

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

SYNTHÈSE DU SÉMINAIRE
“BRITISH BUSINESS AND THE EURO”

Laurence Boone¹

Ce séminaire² d'une journée a rassemblé des personnes de haut niveau, issues des milieux académiques, des affaires et de la politique, pour discuter des questions relatives à l'éventuelle adoption de l'euro par le Royaume-Uni (R-U). Cette journée a été organisée autour de trois sessions et s'est concentrée dans un premier temps sur les aspects macroéconomiques, avant d'aborder l'impact de l'Union économique et monétaire (UEM) sur l'attractivité du Royaume-Uni en termes d'investissement, pour conclure enfin sur la probabilité et le calendrier d'une adhésion à l'UEM. Trois conclusions principales ont été tirées.

Prendre la décision d'adhérer à l'euro est un acte politique: les “cinq tests”, rappelés dans l'ENCADRÉ 1, à partir desquels le Chancelier de l'Échiquier décidera des mérites d'une adhésion, sont apparus suffisamment imprécis pour permettre un jugement politique dans un sens ou un autre.

ENCADRÉ 1 - LES “CINQ TESTS”

En octobre 1997, le gouvernement a expliqué clairement que sa décision de demander aux électeurs d'avaliser l'adhésion à l'UEM dépendrait de “cinq tests”.

- 1) L'économie a-t-elle atteint une convergence durable avec les économies de la zone euro ?
- 2) L'économie est-elle suffisamment flexible pour s'adapter à des changements et des événements économiques inattendus ?
- 3) L'adhésion à la monnaie unique améliorerait-elle les conditions pour l'investissement ?
- 4) Quel serait l'impact de l'adhésion sur le secteur financier ?
- 5) Rejoindre l'euro serait-il bon pour l'emploi ?

1. Laurence BOONE, économiste à l'OCDE (laurence.boone@oecd.org).

2. Séminaire co-organisé par le Club du CEPII et le NIESR, avec le soutien de CDC-IXIS Capital Markets, The Oxford and Cambridge Club, Londres, 6 février 2002 ; programme détaillé de ce séminaire, voir ANNEXE 1.

Pour les participants au séminaire, il n'y a aucun doute que le Royaume-Uni rejoindra la zone euro; le débat porte sur le calendrier.

Le taux de change pose moins de problème qu'il aurait pu en poser au début des années quatre-vingt-dix; la part croissante des services (moins échangeables que les biens manufacturés) expliquent en partie pourquoi l'économie du Royaume-Uni a affiché une performance particulièrement bonne malgré la force de la livre sterling.

■ PREMIÈRE SESSION : LES ASPECTS MACROÉCONOMIQUES DE L'INTÉGRATION DU ROYAUME-UNI À LA ZONE EURO³

L'analyse macroéconomique utilise différentes approches pour évaluer les arguments pour et contre l'adhésion à l'UEM.

À propos de la similarité des cycles économiques du Royaume-Uni et ceux de la zone euro

La théorie des zones monétaires optimales établit que rejoindre une union monétaire sera bénéfique pour une économie, si les coûts de l'abandon du taux de change (et par conséquent de l'indépendance de la politique monétaire) sont compensés par les bénéfices retirés de la réduction du risque et des coûts de change. L'importance potentielle des bénéfices pour le Royaume-Uni dépend par conséquent de son degré d'intégration avec l'Europe continentale. D'après Michael ARTIS, l'Angleterre présente un degré d'intégration à l'Union européenne (UE) similaire à celui des autres principaux pays membres. En termes de coûts, le cycle du Royaume-Uni est probablement plus près de celui des États-Unis et de l'Europe du Nord que de celui des principaux pays membres de l'UEM. Cependant, l'intégration plus étroite qui suivra l'adhésion à l'union monétaire aura de fortes chances d'encourager la convergence. Au total, la balance des coûts et des bénéfices apparaît plutôt neutre. Michael ARTIS soutient de plus que la relative flexibilité de l'économie du Royaume-Uni devrait faciliter les coûts de l'abandon d'une politique monétaire indépendante, puisque des déviations initiales du taux de change pourraient être compensées par la mobilité du travail ou la flexibilité des salaires.

Patrick ARTUS est parti d'une approche plus désagrégée pour analyser la compatibilité du cycle économique du Royaume-Uni, et donc de la politique monétaire de la BCE, avec celui de la zone euro. Cette analyse suggère que deux types d'asymétries entre le Royaume-Uni et le reste de la zone euro rendraient l'adhésion à l'euro plutôt coûteuse: premièrement, la structure de production qui est très différente entre les deux régions, et deuxièmement, les canaux de transmission de la politique monétaire qui présentent aussi des particularités bien distinctes. Les différences dans les cycles économiques reflètent la structure de production caractérisée par la petite taille du secteur manufacturé, comparée aux autres grands pays

3. Ce sont les articles présentés lors de cette session qui sont publiés dans le présent Forum.

européens. Ainsi, bien que le cycle industriel en lui-même soit proche de ces contreparties continentales, il n'a qu'un faible impact sur le cycle économique qui est dominé par le secteur plus stable des services. Les différences dans la transmission de la politique monétaire proviennent bien plus des différences de comportement du consommateur que de celles existantes dans le secteur des entreprises. En effet, à l'opposé de l'Allemagne ou de la France où la politique monétaire agit avec des délais longs, en Angleterre, elle a des effets extrêmement rapides. Les mouvements de taux d'intérêt affectent plus largement le revenu des ménages du fait de l'importance des hypothèques et des emprunts à taux variables⁴. Par conséquent, au Royaume-Uni, les taux d'intérêt ont besoin de changer rapidement et fréquemment pour lisser les fluctuations du cycle économique.

Simulations réalisées avec des modèles macroéconomiques

Patrick MINFORD et Ray BARRELL ont utilisé leur modèle respectif de l'économie britannique pour évaluer l'impact de l'appartenance à l'UEM sur le PIB, l'inflation et d'autres variables macroéconomiques. Dans ce type de travail, les résultats sont fortement dépendants des hypothèses sous-jacentes.

Patrick MINFORD suppose que rejoindre l'UEM implique une convergence dans la législation du travail – qui n'est inscrite dans aucun traité – ce qui devrait augmenter le salaire minimum, accroître le pouvoir des syndicats et augmenter les cotisations sociales. Ceci est extrêmement hypothétique, puisque le principe de subsidiarité établit que la politique du marché du travail relève de la compétence des États membres. À partir de ces hypothèses, il estime qu'adhérer à l'UEM réduirait la croissance du PIB de 20 % sur une base permanente.

Ray BARRELL effectue une autre série de simulations fondées sur un différentiel d'inflation et de taux d'intérêt entre le Royaume-Uni et l'UEM :

	Inflation	Taux nominaux	Déficit public	Dettes publiques
	En %		En % du PIB	
R-U hors UEM	2,5	5,5-6	1,1	20
R-U si dans l'UEM	1-1,5	4,5-5,5	0	Tend vers 0

Concernant ces hypothèses, l'instauration de l'UEM impliquerait une variabilité plus faible de l'inflation au Royaume-Uni, ce qui pourrait être au détriment de la croissance du PIB qui deviendrait alors plus volatile. Un argument contre-balance toutefois ces résultats ; le Royaume-Uni ressemblerait davantage à la France et à l'Allemagne au fur et à mesure de l'approfondissement de l'intégration, amortissant ainsi le coût d'une politique monétaire unique "convenant à tout le monde".

4. Au Royaume-Uni, environ 70 % des hypothèques sont à taux variables alors qu'en Allemagne à peu près les deux tiers des prêts sont à taux fixes, à très long terme (20 ans) et non renégociables. À cet égard, la France est plus proche de l'Allemagne que du R-U.

D'un point de vue structurel, plusieurs points de consensus se sont dégagés :

- premièrement, le marché du travail britannique est beaucoup plus flexible que celui de ses partenaires européens, d'où, et contrairement aux principaux pays continentaux, un arbitrage entre l'emploi et les salaires en Angleterre bien plus favorable à la croissance de l'emploi, reflétant la plus grande flexibilité des salaires ;
- deuxièmement, le secteur industriel a reculé de manière importante en Angleterre, ce qui rend la valeur de la livre moins pertinente pour adhérer – dans des limites raisonnables – qu'elle ne l'aurait été au début des années quatre-vingt-dix (les exportations sont moins volatiles et par conséquent ont moins d'impact sur la croissance du PIB).

Du côté des praticiens, tous s'accordent sur le fait que les principaux obstacles qui demeurent sont la déclaration à venir du Chancelier de l'Échiquier sur la réussite des cinq tests (ENCADRÉ 1) et l'adhésion de l'opinion publique, puis de déterminer un calendrier crédible compte tenu des procédures de l'UE et de l'agenda politique.

Le calendrier doit prévoir les étapes suivantes :

- adhérer à l'UEM ;
- organiser un référendum ;
- fabriquer les pièces et les billets ;
- et, problème probablement le plus délicat, rendre la Banque d'Angleterre aussi "indépendante" que ses homologues européennes.

Discussion générale

Le président de séance, Jean PISANI-FERRY, a résumé le débat en soulevant quatre questions principales, auxquelles seules des réponses partielles ont été apportées :

- de quelle ampleur sont les asymétries et dans quelle mesure sont-elles dépendantes du régime du change ?
- Dans quelle mesure les régimes de politique générale du Royaume-Uni et de l'UEM sont-ils différents ?
- Quels sont les effets d'une non adhésion (sur le commerce, les IDE... etc.) ?
- Quels sont les coûts et les bénéfices de l'adhésion ?

Les participants se sont accordés à dire que l'impact du régime de change sur les asymétries était ambigu, dans la mesure où il dépend à la fois de l'importance du commerce bilatéral entre la zone euro et le Royaume-Uni et de la structure des échanges, à savoir l'importance de l'agglomération géographique et de la spécialisation. Sur cette base, Lionel FONTAGNÉ a insisté sur l'endogénéité de l'(a) symétrie des chocs à l'intérieur de la zone intégrée et a mis en valeur la différence entre une réduction d'une part des coûts de transaction et d'autre part des variations de change. Concernant les effets de (ne pas) adhérer, il a rappelé que le Marché unique est loin d'être complètement intégré : malgré le démantèlement des barrières tarifaires officielles, les études empiriques mettent en évidence l'existence d'un effet-frontière. La moitié de ce dernier effet (c'est-à-dire l'équivalent d'un tarif de 15 %) serait asso-

ciée à l'existence de devises multiples. Ceci représente un obstacle important, qui ne peut disparaître que pour les pays de l'UEM.

Patrick MINFORD a ajouté que le revenu de l'investissement, qui reflète l'importance de l'investissement au Royaume-Uni, est beaucoup plus élevé entre le dollar et la livre sterling qu'entre l'euro et la livre sterling.

Ray BARRELL a conclu qu'il était impossible de dire actuellement ce que serait l'impact de l'UEM sur l'investissement en Angleterre. Toutefois, en gardant à l'esprit que le cycle économique est fortement influencé par la politique monétaire, l'expérience des pays de la zone euro suggère que l'adhésion stimulera la convergence, abaissant de ce fait le coût de l'adhésion.

■ SECONDE SESSION : L'UEM ET LE ROYAUME-UNI, LA QUESTION DE LA LOCALISATION DE L'ACTIVITÉ

Lord HASKINS a introduit cette session en soulignant l'importance qu'aura la perception de l'euro par le consommateur qui, selon lui, sera essentielle dans la décision d'adhésion du gouvernement. À partir d'aujourd'hui, il prévoit avec une probabilité de 70 % un référendum dans les quinze prochains mois et 70 % de chance de le gagner. Ceci repose sur la capacité de Ms. Blair et Brown à maintenir leur majorité aux élections.

Malcolm LEVITT a axé son intervention sur l'importance de la City pour l'économie de l'Union européenne, en soulignant :

- le rôle déjà important de la City pour l'économie du Royaume-Uni ;
- le manque d'intégration entre les marchés financiers européens.

Il a rappelé que la City emploie 324 000 personnes, que la moitié des banques européennes d'investissement actives dans l'investissement bancaire sont à la City, et que les services financiers représentent au Royaume-Uni 34 milliards d'euros. Une des explications de la prédominance de la City provient du fait que les marchés financiers de l'Europe continentale sont loin d'être intégrés, de telle sorte que la City a continué à se développer. Malcolm LEVITT a poursuivi en affirmant que la plupart des obstacles était due à des barrières nationales, à la fois légales et culturelles. L'internet ou l'e-business n'y changeront rien et aideront, au mieux, à résoudre des problèmes de congestion à la City.

Philip DAVIS a développé certains de ces arguments, étayés par de nombreux graphiques. Il a montré que de nombreuses études mettaient en évidence les avantages de la City en termes de personnels, d'accès à des services particuliers, d'accès aux marchés et aux clients de prestige. Les bénéfices qui seraient retirés de la non adhésion à l'UEM seraient principalement d'éviter un resserrement du régime de réglementation et de taxes. D'un autre côté, adhérer permettrait à la City d'accroître l'exploitation de ses avantages comparatifs en augmentant les flux de fonds de pension et en stimulant d'autres activités telles que les fusions et acquisitions ou la titrisation, pour lesquelles elle a une bonne réputation.

Nigel PAIN a ensuite analysé l'attractivité du Royaume-Uni comme choix de localisation des investissements. Son opinion est que ce point est particulièrement crucial pour le R-U, puisque le niveau actuel d'investissement y est relativement bas, comparé à celui de ses partenaires, ce qui handicape la croissance à long terme. À cet égard, et contrairement aux autres intervenants, il a insisté sur l'importance de la valeur de la livre sterling au moment de l'adhésion à l'UEM. Les déterminants clés pour qu'un pays ou une région attire les investissements directs étrangers sont :

- l'appartenance à l'UE/EEE et au Marché unique ;
- des coûts unitaires relatifs du travail bas ce qui, pour le R-U, dépend toujours du taux de change par rapport à l'euro et de la flexibilité des marchés du travail ;
- de bonnes politiques budgétaires favorables aux entreprises ;
- l'existence d'économies d'agglomération ;
- de nombreux liens intersectoriels (entre les banques et leurs clients).

En arrière plan de ces déterminants, une variable clé (en ce qui concerne les économies de l'UEM) pour que le Royaume-Uni attire des volumes élevés d'investissements est le taux de change. Nigel PAIN a affirmé que le R-U avait eu une monnaie plus volatile que les autres (euro ou dollar), ce qui aurait pu affecter les perspectives d'investissement dans le pays en accroissant l'incertitude⁵. Cependant, empiriquement, il est difficile de mesurer l'impact des fluctuations de la livre sterling sur les IDE puisqu'il dépend aussi fortement de la composition des IDE.

Agnès BÉNASSY-QUÉRÉ a noté que, bien que personne ne puisse nier l'attractivité de la City et ses 300 000 emplois, des questions doivent être soulevées à propos de la soutenabilité des déséquilibres que la présence écrasante de la City a suscités⁶ :

- une forte inégalité dans les niveaux de vie des habitants du Royaume-Uni ; à cet égard, l'évolution de la structure de production pourrait-elle être considérée comme un moyen d'accroître le bien-être des habitants du R-U ?
- la congestion de la City, qui ne peut pas continuer indéfiniment. À ce propos, rejoindre l'UEM serait un moyen de se développer encore. Cependant, les différences de taxation entre le R-U et la zone euro pourraient constituer un obstacle, surtout pour les services financiers.

Concernant la congestion, Philip DAVIS a expliqué que le développement des nouvelles technologies et l'amélioration future des transports rendraient l'expansion de la City moins nécessaire que ce qui a été observé durant les deux dernières décennies. Mais adhérer serait aussi un moyen de résoudre la congestion, et permettrait un accroissement du bien-être pour l'UE entière, dans la mesure où cela encouragerait la libéralisation et l'intégration des marchés financiers. Philip DAVIS ne craint aucun préjudice de l'harmonisation fiscale au sein de l'UE, surtout si les marchés financiers sont intégrés. Au total, il a estimé que le développement de la City avait

5. Darby *et alii* (Economic Journal, 1999) trouvent que la volatilité du taux de change réel a un effet négatif et transitoire sur l'investissement du RU et qu'un décalage durable du taux de change réel a un impact à long terme.

6. D'après P. Davis, la City représente à elle seule 3 % du PIB du R-U.

été jusqu'ici satisfaisant et qu'il n'avait pas souffert de la non adhésion à l'UEM; cependant, il a reconnu que la City aurait certainement fait mieux, si elle avait fait partie de l'UEM.

■ **TABLE-RONDE : PROBABILITÉ ET CALENDRIER D'UNE ADHÉSION DU ROYAUME-UNI À L'UEM**

La discussion a été ouverte par un discours provocateur de Samuel BRITAN. Celui-ci a insisté sur le fait que la décision d'adopter ou non l'euro dépend encore de certaines questions économiques, à savoir évaluer les avantages que procure la stabilité du taux de change pour la moitié du commerce britannique (c'est-à-dire par rapport aux États-Unis), par rapport aux désavantages qui résultent de la tentative d'établir une politique monétaire unique pour l'intégralité de la zone euro. Il a alors minimisé l'importance de la valeur précise du taux de change, tant que celle-ci reste à l'intérieur de certaines marges. Faisant le point sur le fait que Tony Blair voulait diriger le gouvernement qui ferait entrer le Royaume-Uni dans l'UEM, il a discuté de la manière la plus simple d'atteindre cet objectif.

Samuel BRITAN a suggéré que l'introduction de l'euro pour les entreprises serait le premier moyen, et le plus simple, d'atteindre l'intégration monétaire. Ceci devrait comprendre la possibilité, pour les entreprises qui le souhaitent, de traiter leurs contrats en euros, même pour les salaires, l'étape importante suivante étant de permettre le règlement des impôts en euros.

La communication du Dr. Jürgen PFISTER a été courte et a mis l'accent sur le fait que l'adhésion du Royaume-Uni à l'UEM profiterait à la fois à l'UE et au R-U. Celui-ci devrait être en mesure d'influencer davantage le rythme des réformes structurelles, et au-delà, l'évolution générale de l'économie de l'UE. La confiance internationale dans l'euro augmentera substantiellement une fois que le Royaume-Uni aura adhéré, dans la mesure où beaucoup d'investisseurs en dehors de l'Europe considèrent la Grande-Bretagne comme une garantie d'efficience des marchés financiers et de politiques libérales de marchés ouverts.

Eric CHANEY a utilisé des courbes de *swap* pour suggérer que les marchés financiers croient que le Royaume-Uni aura rejoint l'UEM d'ici 2006 avec une probabilité de 100 %, et d'ici à 2005 avec une probabilité de 60 %. À partir de l'écart entre les différentes courbes de *swap*, il a déduit le calendrier suivant pour l'accession :

- début 2003, évaluation par le gouvernement des "cinq tests" ;
- printemps 2003 : référendum ;
- 2004 : évaluation par l'Union européenne de la convergence du Royaume-Uni ;
- 2003-2004 : négociation possible de la cible d'inflation, du Pacte de Stabilité (c'est-à-dire en modifiant certaines règles budgétaires) et de la cible de taux de change ;
- début 2005 : le Conseil européen prend la décision finale ;
- milieu 2005 : la livre sterling est intégrée ;
- janvier 2006 : les billets et les pièces commencent à circuler.

ANNEXE 1

“British Business and the Euro”

Séminaire co-organisé par le Club du CEPII et le NIESR⁷
avec le soutien de CDC-IXIS Capital Markets

The Oxford and Cambridge Club, Londres, 6 février 2002

Introduction: Martin WEALE, CBE, Director, NIESR
Lionel FONTAGNÉ, Directeur, CEPII

■ PREMIÈRE SESSION :

MACROECONOMIC ASPECTS OF UK INTEGRATION INTO THE EURO-ZONE

Président: Jean PISANI-FERRY, President, Conseil d'Analyse économique
Discutant: Ray BARRELL, Senior Research Fellow, NIESR

Intervenants: Michael ARTIS, Professor, European University Institute, Florence
Patrick MINFORD, Professor of Applied Economics, Cardiff Business School
Patrick ARTUS, Directeur, Département de la recherche économique, CDC-IXIS

■ SECONDE SESSION :

EMU AND BRITAIN AS A LOCATION OF ECONOMIC ACTIVITY : THE ATTRACTIVENESS OF LONDON AND BRITAIN FOR INVESTMENT IN FINANCE AND INDUSTRY — REGULATORY ISSUES AND EMU MEMBERSHIP

Président: Lionel FONTAGNÉ, Directeur, CEPII
Discutant: Nigel PAIN, Senior Research Fellow, NIESR

Intervenants: E. Philip DAVIS, Professor of Economics and Finance, Brunel University
Malcolm LEVITT, Senior European Adviser, PricewaterhouseCoopers
Lord HASKINS, Chairman, Northern Foods plc
Richard PORTES, Professor of Economics, London Business School & President, CEPR

■ TABLE-RONDE :

PROBABILITY AND TIME SCHEDULE OF BRITISH MEMBERSHIP OF EMU

Président: François DAVID, Président Directeur Général, groupe COFACE
Discutant: Samuel BRITTAN, The Financial Times, Commentator and author

Intervenants: Vincent CABLE, Member of Parliament
Éric CHANEY, Managing Director, Morgan Stanley
Anthony ORSATTELLI, Chief Executive Officer, CDC IXIS Capital Markets
The Rt Hon. Lord RADICE, Member of Parliament
Dr Jürgen PFISTER, Head of Economic Research, Commerzbank AG

7. NIESR: National Institute for Economic and Social Research, Londres.

RÉFÉRENCE

Darby, J. *et alii*, 1999. The impact of exchange rate uncertainty on the level of investment, *Economic Journal* 109 (454), mars, C55-67.

