

CLAUDE LEROY¹

REMARQUES RELATIVES AUX EFFETS DE LA STRATÉGIE BRITANNIQUE DE SORTIE DU SME

En septembre 1992, le système monétaire européen connaissait une crise de change qui allait conduire à la sortie du SME pour le Royaume-Uni et l'Italie, ainsi qu'aux dévaluations en chaîne de la peseta. *Economie internationale* a consacré un dossier au bilan de ces stratégies de change dans son dernier numéro. Trois analyses étaient regroupées : une approche comparative par Pierre Villa (CEPII) ; et deux études sur les expériences nationales de dévaluation, celle d'Andrew Hughes Hallett

et Simon Wren-Lewis pour le Royaume-Uni, et celle d'Alberto Locarno et Salvatore Rossi (Banca d'Italia) pour l'Italie. L'article sur l'expérience du Royaume-Uni² a suscité la réaction de Claude Leroy qui a proposé à la rédaction sa propre interprétation de la stratégie britannique et des résultats présentés par Hughes Hallett et Wren-Lewis. Cette analyse est suivie d'une réponse rapide de Hughes Hallett et Wren-Lewis.³

En septembre 1992, soit deux ans après avoir opté pour une politique de désinflation compétitive appuyée sur une monnaie stabilisée, le Royaume-Uni, sous la double pression des marchés financiers et de certains responsables politiques, a radicalement modifié sa politique en optant pour une politique monétaire expansionniste et le flottement de la livre.

Ce retournement de stratégie s'explique en grande partie par les circonstances dans lesquelles il s'est produit.

En premier lieu, le décalage conjoncturel : la Grande-Bretagne enregistrait depuis 1990 une des récessions les plus profondes depuis la Seconde Guerre mondiale, alors que les pays d'Europe continentale bénéficiaient de la dynamique encore favorable engendrée par la réunification allemande. La hausse ininterrom-

1. Claude Leroy est administrateur de l'INSEE, économiste au service d'études macro-économiques sur la France (SEMEF), Banque de France. Les vues exprimées ici sont celles de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement celles de l'INSEE et de la Banque de France.

2. "Y a-t-il une vie hors du SME ? L'expérience du Royaume-Uni", Andrew J. Hughes Hallett & Simon Wren-Lewis, *Economie internationale*, la revue du CEPII, n°63, 3^e trimestre 1994, pp. 31-54.

3. NDLR.

pue des taux allemands, destinée à contrer les tensions inflationnistes internes générées par la réunification, soumettait les partenaires européens, du fait de leur appartenance au SME, à des tensions internes d'autant plus vives que leur activité était sensible au taux d'intérêt et que leur situation conjoncturelle était particulièrement dégradée. Il semblait bien que, selon ces hypothèses et dans ce contexte, le coût de l'appartenance au mécanisme de change ait été plus élevé pour le Royaume-Uni que pour les autres membres du SME.

A cela s'ajoutait un problème persistant de compétitivité, apparent dans le déficit de la balance courante. De plus, l'appréciation de l'ensemble des monnaies européennes vis-à-vis du dollar pénalise davantage le Royaume-Uni dont les exportations à destination des Etats-Unis ont un poids plus élevé que celui des autres économies européennes et qui sont davantage en concurrence directe avec les Etats-Unis sur des marchés où les autres pays européens sont peu présents.

Enfin, le Royaume-Uni connaissait une dérive jugée inquiétante de ses finances publiques qui réduisait singulièrement toute marge de manœuvre du côté de la politique budgétaire.

Dans leur article, Andrew J. Hughes Hallet et Simon Wren-Lewis justifient l'évolution suivie par la politique britannique en soutenant que le maintien de la livre au sein du SME aurait accentué la récession déjà très profonde de l'économie britannique et que la dévaluation a été une arme puissante pour stimuler l'économie sans coût inflationniste significatif. Cette conclusion serait robuste et indépendante du modèle utilisé pour l'obtenir.

Les limites d'une telle analyse

On peut en distinguer quatre.

L'évaluation du coût en croissance d'un maintien de la livre dans le SME est conditionnée par le choix des hypothèses de calibrage, par nature arbitraire, et par le choix du modèle.

Cette évaluation additionne deux effets : celui de la politique monétaire expansionniste qui expliquerait que la reprise britannique en 1993 ait été principalement tirée par la consommation, et celui de la dévaluation qui aurait soutenu plus modérément les exportations.

En mettant en évidence l'impact très déflationniste de la non dévaluation associée à une politique monétaire restrictive, ce chiffrage dissimule difficilement l'impact très inflationniste à moyen et long terme, qui n'est pas commenté, de la politique contraire suivie par les autorités britanniques.

L'évaluation de ce coût ne porte que sur le court terme (3 ans). Or, comme le souligne P. Artus⁴, "la sortie du SME et le recours à la flexibilité ne procurent qu'un allègement transitoire des contraintes : à la contrainte continue qui s'exerce sur les politiques monétaires en changes fixes se substitue une contrainte d'équilibre (de marché des biens, de la balance courante, du marché des changes) à moyen terme, qui a finalement le même effet sur l'efficacité des politiques de relance".

4. "La stratégie britannique de sortie du SME peut-elle réussir ?", *Documents d'Etude*, Caisse des Dépôts et Consignations, février 1993.

L'évaluation est conditionnée par l'hypothèse de taux d'intérêt...

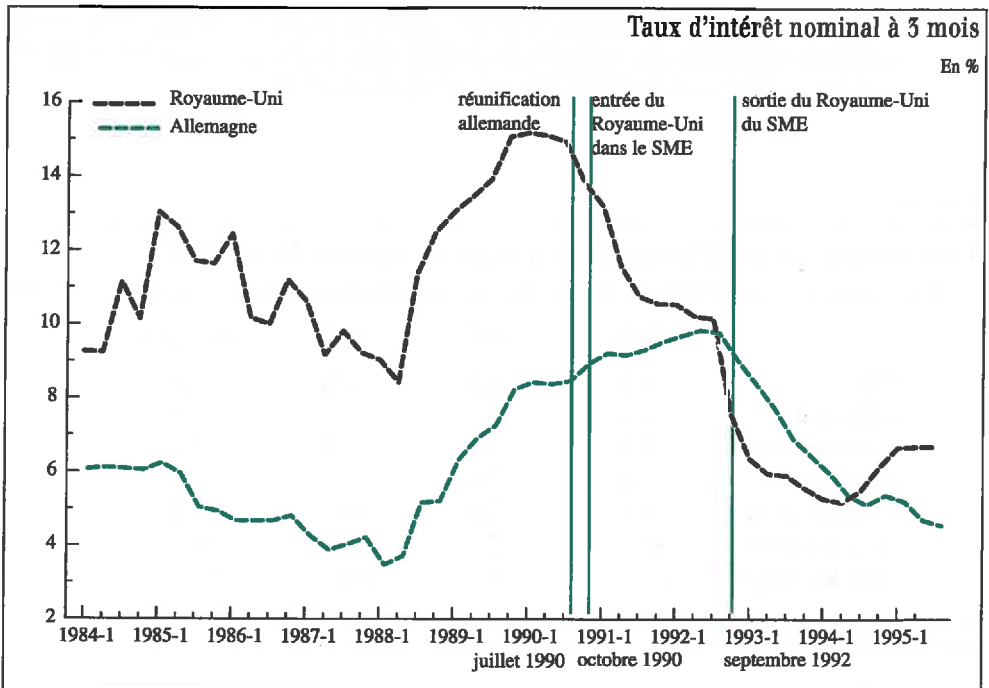
Les auteurs se proposent donc d'évaluer le coût d'un maintien de la livre dans le SME en simulant, avec un modèle national britannique (COMPACT), l'impact d'une livre plus forte et d'un taux d'intérêt plus élevé.

L'hypothèse retenue sur les taux d'intérêt, jugée basse par les auteurs, semble au contraire très forte au regard des évolutions ultérieures de taux d'intérêt.

En effet, la sortie du SME a permis de diminuer très rapidement les taux pour les ramener de 10 % à 6 % de septembre 1992 à juin de l'année suivante. Mais une diminution aussi importante du taux d'intérêt ne peut durer indéfiniment. Au second semestre de 1993 et au premier semestre de 1994, la réduction des taux se ralentit nettement et atteint sa limite. De l'été 1993 à celui de 1994, la réduction n'est plus que d'un point.

Cependant, en restant au sein du SME, et en supposant une stabilité de la prime de risque associée à la livre, les autorités monétaires britanniques auraient pu accompagner la baisse des taux d'intérêt allemands qui, à la même période, diminuaient certes plus progressivement mais néanmoins significativement et redevenaient proches des taux britanniques au début de l'année 1994 (GRAPHIQUE 1). Aussi, le différentiel de taux entre le Royaume-Uni et l'Allemagne est

GRAPHIQUE 1



Sources : Royaume-Uni, "Interbank rate, 3 months", Datastream ; Allemagne, "Interbank deposit rate, 3 months", *International Financial Statistics*, FMI.

passé, en moyenne, de 0,7 point sur les trois premiers trimestres de 1992 à -1,4 point au quatrième trimestre de cette même année, à -1,3 point en 1993 pour revenir dès 1994 à 0,2 point. De plus, sur la même période, les taux d'intérêt à long terme britanniques ont continué à se réduire à un rythme plus faible qu'auparavant et inférieur à celui des taux longs allemands. A la suite de la sortie de la livre du SME, le différentiel sur les taux longs entre le Royaume-Uni et l'Allemagne est remonté significativement.

Au regard de ces données, les hypothèses de taux d'intérêt retenues par les auteurs semblent extrêmes puisque ceux-ci imputent à la sortie du SME une réduction des taux d'intérêt britanniques de 3 points la première année, 2 points la seconde et 1 point la troisième.

• • • Et par le choix du modèle

L'évaluation de la récession qu'aurait connue le Royaume-Uni s'il était resté dans le SME dépend de manière cruciale du modèle utilisé. Avec le modèle NIGEM⁵, autre modèle anglo-saxon multinational comprenant un "bloc" pays Royaume-Uni, on a simulé le même choc que celui supposé par les auteurs. On aboutit alors à un impact deux fois plus faible que celui proposé par ces auteurs (TABLEAU 1).

En 1993, la récession simulée passe de -4,8 % selon les auteurs britanniques, à -2,6 % selon NIGEM. Avec ce dernier, en particulier, l'impact sur la consommation, qui constitue 80 % du revenu national, est nettement moindre. Sans chercher à valider les spécifications retenues dans l'un ou l'autre modèle, force est de constater l'ampleur des divergences d'évaluation. L'évaluation proposée par les auteurs se situe probablement dans le haut de la fourchette.

TABLEAU 1

Les conséquences pour l'économie britannique du maintien dans le SME

Evaluation faite avec le modèle NIGEM sous les mêmes hypothèses que celles adoptées par Hughes Hallett & Wren-Lewis, 1995

	1992	1993	1994	10 ^e année
PIB	-1,2	-2,6	-2,8	0,3
Inflation*	-1,4	-1,5	-1,9	0,1
Consommation	-0,5	-1,8	-2,1	2,8
Exportations	-1,6	-2,6	-2,2	0,3
Investissement	-4,4	-12,6	-14,7	-11,2
Taux d'intérêt*	+3	+2	+1	+1
Taux de change	+10	+10	+10	+10

Ecarts relatifs au compte de référence, en pourcentage sauf * écart absolu, en point

5. NIGEM est le modèle multinational du National Institute of Economic and Social Research, Londres.

L'impact de la politique monétaire expansionniste et l'effet de la dévaluation

Il y a un certain arbitraire autour du choix d'une hypothèse sur l'ampleur de la baisse de taux d'intérêt permise par la sortie de la livre du SME et une incertitude quant à l'ampleur des mécanismes de transmission de la politique monétaire ; par conséquent, il semble particulièrement indiqué de préciser, dans l'effet expansionniste attendu de la sortie du SME, ce qui est lié à la politique monétaire expansionniste et ce qui tient à la dévaluation elle-même. La politique monétaire influence, par les taux d'intérêt, la demande interne (consommation et investissement), alors que les mouvements de parité affectent la demande externe (exportations nettes).

Ne disposant pas du même modèle que les auteurs, c'est toujours à l'aide du modèle NIGEM que nous avons décomposé les deux effets, celui lié à des taux d'intérêt qui seraient restés plus élevés et celui résultant du maintien de la livre à un taux plus fort (TABLEAU 2). Compte tenu des faibles non linéarités du modèle NIGEM et mises à part quelques différences dues aux arrondis, l'addition des deux variantes donne bien les mêmes résultats que ceux présentés dans le TABLEAU 1.

Cette décomposition indique que l'impact récessif le plus fort aurait tenu au maintien de taux d'intérêt plus élevés, en raison principalement d'un effet de substitution selon lequel un relèvement du taux d'intérêt favorise l'épargne au détriment de la dépense de consommation et d'investissement.

Une livre plus forte aurait, elle, davantage pesé sur les exportations et bridé la croissance alors que les composantes de la demande intérieure, dans cette variante séparée, sont moins affectées. L'impact déflationniste d'un maintien dans le SME tient davantage à une monnaie plus forte qu'à des taux d'intérêt plus élevés.

TABLEAU 2

Les conséquences pour l'économie britannique du maintien dans le SME

Décomposition à l'aide du modèle NIGEM sous les mêmes hypothèses que celles adoptées par Hughes Hallett & Wren-Lewis, 1995

	Taux d'intérêt plus élevés				Livre plus forte			
	1992	1993	1994	10 ^e année	1992	1993	1994	10 ^e année
PIB	-0,7	-1,5	-1,6	-0,1	-0,6	-1,1	-1,2	0,4
Inflation*	-0,0	-0,3	-0,5	0,1	-1,3	-1,2	-1,4	-0,0
Balance courante**	0,7	1,3	1,1	0,5	0,4	-0,1	-0,2	-0,3
Consommation	-0,5	-1,3	-1,4	1,3	0,0	-0,4	-0,7	1,3
Investissement	-4,3	-12,3	-14,1	-11,2	-0,0	-0,3	-0,6	-0,0
Exportations	-0,1	-0,3	-0,2	0,6	-1,4	-2,3	-2,0	-0,2
Compétitivité exportations	0,0	0,3	0,6	1,1	-7,1	-4,7	-3,2	-0,4
Taux d'intérêt*	+3	+2	+1	+1	0	0	0	0
Taux de change	0	0	0	0	+10	+10	+10	+10

Écarts relatifs au compte de référence, en pourcentage sauf : * Ecart absolu, en point, ** Ecart absolu, en point de PIB.

L'insistance des auteurs sur les puissants effets expansionnistes d'une dévaluation doit être ramenée à une plus juste proportion. Dans la profonde récession qui aurait été induite, selon eux, par le maintien de la livre dans le SME, l'effet dépressif des taux d'intérêt élevés sur la consommation des ménages et l'investissement des entreprises joue un rôle déterminant.

L'évolution de la conjoncture britannique après le retrait de la livre du SME semble confirmer cette analyse. En 1993, les contributions des différentes composantes du PIB à la croissance indiquent une forte contribution positive de la consommation (1,6 point pour une croissance de 1,9 %) et au contraire une contribution légèrement négative du commerce extérieur. La reprise aurait été tirée davantage par la consommation des ménages que par les exportations.

La baisse des taux courts sur lesquels sont indexés les taux débiteurs des ménages britanniques a induit une réduction sensible du service de leur dette et cette amélioration de leur situation financière a permis un redémarrage de la consommation privée. Cet effet semble être allé au delà du simple allègement du poids du service de leur dette, en infléchissant les comportements de grande prudence observés pendant la récession et la stabilisation de l'activité intervenue début 1992.

D'autre part, dans un contexte international atone, les exportateurs britanniques auraient préféré reconstituer leurs marges plutôt que de gagner des parts de marché. Une bonne partie des gains de compétitivité obtenus par la dévaluation auraient été ainsi rapidement perdus et l'impact sur les exportations par là même modéré.

Les effets d'une dévaluation sur la relance et l'inflation

Une dévaluation améliore la compétitivité des exportateurs sur les marchés extérieurs et celle des producteurs nationaux sur le marché domestique, ce qui dynamise les exportations et limite les importations. L'ampleur de l'effet de relance ainsi initié dépend des comportements de marges tant à l'exportation qu'à l'importation, c'est-à-dire de la mesure dans laquelle ces derniers répercutent la baisse du prix relatif des biens nationaux, et de la sensibilité des volumes aux variations de prix.

Selon le modèle NIGEM⁵, qui intègre des comportements relativement standards, l'effet de relance est significatif et le supplément de PIB atteint, au maximum, 1,2 % la troisième année (TABLEAU 2). La dévaluation génère de l'inflation importée dans un premier temps. Cet effet inflationniste est ensuite entretenu *via* la boucle prix-salaires, et renforcé par les tensions croissantes sur les capacités de production et le marché du travail associées à l'effet sur la relance. L'impact inflationniste est loin d'être négligeable, il se maintient sur le moyen terme et le supplément d'inflation persistant les cinq premières années peut atteindre 1,4 point.

A mesure que l'inflation se développe, les gains de compétitivité initiaux obtenus par la dévaluation nominale s'amenuisent et finissent par disparaître

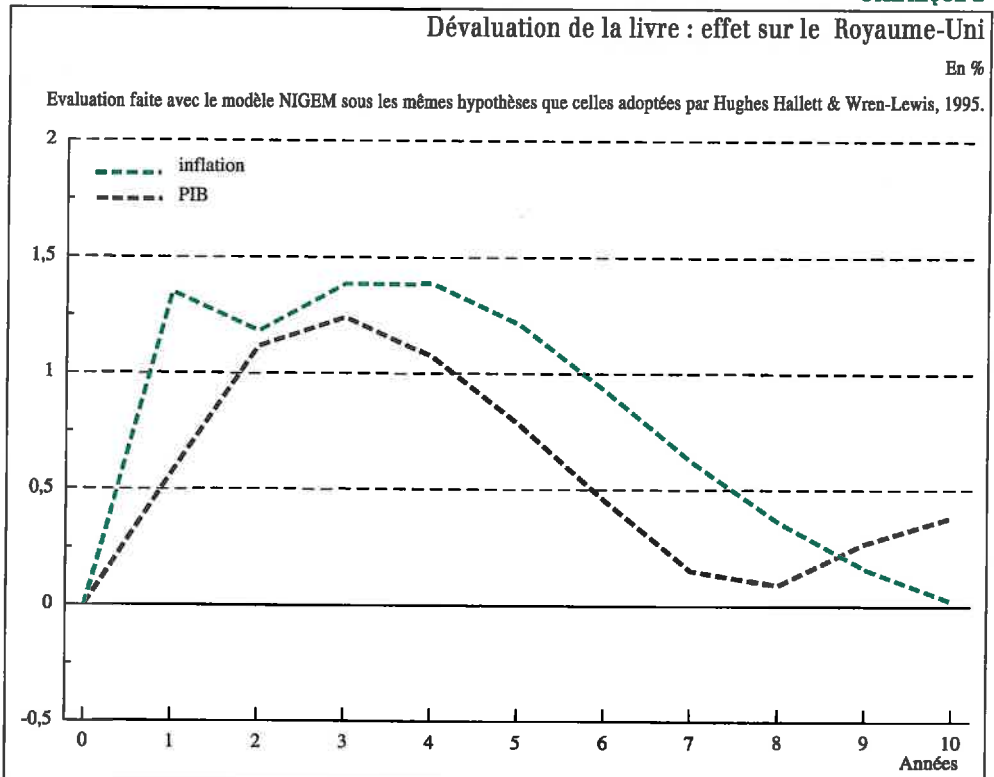
5. Compte tenu des faibles non linéarités du modèle NIGEM, l'impact d'une dévaluation de la livre sur l'économie britannique est l'inverse de celui d'une appréciation de même ampleur.

complètement. L'inflation exerce également un effet dépressif sur la consommation des ménages qui cherchent à maintenir le niveau de leurs encaisses réelles et réagissent à la réduction de leur richesse réelle.

L'effet initial de relance s'atténue après les trois premières années et a complètement disparu la septième année. Avec un décalage d'une année environ, le supplément d'inflation s'atténue également et le rythme de croissance des prix revient à son niveau de référence à l'horizon de dix ans.

Ainsi, selon cette simulation, les effets de relance associés à une dévaluation sont transitoires et inflationnistes (GRAPHIQUE 2), le surcroît d'inflation pouvant durer plusieurs années. Si la relance au Royaume-Uni ne s'est pas encore accompagnée de tensions inflationnistes majeures et que la désinflation amorcée durant la récession s'est poursuivie après la sortie de la livre du SME, c'est en grande partie parce qu'au moment où est intervenu ce changement de politique, les taux d'utilisation étaient très faibles, ce qui, ajouté aux non linéarités et aux délais d'indexation, prolongeait significativement la désinflation. De même, le fait que la relance ait été principalement amorcée par la détente des taux d'intérêt et la demande interne, plus que par la dévaluation elle-même, a contribué à limiter les tensions inflationnistes, engendrées par une dévaluation, en stimulant fortement, dans un premier temps, la productivité du travail et une réduction des coûts unitaires.

GRAPHIQUE 2



Ces résultats ne sont pas propres à notre simulation. En évaluant le coût du maintien de la livre dans le SME, Andrew J. Hughes Hallet et Simon Wren-Lewis ont à juste titre souligné l'importance de la désinflation qu'aurait subie l'économie britannique dans une telle hypothèse. Si de plus, comme le suggère la décomposition des deux effets taux d'intérêt et taux de change, l'impact désinflationniste est d'abord dû à l'effet du taux de change, en renversant les hypothèses, une dévaluation de la livre a eu, selon leur propre modèle, des effets inflationnistes marqués.

C Conclusion

La sortie de la livre du SME en septembre 1992 a sans aucun doute eu un impact favorable à court terme sur la croissance au Royaume-Uni. Cependant, l'ampleur de cet effet favorable reste incertaine. Son évaluation dépend largement d'hypothèses inévitablement normatives sur les comportements des agents (en particulier la sensibilité de la demande au taux d'intérêt), et sur l'importance de l'assouplissement monétaire autorisé par la sortie de la livre du SME. Il apparaît que la plus grande part de l'effet bénéfique tiendrait davantage à la baisse des taux d'intérêt qu'à la dévaluation elle-même.

A long terme, le bénéfice de cette stratégie de sortie du SME est négligeable, voire négatif, sur la croissance : le niveau du PIB britannique n'est pas plus élevé que si la livre était restée au sein du SME. Il est nul sur le rythme d'inflation et positif sur le niveau des prix.

C. L.