit dépassé dans le futur. Cependant, l'impact de ces objectifs est limité en raison de l'absence de crédibilité britannique dans la lutte contre l'inflation, jointe à des anticipations croissantes de changement de gouvernement aux prochaines élections générales, gouvernement qui pourrait alors être plus accommodant en matière de hausse des prix. Bien que l'intention annoncée soit de maintenir l'inflation dans la moitié basse de la fourchette au cours des deux prochaines années, les anticipations révélées par l'analyse du marché des titres sont significativement plus élevées.

On pourrait alors se demander si les bonnes performances que la sortie du SME ont permises sont soutenables. En un sens, la question n'est pas pertinente, car si l'on réalise des gains à court terme, et que la situation à long terme retourne au point de départ, alors il y a eu un gain net. Cependant, on pourrait s'inquiéter du fait que la perte de crédibilité qui s'y associe pourrait avoir fait de la livre sterling l'une des monnaies les plus faibles de l'Union européenne. En réalité, les performances économiques suggèrent le contraire. Au moment où nous écrivons cet article, le Royaume-Uni a un taux de croissance de 4 % par an, à comparer avec 2,5 % en Allemagne et 1,5 % en France. L'inflation, de 3 %, est à peu près la même qu'en Allemagne. Le déficit consolidé s'établit autour de 6 % du PIB comme en Allemagne, mais sa tendance est à la baisse, contrairement à ce qu'on

observe en Allemagne et en France⁹. Les taux d'intérêt ne sont pas plus élevés qu'ailleurs, mais le ratio de la dette a désormais atteint un niveau inférieur à celui de l'Allemagne ou de la France. Le chômage est également similaire à celui de l'Allemagne, mais significativement plus faible qu'en France ; et, à nouveau, au contraire de l'Allemagne et de la France, il diminue sur une base annuelle¹⁰.

S'il y a un point faible, c'est la livre. Elle se trouve 9 % en-dessous du cours atteint contre le mark après la dévaluation (2,45 DM/£). Mais cette dépréciation n'est pas très éloignée de celle du franc, qui a perdu 4 % par rapport à son cours-pivot de 3,35 F/DM, à l'intérieur des marges de 15 %. Enfin, les taux d'intérêt à long terme, qui reflètent les anticipations faites sur les performances futures, ne sont supérieurs que de 1,5 % à ceux de l'Allemagne et de 0,8 % à ceux de la France (chiffres de juillet 1995). Cela montre qu'un certain ralentissement est anticipé, mais que s'il a lieu, il ne fera que rapprocher le Royaume-Uni du niveau atteint par les membres appartenant au noyau qui satisfait aux critères de Maastricht.

Un changement important s'est produit pour la Banque d'Angleterre dans la conduite de la politique monétaire. Avant la sortie du SME, le rôle de la Banque était simplement de conseiller le Chancelier de l'Echiquier (ces conseils restant secrets), le pouvoir en matière de politique monétaire appartenant au Chancelier et au Trésor. Cependant, la sortie du SME a introduit une nouveauté : la publication des compte rendus des discussions qui ont lieu entre le Gouverneur et le Chancelier au sujet des taux d'intérêt. Ceci a, dans les faits, donné à la Banque une influence publique sur la politique monétaire ; dans une certaine mesure, les évolutions récentes peuvent être considérées comme une façon d'éviter les pressions tendant à rendre la Banque indépendante du contrôle politique. Malgré tout, l'influence de la Banque sur la politique monétaire est bien plus forte qu'elle ne l'était avant que le Royaume-Uni n'entre dans le SME.

La question essentielle de politique macro-économique actuellement discutée en Grande-Bretagne est de savoir quand freiner l'expansion commencée il y a trois ans. Alors que l'inflation continuait de diminuer ou restait stable en 1993 et 1994, elle présente aujourd'hui des signes de reprise, bien qu'elle parte d'un niveau très faible. L'un d'entre nous a soutenu, dans une autre intervention, que cela ne devait pas être une préoccupation immédiate, puisque l'évolution dynamique de l'inflation après un choc déflationniste peut tout à fait impliquer une certaine surréaction, en particulier si les agents sont *forward looking* (Driver

9. La différence entre le déficit public allemand consolidé et le déficit de l'administration centrale tient au fait que le premier inclut les déficits des Länder, des organismes parafiscaux, y compris le *Treuhandsanstalt*, alors que le dernier ne couvre que le déficit du gouvernement fédéral (environ 40 % des dépenses totales). Ainsi si le déficit du compte du gouvernement fédéral est maintenant à moins de 3 % du PIB et s'oriente à la baisse, le déficit public total est de 6 % du PIB et continue à augmenter. Les critères de Maastricht peuvent s'appliquer seulement au déficit fédéral. Mais les marchés financiers sont concernés par la soutenabilité de la dépense publique totale et son impact sur le financement de la dette. Cette distinction est cruciale. En effet l'Allemagne est le seul pays de l'OCDE, avec l'Italie, qui subit une prime de risque de défaut sur la dette publique, d'au moins 0,12 point mesurée par la différence des rendements entre les titres publics à long terme du gouvernement et ceux des sociétés privées de même échéance et dans la même devise (*The Economist*, 11 juillet 1995).

10. Les derniers chiffres sur le chômage français et allemand sont ambigus. Le chômage ouest-allemand est stable au même niveau que le chômage britannique. Ainsi le chômage total en Allemagne augmentera ou diminuera à un niveau de 2-3 %, plus élevé que celui du Royaume-Uni selon que l'on comptabilise ou non la partie est-allemande. Cependant, les chiffres officiels pour toute l'Allemagne ne sont pas disponibles. Les données françaises de chômage ont été révisées et ne sont plus strictement comparables avec les séries précédentes. Selon les meilleures informations, le chômage français est encore plus élevé qu'il ne l'était il y a un an, bien qu'il ait diminué dans les mois récents.

& al., 1995). En outre, certains signes indiquent que la reprise pourrait se ralentir de toutes façons. Ce n'est pas surprenant, compte tenu des simulations présentées plus haut, puisque la stimulation donnée par la dévaluation est de courte durée.

La perspective des conséquences des prochaines élections est plus inquiétante. A la suite de la très importante contraction budgétaire des trois dernières années, l'emprunt public diminue actuellement très rapidement, et il semble y avoir une marge, *dans une perspective de finances publiques*, pour des baisses d'impôts. Ces baisses pourraient être la seule chance de réélection du gouvernement. Une relance budgétaire substantielle dans les deux prochaines années semble donc très probable. En outre, si un *Labour Government* est élu à la suite de ces élections, il est probable qu'il devra faire face à des pressions inflationnistes de la part de certains syndicats.

Les dangers d'une gestion discrétionnaire de la demande dans ces circonstances sont bien connus. Une façon de limiter ces dangers serait de rejoindre un SME ressuscité, mais cela n'est pas à l'ordre du jour politique au Royaume-Uni. Le gouvernement actuel résistera probablement à toute nouvelle évolution en direction d'une augmentation de l'indépendance de la Banque d'Angleterre, en partie car cela pourrait conduire à des augmentations de taux d'intérêt fort embarrassantes politiquement à l'approche d'une élection. Un nouveau *Labour Government* pourrait être plus favorable à un retour au sein du SME, ce qui serait pour lui un moyen de se procurer la crédibilité budgétaire et monétaire qu'il ne peut obtenir seul.

Pour ces raisons, des "règles simples" de politique monétaire récemment exposées ont suscité un très fort intérêt (Westaway, 1995 ; Driver & al., 1994). Ces règles ne sont pas fondées sur les agrégats monétaires, en partie car les innovations financières en font des indicateurs de politique macro-économique très peu fiables. Au contraire, elles relient directement les variations de taux d'intérêt aux évolutions des objectifs de politique économique que sont l'inflation et la production. De telles règles sont évidemment moins flexibles que la politique discrétionnaire, mais elles pourraient utilement aider les gouvernements à établir rapidement une crédibilité dans leur lutte contre l'inflation. En particulier, un nouveau *Labour Government* pourrait, grâce à ces règles, être capable d'éviter une crise de la livre immédiatement après son arrivée au pouvoir (Driver & al., 1994b). Cependant, aucun des grands partis politiques ne semble prêt à abandonner la moindre part de son pouvoir discrétionnaire pour adopter une telle règle.

C onclusion

La sortie britannique du SME a coïncidé avec une reprise économique faisant suite à une profonde récession. Notre analyse suggère que cela n'était pas une coïncidence. Si le Royaume-Uni était resté au sein du SME, la récession aurait été bien plus sévère. Les analyses engagées avant septembre 1992 suggéraient qu'une dévaluation pouvait être une arme puissante pour stimuler l'économie, et les résultats présentés ici, qui utilisent un modèle macro-économique différent, confirment cette conclusion. La sortie du SME a cependant laissé

une sorte de vide dans la politique macro-économique. Le gouvernement est revenu à une gestion discrétionnaire de la demande, accordant une certaine indépendance à la banque centrale, mais sa crédibilité dans la lutte contre l'inflation reste encore à prouver.

Compte tenu de ces résultats, il n'est pas surprenant que la perspective de rejoindre un SME affaibli par les événements de 1993 ne soulève aucun enthousiasme – du moins tant que des différences importantes persisteront, entre les pays, en termes de structures et de performances. C'est la même opinion qui domine l'attitude britannique face à l'union monétaire – tant que ces différences structurelles persistent, elle n'est susceptible de produire que peu de gains, mais présente des risques significatifs pour l'économie réelle britannique. Les crises des changes de 1992, 1993 et aujourd'hui de 1995, sont prises pour preuves. D'où l'importance attachée à présent à l'introduction d'un critère de convergence réelle (aussi bien que nominal) comme pré-condition essentielle avant la mise en place de l'union monétaire. De tels critères réels sont explicitement discutés dans les débats en cours au Royaume-Uni, bien qu'ils n'apparaissent pas encore dans la politique officielle. Un certain nombre de suggestions sont cependant apparues dans les discours du Chancelier Clarke. Elles émanent de la communauté financière, des entreprises (Davies & Brookes, 1994) ainsi que de la littérature académique sur les coûts de la divergence réelle ¹¹.

La vie hors du SME a donc conforté l'opinion britannique selon laquelle il faut consacrer davantage d'attention à l'économie réelle si l'on veut que l'union monétaire ait la moindre chance de réussite.

A. J. H. H. et S. W.-L.

RÉFÉRENCES

- Bryant R., D. Henderson, G. Holtham, P. Hooper & S. Symanski (eds) (1988), *Empirical Macroeconomics for Interdependent Economies*, Brookings Institution, Washington, DC.
- Davies G. & M. Brookes (1994), *EMU – Dinosaur or Phoenix ?*, Goldman Sachs & Co., Londres, 22 juillet, pp. S.01-S.22.
- Demertzi, M. & A. J. Hughes Hallett (1995), *Inflation and the Distribution of Unemployment Across Europe*, Royal Economic Society, mars.
- Driver R. & S. Wren-Lewis (1994), "Rules of Engagement", *New Economy*, n° 2.
- Driver R., J. Ireland, C. Leith, & S. Wren-Lewis (1995), "Why Stop the Recovery ?", *New Economy*, n° 5.
- Gardner E. & W. Peraudin (1993), "Asymmetry in the ERM", *IMF Staff Papers*, 40, pp. 427-50.
- Hughes Hallett A. J. & D. Vines (1993), *On the Possible Costs of a Monetary Union*, Manchester School, 61, pp. 35-64.
- Hughes Hallett A. J. & Y. Ma (1994a), "Are Currency Devaluations Necessarily Bad ? New Keynesian Arguments for Intervention Rather than Monetarist Orthodoxy", *International Journal of Systems Science*, 25, pp. 893-908.
- Hughes Hallett, A. J. & Y. Ma (1994b), "East Germany, West Germany and their Mezzogiorno Problem : an Empirical Investigation", Discussion Paper 623, Centre for Economic Policy Research, Londres ; in the *Economic Journal* (mars, 1993).
- Lipschitz L. & D. McDonald (eds) (1990), "German Unification : Economic Issues", *Occasional Paper 75*, FMI, Washington, DC.

- Masson P., S. Symanski, R. Haas & M. Dooley (1988), *MULTIMOD – a Multiregional Econometric Model*, Staff Studies for the World Economic Outlook, FMI, Washington, DC.
- Masson P., P. Symanski & G. Meredith (1990), "MULTIMOD : Mark II", *Occasional Paper 70*, FMI, Washington, DC.
- Melitz J. (1994), "French Monetary Policy and Recent Speculative Attacks on the Franc", in Cobham, ed, *European Monetary Upheavals*, Manchester University Press.
- Mundell R. A. (1962), "The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability", *IMF Staff Papers*, 9, pp. 70-77, FMI, Washington, DC.
- Westaway P. (1995), "The Role of Macroeconomic Models in the Policy Design Process", *National Institute Economic Review*, février, pp. 53-64.
- Williamson J. (1991), "FEERs and the ERM", *National Institute Economic Review*, 137, pp. 45-50.
- Wren-Lewis S., P. Westaway, S. Soteri & R. Barrell (1991), *Evaluating the UK's Choice of Entry Rate into the ERM*, Manchester School, 59 (Supplement), pp. 1-22.
- Wren-Lewis S. & al. (1994), *The Macroeconomic Effects of Fiscal Policy : Linking an Econometric Model with Theory*, Mimeo.