

FORUM DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE
“L’ÉCONOMIE BRITANNIQUE ET L’EURO”

COMMENTAIRES

Ray Barrell¹

■ LE CHOIX D’UN RÉGIME

Pour le Royaume-Uni, adhérer à l’UEM implique de changer de cadre d’action politique. Nous examinerons ici les cadres actuellement en place et les nouveaux, et ce en quoi ils diffèrent. Si nous parvenons à déterminer lequel serait le plus “productif”, nous devons trancher la question de l’adhésion, qui requiert à la fois une appréciation politique et une analyse économique. La décision s’appuiera sur les cinq tests du Chancelier de l’Échiquier et nous réfléchirons ici à la manière d’y répondre².

■ QU’ATTENDRE D’UNE ADHÉSION OU, AU CONTRAIRE, D’UNE NON-ADHÉSION À L’UEM ?

Les politiques macroéconomiques britanniques ont été récemment repensées dans une perspective à plus long terme. La Banque d’Angleterre est indépendante et des objectifs d’inflation à moyen terme ont été fixés. Si ce cadre s’avère efficace, et c’est le cas jusqu’ici, nous pouvons tabler sur une inflation moyenne de 2,5 % à moyen terme et des taux d’intérêt nominaux de 5,5 à 6,0 %, sachant que les taux réels ne dépendent pas de la banque centrale. Compte tenu de l’écart entre les nombres-indices visés respectivement par la Banque d’Angleterre et par la BCE, sur une base harmonisée, l’inflation serait de 2 % ou peut-être légèrement inférieure³.

L’Union monétaire conçue par l’Union européenne est dotée d’une banque centrale indépendante qui, aux termes du Traité, est chargée de maintenir la stabilité des prix à moyen terme. Selon l’interprétation de la BCE, cela signifie contenir l’inflation entre 0,0 et 2,0 %, mais le taux est sorti de cette bande depuis déjà quelque temps. La perspective étant toutefois le moyen terme, les marchés semblent disposés à croire que la BCE remplira sa mission. En moyenne, l’inflation devrait donc s’échelonner entre 1,0 et 1,5 % dans les pays les plus pros-

1. Ray BARRELL, Senior Research Fellow, National Institute of Economic and Social Research, Londres (rbarrell@niesr.ac.uk).

2. Nombre des thèmes abordés dans le présent article sont traités dans Barrell, 2002.

3. Les écarts d’indices sont étudiés dans O’Donoghue et Wilkie, 1998.

pères et 2 % ou plus ailleurs. L'écart entre les deux groupes dépend de l'effet des prix relatifs (effet Balassa-Samuelson) durant la période de convergence des productivités et la BCE ne devrait pas s'en inquiéter. Nous pourrions donc dire que la BCE visera à la stabilité des prix dans les principaux pays européens (ce que la BCE ne dirait pas). Si l'objectif est atteint, les taux d'intérêt pourraient être de 4,5 à 5,5 %.

La politique budgétaire britannique s'inscrit dans une perspective à moyen terme, avec pour objectif que les dépenses courantes soient inférieures ou égales aux recettes fiscales. Les emprunts doivent être réservés au financement d'investissements et la Règle d'or doit être respectée. À moyen terme, le déficit public devrait représenter en moyenne de 1,0 à 1,5 % du PIB et la dette s'établir à 20-30 % du PIB. L'Union européenne a également défini une stratégie de moyen terme. Elle est fondée sur le Pacte de stabilité et de croissance destiné à limiter les emprunts de l'État à 3 % du PIB. À moyen terme, les budgets devraient être équilibrés ou excédentaires et le recours à l'emprunt pour financer l'investissement n'est pas encouragé. Même si ces deux cadres diffèrent très légèrement quant à leurs objectifs, ils sont fondamentalement identiques et leurs dissemblances ne sauraient constituer un obstacle à l'adhésion.

Dans son cadre actuel, le Royaume-Uni peut réagir aux chocs de manière autonome et faire ses propres choix politiques. Il est clair que, pour certains chocs, il serait préférable de rester en dehors de l'UEM mais, pour d'autres, ce serait le contraire. Dans le cadre de l'UEM, la BCE fixera pour objectifs des agrégats à l'échelle de toute la zone et les réponses monétaires aux chocs seront communes, même si les réponses budgétaires seront indépendantes. L'accent est mis sur les politiques destinées à flexibiliser les marchés du travail et des produits, car elles sont les seuls instruments significatifs encore à la disposition des États. Pour de nombreux pays comme l'Allemagne, les Pays-Bas, l'Autriche et la France, ce cadre reproduit le schéma des quinze dernières années.

■ L'ADHÉSION DU ROYAUME-UNI À L'UEM ET LES "CINQ TESTS"

Si le Royaume-Uni entrait dans l'UEM, la configuration de la politique monétaire changerait. Les taux d'intérêt britanniques seraient fixés en liaison avec un agrégat européen, devenant plus stables que par le passé. L'objectif d'inflation serait établi non par les politiques mais par la BCE, une instance véritablement indépendante dont le mandat ne peut être modifié que par une révision du Traité (alors que le Chancelier de l'Échiquier peut modifier à loisir le taux-objectif de la Banque d'Angleterre). Un nouveau régime budgétaire verrait également le jour, bien qu'on ne sache pas encore lequel. Des pressions sont exercées pour que l'UEM adopte la Règle d'or et que les États puissent davantage emprunter pour financer leurs investissements. Autre éventualité, il faudrait que la politique budgétaire britannique devienne plus stricte, ce qui contribuerait à la baisse des taux d'intérêt et de change.

Le Chancelier de l'Échiquier a défini cinq critères auxquels l'adhésion du Royaume-Uni est subordonnée (HM Treasury, 1997). Ils ne sont pas parfaitement clairs et plusieurs interpréta-

tions sont possibles. Ils imposent que l'économie britannique soit relativement stable avant son adhésion et le reste ensuite, ce qui exclut de rejoindre l'UEM avec un taux de change significativement surévalué. Globalement, ces critères visent à déterminer si l'adhésion augmenterait le bien-être et la production au Royaume-Uni. Ces cinq tests sont souvent libellés ainsi :

- les cycles et les structures économiques sont-ils assez compatibles pour que nous, Britanniques, et les autres, puissions vivre confortablement avec les taux d'intérêt de l'euro, et ce, en permanence ?
- Si des problèmes surviennent, le cadre est-il suffisamment souple pour qu'ils soient résolus ?
- L'adhésion à l'UEM créera-t-elle un environnement plus favorable à l'investissement à long terme des entreprises en Grande-Bretagne ?
- Quel impact aura l'entrée dans l'UEM sur la compétitivité de notre secteur des services financiers, en particulier sur les marchés de gros de la City ?
- Pour résumer, l'adhésion à l'UEM favorisera-t-elle une croissance plus forte, la stabilité et une progression durable de l'emploi ?

Divers facteurs sont à prendre en compte pour procéder au choix d'un régime et ce choix doit s'inscrire dans une perspective historique. Au Royaume-Uni, le capital par habitant, et, par conséquent, la productivité, sont inférieurs à ceux de la France ou de l'Allemagne (O'Mahony, 2002). Il est possible que ces deux derniers pays aient bénéficié d'un cadre macroéconomique plus stable au cours des trente dernières années, ce qui a pu contribuer à augmenter le capital et la production d'équilibre. Les principaux facteurs pouvant influencer les investisseurs sont la stabilité du taux de change réel, la volatilité du coût du capital et le niveau des prix à la production. La stabilité des prix à moyen terme favorise la passation de marchés à plus long terme, or la Bundesbank s'est davantage préoccupée de cette stabilité que les autorités britanniques, en tout cas jusqu'en 1992. Il importe donc d'évaluer l'instabilité de la production, de l'inflation et des prix dans les différents régimes.

Une ou deux analyses de scénarios ne suffisent pas pour choisir tel ou tel régime. Il faut étudier tous les chocs imaginables et donc recourir à des simulations stochastiques. Les modèles utilisés doivent tenir compte des agents à l'origine des anticipations. Minford (2001) tente d'examiner les options avec le modèle de Liverpool. Dans son analyse, les chocs affectant le taux de change sont une cause importante de variabilité de l'inflation. Son cadre expérimental prévoit de soumettre l'économie britannique à une série de chocs et d'évaluer les réponses aux chocs selon qu'elle est à l'intérieur ou à l'extérieur de l'UEM. Le scénario où le Royaume-Uni n'adhère pas suppose un régime de flottement libre et une réaction politique qui contribue à atténuer les chocs par une modification des taux d'intérêt et de change. Le scénario de l'adhésion du Royaume-Uni postule que l'euro subit un choc (comparable aux chocs qui ont pu frapper les anciennes monnaies nationales au cours des vingt dernières années) mais que la BCE ne réagit pas. Minford constate alors inévitablement que le Royaume-Uni a plus à gagner en restant hors de l'UEM. Dans la réalité, cependant, la BCE réagirait aux conséquences inflationnistes des chocs affectant l'un ou la totalité des pays de

la zone euro ou la monnaie européenne elle-même, ce qui réduirait sensiblement leur impact. Minford (2001) est incapable de prendre en compte la réaction de la BCE.

Barrell et Dury (2000) utilisent le modèle néo-keynésien NiGEM, qui postule des anticipations financières *forward looking*, et inclut tous les pays de l'UEM, ainsi que les réactions des autorités budgétaires et monétaires. Ils supposent que les régimes reposant sur des objectifs pré-établis fonctionnent efficacement et que tous les acteurs des marchés financiers ont des anticipations "rationnelles" concernant l'action des responsables politiques. Les chocs de référence, issus de la période comprise entre le premier trimestre 1991 et le quatrième trimestre 1997 (après la réunification allemande et avant la réalisation complète de l'UEM), ont été transposés dans les cinq premières années de l'UEM et les écarts quadratiques moyens ont été calculés pour la production, l'inflation et le niveau des prix. Barrell et Dury ont constaté que l'adhésion à l'UEM réduirait l'inflation et l'instabilité des prix, et augmenterait la variabilité de la production au Royaume-Uni. Dans le cadre de ces expériences, la variabilité moindre de l'inflation débouche sur une stabilité accrue des taux d'intérêt et découle de l'adoption d'une stratégie à deux "piliers" et de la disparition des chocs affectant le couple euro/sterling. En cas d'adhésion du Royaume-Uni, l'instabilité de la production, de l'inflation et du niveau des prix diminuerait dans l'UEM.

Les éléments évoqués par Barrell (2002) et Pain (2002) au sujet de l'investissement et de l'incertitude suggèrent que la modification de régime macroéconomique étudiée par Barrell et Dury (2000) se traduirait par une augmentation de l'investissement et du capital au Royaume-Uni, elle-même à l'origine d'un gain de productivité de la main-d'œuvre. À condition que les coûts de transition ne soient pas excessifs, la participation à l'UEM stimulerait donc la production et les revenus et, potentiellement, l'emploi. Par conséquent, les cinq critères du Chancelier de l'Échiquier pourraient être considérés comme remplis. Il est toutefois difficile d'ignorer le problème du taux de change. Une sous-évaluation de l'euro pourrait rendre l'entrée du Royaume-Uni problématique : si l'euro devait ensuite s'apprécier, le Royaume-Uni pourrait souffrir plus que les autres États membres. Pour autant, ces problèmes à court terme n'enlèvent rien aux effets positifs d'un renforcement à long terme de la stabilité.

■ LES ZONES MONÉTAIRES OPTIMALES

Il est désormais fréquent de parler d'union monétaire en termes de zones monétaires optimales (ZMO) et plusieurs aspects de la littérature sur le sujet sont intéressants⁴. La candidature d'un pays à l'entrée dans une ZMO est considérée comme acceptable s'il subit les mêmes chocs que les autres pays membres et y apporte des réponses similaires. Les premières discussions concernant les ZMO étaient centrées sur la structure des échanges et la nature des chocs commerciaux, ainsi que sur la nature du compromis inflation-production, considéré comme un élément important sur lequel les économies peuvent s'appuyer pour absorber les chocs.

4. Les zones monétaires optimales et l'UEM sont traitées dans Artis, 2000.

Beaucoup se sont demandés si l'interdépendance commerciale de plusieurs pays créait une ZMO. Bien que ce puisse être le cas, l'hypothèse omet le fait que les chocs subis par une économie ne sont pas forcément liés aux échanges. Les chocs affectant la consommation peuvent être provoqués par des fluctuations communes de la confiance ou des prix des actifs, ce qui ne dispense pas l'autorité monétaire de la zone d'y apporter une réponse. Pour parler d'union monétaire, il convient d'abord de déterminer si les chocs sont communs (à tous les pays d'une zone) et si, en moyenne, sur un grand nombre de cas, une réponse commune (sans variabilité des taux de change) s'avère plus souhaitable que des réponses séparées.

La théorie des ZMO est apparue dans un monde où les politiques, d'inspiration keynésienne, accordent de l'importance aux chocs qui affectent la demande, et la courbe de Phillips a été interprétée comme une gamme de choix politiques possibles. Pourtant, les évolutions de la théorie économique et l'expérience suggèrent l'impossibilité d'accroître la production en augmentant l'inflation, en tout cas à long terme. S'il n'y a pas de compromis à long terme entre production et inflation, il n'y a pas lieu de débattre du long terme dans ce cadre. Cependant, comme la politique se préoccupe également du court terme, si les compromis à court terme entre la production et les prix ne sont pas les mêmes, les questions touchant aux ZMO ont leur importance. Durant la dernière décennie, le débat sur les cadres d'action possibles s'est quelque peu détourné des questions à court terme mais il ne s'agit pas de les occulter.

Le thème "commerce et UEM" suscite des interrogations intéressantes sans lien avec la littérature habituelle consacrée aux ZMO. Par exemple, l'union monétaire peut-elle stimuler les échanges commerciaux? La réponse théorique réside en partie dans l'impact que l'incertitude des taux de change a sur le désir de commercer. Rose (2000) constate que l'appartenance à une union monétaire accroît significativement les échanges; bien que ses résultats manquent de solidité, nous pouvons conclure que, globalement, la suppression des obstacles monétaires se traduit par une augmentation des échanges de biens et de services, ce qui influe normalement sur le niveau de la production. Avec une monnaie commune, il est possible que la spécialisation et la concentration accrues conduisent à une hausse de la production à l'échelle de toute la zone d'échange. Les éléments indiquant cette éventualité sont étudiés dans Pain (2002).

■ QUE PEUT-ON ESPÉRER ?

Les décideurs britanniques devront répondre à un certain nombre de questions avant de trancher pour ou contre l'adhésion à l'UEM.

1. L'UEM créera-t-elle une ZMO en Europe? Sachant que l'union monétaire améliore la coordination des cycles économiques et que les obstacles aux échanges sont levés, alors, conformément à ce que suggèrent les travaux sur les ZMO et en reprenant les termes de l'étude de Rose (2000), on peut supposer que nous dirons oui mais les effets seront longs à venir. Par conséquent, la suppression de l'obstacle monétaire aux échanges débouchera sur des gains de production. Peut-être minimes, ils constitueront néanmoins un aspect positif.

2. La non-adhésion créera-t-elle des obstacles au commerce des biens et services échappant au contrôle du Marché unique? Là encore, la réponse sera probablement affirmative car les différences de monnaie et les incertitudes liées au change paraissent effectivement gêner les échanges. Il se peut donc que les pays restant en dehors de l'UEM ne bénéficient pas de certains gains de production.
3. L'adhésion favorisera-t-elle la stabilité des prix à moyen terme? La réponse semble être oui: à moyen terme, la conduite d'une politique monétaire commune renforcera la stabilité des prix. Dans les expériences de Barrell et Dury (2000), c'est le résultat que produit l'élimination des chocs affectant les taux de change. Mais l'indépendance accrue de la BCE devrait également renforcer sa crédibilité à long terme et il lui sera donc plus facile qu'à la Banque d'Angleterre de maintenir la stabilité des prix.
4. Le renforcement de la stabilité va-t-il s'accompagner d'un accroissement de l'investissement, du capital et de la production? La réponse semble être oui et la suppression des incertitudes liées au change et au coût du capital devrait accroître l'investissement, le capital et la productivité. Une fois encore, les effets seront probablement longs à venir. Des politiques macroéconomiques en faveur de la stabilité peuvent être efficaces mais les effets ne seront pleinement ressentis que si les agents économiques modifient leur comportement.

Pouvons-nous répondre par l'affirmative aux cinq tests du Chancelier de l'Échiquier? Au vu des quatre points qui précèdent, il est très probable que les cinq critères soient remplis. Comme le souligne Barrell (2002), il existe au moins deux versions des tests et les interprétations en sont multiples. Il reste que la production, l'investissement et la productivité devraient être plus importants si le Royaume-Uni adhère à l'UEM que s'il s'y refuse, ce qui répond bien aux principales questions posées par ces tests.

■ CONCLUSIONS

L'adhésion à l'UEM est une décision politique même si l'on peut affirmer qu'elle présente des avantages économiques manifestes. Les économistes et la classe politique britanniques tendent à concevoir la politique comme une chose qui évolue au gré des circonstances. Au nom du contrôle démocratique sur la politique économique, les élus seraient en droit de modifier à leur guise les paramètres de la politique. Selon certains, l'UEM souffrirait d'un déficit de démocratie, mais le terme de "démocratie" est utilisé ici dans une acception étroite. Dans les pays dotés d'une constitution écrite, par exemple aux États-Unis, en France ou en Allemagne, certaines règles de comportement sont arrêtées de manière démocratique et inscrites dans la constitution. Elles peuvent être modifiées démocratiquement mais cela prend du temps. Les hommes politiques de ces pays ont consenti à avoir les mains liées. Ils ne sont pas toujours en mesure de réagir immédiatement aux événements ou de les exploiter pour en retirer un avantage politique à court terme.

Entrer dans l'UEM et accepter la réelle indépendance de la BCE est un grand pas politique, marquant une évolution dans la nature même de la politique britannique. Une telle décision ne peut être prise simplement pour en retirer un avantage politique à court terme ou profiter des avantages économiques associés à l'adhésion. Les objectifs fixés par une banque centrale indépendante constituent une décision politique et, dans le cadre de l'UEM, sont définis par voie de traité. Au Royaume-Uni, la décision revient au Chancelier de l'Échiquier. Le traité peut être modifié démocratiquement mais il s'agit d'une voie extrêmement difficile, qui peut sembler rédhibitoire aux responsables politiques britanniques. Finalement, il est possible que le principal obstacle à l'adhésion du Royaume-Uni soit un problème de "style" politique.

RÉFÉRENCES

- Artis, M., 2000. Should the UK join EMU?, *National Institute Economic Review* 172, janvier, 70-81.
- Barrell, R., Dury, K., 2000. Choosing the Regime: Macroeconomic effects of UK entry into EMU, *Journal of Common Market Studies* 30 (4), 625-644.
- Barrell, R., 2002. The UK and EMU: Choosing the Regime, *National Institute Economic Review* 180, avril, 54-71.
- HM Treasury, 1997. UK membership of the Single Currency: An Assessment of the Five Economic Tests, octobre (http://www.hm-Treasury.gov.uk/documents/the_euro/euro_index_index.cfm).
- Minford, P., 2001. Tests 1 and 2: flexibility and the costs in economic variability, dans Bush, J. (Ed.), *The economic case against the euro, New Europe for the no campaign*, 67-78 (www.no-euro.com).
- O'Donoghue, J., Wilkie, C., 1998. Harmonised index of consumer prices, *Economic Trends* 532, 34-44.
- O'Mahony, 2002. Productivity and convergence in the EU, *National Institute Economic Review* 180, avril, 72-82.
- Pain, N., 2002. EMU, investment and growth: some unresolved issues, *National Institute Economic Review* 180, avril, 96-108.
- Rose, A., 2000. One money, one market: the effect of common currencies on trade, *Economic Policy* 30, 9-45.

