

Réussir sa sortie

Une analyse des dépréciations de 1992 en Italie et au Royaume-Uni

Bruno Coquet, Hervé Le Bihan

Département d'économétrie de l'OFCE

Cet article propose un bilan et une interprétation des dépréciations de la lire et de la livre sterling en 1992. Nous montrons que ces sorties du SME ne sont pas des dévaluations compétitives ; elles peuvent être considérées comme des réussites du point de vue de la politique économique. Nous indiquons les contributions des chocs de politique économique et des chocs de comportement — notamment la modération salariale — aux évolutions macroéconomiques dans les deux pays. Nous montrons comment ces dépréciations ont permis à l'Italie de limiter le coût macroéconomique de l'ajustement de ses finances publiques, et au Royaume-Uni d'accélérer sa reprise et le rétablissement de ses comptes extérieurs.

En février 1992, le traité de Maastricht scelle les conditions de l'unification monétaire. A la fin de l'été suivant, la plupart des monnaies sont successivement attaquées dans une partie de « chaises musicales » spéculatives. L'Espagne et le Portugal sont contraints à la dévaluation, l'Italie et le Royaume-Uni quittent le SME ¹.

Contrairement à ce que l'on pouvait attendre à la lumière des expériences passées, les effets pervers de la dévaluation — notamment l'inflation — ne semblent pas se manifester dans les pays ayant dévalué. Cette observation soulève plusieurs interrogations : les dévaluations de la lire et de la livre ont-elles exercé un effet positif sur l'activité en Italie et au Royaume-Uni ? Si tel est le cas, faut-il les interpréter comme des dévaluations compétitives, ou comme des conditions nécessaires à la poursuite de l'ajustement budgétaire et de la convergence ? Quels facteurs spécifiques ont contribué à faire de ces expériences des réussites, notamment en matière d'inflation ? Enfin, jusqu'à quel point les expériences de ces deux pays sont-elles analogues, et éventuellement généralisables ?

1. Dans l'année qui suit la livre irlandaise, la peseta et l'escudo sont encore dévalués, avant que les marges de fluctuation du SME ne soient élargies à +/- 15 % en août 1993. Cette description synthétique ne reflète évidemment pas l'exacte chronologie des crises qui se sont succédées à l'époque.

Le présent article aborde ces questions, en s'appuyant sur le modèle multinational MIMOSA. Une évaluation d'ensemble des dépréciations européennes a été réalisée par Cour, Delessy, Lerais et Sterdyniak (1996). Nous entendons, dans le cas de l'Italie et du Royaume-Uni, détailler les conséquences de cette crise et effectuer une analyse plus spécifique des politiques suivies et d'éventuelles modifications dans les comportements des agents.

La première partie de l'article dresse un tableau des principales évolutions macroéconomiques en Italie et au Royaume-Uni depuis 1992, décrit les politiques économiques suivies dans ces pays, et s'attache à détecter les éventuelles ruptures de comportements ayant accompagné le bouleversement monétaire. Dans la deuxième partie, nous tentons de dégager la contribution des différents chocs (dépréciation, modération salariale, etc.) aux évolutions conjoncturelles. Enfin, dans une dernière partie, nous proposons une interprétation des causes et effets de ces dépréciations, dans les pays concernés et chez leurs partenaires.

De 1987 à 1995 : les maux et les chocs

Après un rappel des principaux traits de la conjoncture européenne depuis le milieu des années quatre-vingt, on examine les principales évolutions intervenues entre 1993 et 1995, à la suite de la dévaluation d'abord en Italie, puis au Royaume-Uni. Un enjeu empirique important est de déterminer si la période est caractérisée par des comportements exceptionnels, ainsi que le relèvent Villa (1996,) ou Locarno et Rossi (1996). La question est ici abordée en utilisant les équations du modèle multinational MIMOSA ², la méthode utilisée est détaillée dans l'encadré.

L'Europe jusqu'à la rupture

La décennie quatre vingt est marquée par la réduction progressive de l'inflation dans les pays européens. Après l'échec apparent des politiques différentes, les principaux partenaires européens de l'Allemagne se sont, depuis 1983, successivement ralliés à une stratégie d'ancrage nominal de leur monnaie, qui pour certains d'entre eux a fini par se muer en une politique de *désinflation compétitive*. Indissociable des accords de change du SME, cette stratégie a consisté à combiner des politiques monétaires et budgétaires rigoureuses avec un contrôle étroit de l'évolution des salaires, tout en procédant à une ouverture et une libéralisation financière rapides.

² Décrit dans MIMOSA (1996).

1. Croissance et inflation en Europe

En %

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Croissance du PIB									
Italie	3,1	4,1	2,9	2,1	1,2	0,7	- 1,2	2,2	3,0
Royaume-Uni	4,8	5,0	2,2	0,4	- 2,0	- 0,5	2,3	3,8	2,4
Union européenne (1)	2,6	4,1	3,8	3,5	2,1	1,2	- 0,8	2,8	2,4
Prix à la consommation (1)									
Italie	5,3	5,7	6,4	6,2	6,8	5,4	4,8	4,7	5,7
Royaume-Uni	4,3	5,0	5,9	5,5	7,4	4,7	3,5	2,5	2,6
Union européenne (2)	3,1	3,4	4,4	4,5	5,1	4,5	3,9	3,2	2,6

(1) Indice implicite des prix à la consommation (2) hors Italie et RU.

Sources : OCDE (1996a et 1996b), calcul des auteurs.

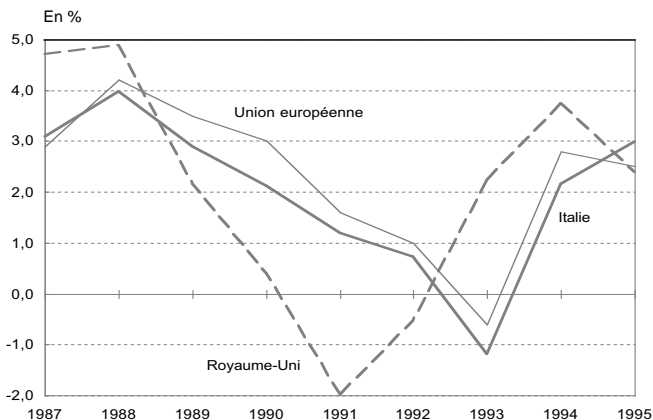
Entre 1987 et 1992 aucun réajustement n'a eu lieu au sein du SME³. La reprise de la croissance à la fin des années quatre-vingt a indéniablement favorisé cette stabilité, d'autant qu'à l'exception de quelques pays, l'inflation — perçue pendant les dix années précédentes comme le mal absolu — semble endiguée. La période se caractérise par un cycle de croissance assez marqué, une récession en 1991-93 succédant au pic de 1987-90 (tableau 1 et graphique 1). Si dès le début des années quatre-vingt-dix les Etats-Unis ainsi que le Royaume-Uni sont entrés en récession, les autres pays européens ne donnent des signes d'essoufflement qu'à partir de 1991, alors même que l'Allemagne est encore en surchauffe.

Cependant au début des années quatre-vingt-dix, les évolutions macroéconomiques des pays européens sont affectées par des chocs profonds et asymétriques : réunification allemande, décalage conjoncturel au Royaume-Uni, ajustement budgétaire en Italie. Dans un premier temps la réunification allemande contribue au soutien de l'activité en Europe, avant que l'élévation générale des taux d'intérêt ne pèse sur l'activité des partenaires de l'Allemagne, tout en imposant des tensions sur les taux de change. Alors que la récession s'annonce, la plupart des pays sont confrontés à la nécessité d'une rigueur budgétaire qu'ils ont inscrite comme une contrainte drastique dans la perspective de l'UEM.

Dans le cours de l'année 1992, il apparaît de plus en plus difficile de concilier les objectifs de convergence tels qu'ils sont définis dans le traité de Maastricht, les divergences accumulées pendant les cinq années qui viennent de s'écouler, et la stabilité des changes dans le cadre du SME.

3. On met de côté la modification du cours pivot de la lire en 1990, suite au rétrécissement de la marge de fluctuation de cette monnaie de 6 % à 2,25 %. Cette modification technique n'a pas eu d'incidence effective dans la mesure où depuis 1987 la lire était juste au dessus de son cours plancher, et qu'elle s'y est maintenue jusqu'en 1992.

1. Cycle européen et décalage conjoncturel



Source : OCDE.

Néanmoins, la sortie du mécanisme de change du SME en 1992⁴ de l'Italie et du Royaume-Uni a été subie plus que souhaitée par les autorités monétaires de ces pays. Le bouleversement monétaire de septembre 1992 se traduit par des réactions contrastées : les pays d'Europe du nord postulants à l'UE cèdent devant la pression des marchés, l'Espagne et le Portugal dévaluent mais demeurent dans le SME, l'Italie et le Royaume-Uni « suspendent » leur participation au SME. La lire et la livre se déprécient massivement.

L'Italie vers la normalisation

Au cours des années quatre-vingt l'Italie a connu une croissance équivalente à la moyenne observée dans l'UE. Cependant cette similitude masque des évolutions macroéconomiques atypiques : le niveau de l'inflation est demeuré nettement plus élevé qu'ailleurs, les finances publiques ont connu des déséquilibres persistants, sans que pour autant les performances en matière d'emploi soient meilleures que dans les autres pays européens.

Des efforts entrepris afin d'appliquer des réformes structurelles ont permis à l'Italie de revenir vers une situation plus saine. En matière de finances publiques notamment des réformes permettent de réduire continûment le déficit primaire des administrations publiques (Harasty et Le Cacheux, 1994). Elles s'accroissent à partir de 1990, inaugurant une pé-

4. Dans la suite de cet article nous évoquons la sortie du SME par souci de simplification ; il faut évidemment entendre sortie du mécanisme de change du SME dans la mesure où les deux monnaies considérées demeurent associées au système monétaire européen, ne serait-ce que parce qu'elles figurent dans le panier de définition de l'ECU (plus tard l'EURO).

riode de réduction ininterrompue du déficit structurel⁵, d'environ 1 point de PIB par an jusqu'en 1994 (au sens du FMI, tableau 2). Pourtant la hausse des taux d'intérêt réels et la politique de change ont différé, voire anéanti, les effets de ces efforts. Il faut attendre les plans drastiques initiés par les gouvernements « techniques » Amato et Ciampi à partir de 1992, ainsi que les réformes structurelles — désindexation des salaires, réforme du système financier et de la protection sociale notamment —, pour que des résultats sensibles apparaissent enfin. Ces réformes vigoureuses coïncidant avec la sortie de la lire du SME, il est *a priori* difficile de faire la part entre un effet immédiat des nouvelles mesures et le ballon d'oxygène procuré par la dépréciation, dans l'évolution économique observée en Italie depuis 4 ans.

2. Evolutions macroéconomiques en Italie

En volumes

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Principaux agrégats									
PIB	3,1	4,1	2,9	2,1	1,2	0,7	-1,2	2,1	3,0
Consommation des ménages	4,2	4,2	3,5	2,4	2,7	1,0	-2,4	1,5	1,7
Consommation APU	3,4	2,8	0,8	1,2	1,5	1,0	0,6	0,0	-0,4
FBCF	5,0	6,9	4,3	3,6	0,8	-1,8	-12,8	0,2	5,9
Exportations	4,7	5,4	8,8	7,0	0,5	5,0	9,1	10,5	11,6
Importations	6,8	9,1	7,6	8,1	3,4	4,6	-8,1	8,9	9,6
Balance courante (1)	-2,8	-3,5	-4,1	-3,8	-4,0	-3,7	-4,0	-3,0	-1,7
Inflation	4,6	5,0	6,6	6,1	6,4	5,3	4,2	4,0	5,2
Marché du travail									
Emploi total	0,4	0,9	0,2	0,9	0,8	-1,0	-2,9	-1,5	-0,4
Industrie	-1,0	1,8	1,0	0,4	-2,1	-3,9	-4,6	-1,3	-1,3
Autres branches marchandes	0,6	0,4	-0,3	1,1	1,7	-0,7	-2,9	-2,0	-0,3
Productivité	2,6	3,0	2,7	1,2	0,3	1,8	2,0	3,8	2,9
Taux de chômage (2)	10,9	10,9	10,9	10,3	9,9	10,5	10,2	11,3	12,0
Finances publiques									
Solde observé total	11,0	10,7	-9,9	-11,0	-10,2	-9,6	-9,6	-9,0	-7,1
Solde primaire	-3,2	-2,7	-1,0	-1,4	0,0	+1,9	+2,5	+1,7	+4,1
Solde structurel total (FMI)	-10,8	-11,0	-10,6	-12,3	-11,1	-9,6	-7,9	-7,3	-6,0

Sources : Banque d'Italie, FMI, Istat (1996), base de données MIMOSA, OCDE. Données en taux de croissance annuel sauf (1) en % du PIB. Istat et OCDE (1996b), (2) pourcentage de la population active, ancien concept remis à niveau jusqu'en 1989.

5. Définir un solde structurel est néanmoins un exercice délicat qui impose à la fois de définir ce qu'est la trajectoire tendancielle de l'économie et d'évaluer l'effet sur les recettes et les dépenses d'un écart conjoncturel à cette trajectoire.

L'Italie dévaluée : 1992 – 1996

L'Italie a participé à la création du SME en 1979, conservant toutefois jusqu'en 1990 une marge de fluctuation de 6 % pour la lire, au lieu de 2,25 % pour les autres monnaies. Au cours de ces 13 années passées dans le SME, la lire s'est toujours nettement moins dépréciée que n'auraient pu le laisser attendre les différentiels d'inflation observés avec ses partenaires (graphique 2).

En 1992 le cours pivot de la monnaie italienne dans le SME est de 748 liras/DM. Durant les années suivantes la lire s'est fortement dépréciée jusqu'à plus de 1 200 liras/DM ce qui conforte l'idée que le « bon » taux de change était très loin du cours pivot de 1992. En effet, depuis cette période la situation économique de l'Italie s'est sensiblement améliorée du point de vue de la convergence nominale (critère habituellement privilégié par les marchés), de la situation structurelle des finances publiques, de l'inflation et des structures économiques en général, et ce en dépit de la forte dégradation de l'emploi. Il semble indéniable que la parité initiale de la devise italienne était surévaluée, même s'il est difficile de mesurer l'ampleur de cette surévaluation. On peut considérer que le réajustement intervenu en 1992/1993 a mis fin à l'ancrage nominal de la lire, qui avait entraîné d'importantes pertes de compétitivité depuis 1987, sans procurer les bénéfices escomptés (c'est à dire sans parvenir à obtenir de désinflation, *a fortiori* de désinflation compétitive).

Le plan budgétaire mis en œuvre en 1992 a été particulièrement lourd. Il a considérablement déprimé les composantes de la demande intérieure, d'autant qu'il s'est accompagné d'une rigueur salariale et d'un ajustement des effectifs sans précédents. C'est seulement la demande extérieure qui a permis d'empêcher que la récession soit plus profonde en 1993 et ne perdure les années suivantes.

Demande intérieure : la dépression

En 1993 toutes les composantes de la demande intérieure se contractent. Du côté de la consommation tous les secteurs reculent, même si ce sont les biens durables qui connaissent le ralentissement le plus sensible. Pour la première fois la consommation de services en volume baisse. Cette chute de la consommation, alors que le taux d'épargne des ménages recule de 2 points, s'explique avant tout par la chute du revenu disponible qui, en 1993, diminue de 4 % en termes réels. En effet, entre 1990 et 1993 les impôts directs perçus par les administrations publiques passent de 14,5 à 16,3 points de PIB, et les cotisations sociales de 12,9 à 13,7 points de PIB. Dans le même temps le pouvoir d'achat de la masse salariale diminue de 3%. Dans ces conditions, la diminution de la consommation apparaît normale, ce que confirme l'absence de rupture significative (tableau 4) : le choc négatif sur le taux d'épargne en 1993 se résorbe en 1994 et 1995.

A cette chute de la consommation s'ajoute un effondrement de l'investissement. Contrairement à la plupart des pays d'Europe, la crise

immobilière n'est pas la principale composante de cette chute, puisque la FBCF en bâtiments ne diminue « que » de 6,4 % en 1993, alors que l'investissement en matériel et outillage baisse de 19,3 % cette même année. En revanche, cette dernière composante repart fortement dès 1994, tandis que la construction continue de baisser. Cet ajustement n'apparaît cependant pas comme le fruit d'un changement de comportement des entreprises face à une situation spécifique : en effet, seul le comportement d'investissement des « autres branches marchandes » présente une rupture significative à partir de 1993. Si la FBCF manufacturière est surestimée par le modèle, le test statistique ne permet pas de conclure sans ambiguïté à une instabilité (tableau 4).

Comme le creux conjoncturel est marqué par un déstockage important, qui contribue à - 1,4 % de la croissance du PIB, la demande intérieure totale recule de 4,2 % en 1993, avant de ne repartir que mollement à + 1 % puis + 1,7 % en 1994 et 1995.

Depuis la fin des années quatre-vingt, la politique budgétaire a toujours été restrictive, dans le sens où depuis 1985 le solde primaire n'a cessé de s'améliorer, devenant même excédentaire depuis 1992, et atteignant 4,1 points de PIB en 1995. A partir de l'entrée en fonctions du gouvernement Amato, une restructuration des finances publiques a été engagée afin de réduire le déficit budgétaire : cette politique a essentiellement consisté à relever les recettes et à réformer les dépenses, tout en diminuant leur poids dans le PIB, afin de stabiliser l'endettement (graphique 4). Cependant, comme dans les années quatre-vingt, où la part des intérêts versés est demeurée importante en dépit de la participation italienne au SME, le maintien d'une prime de risque importante sur les taux d'intérêt a empêché la manifestation positive des efforts budgétaires entrepris, et pesé sur la croissance économique.

Pas d'inflation et pas d'emplois

Cet ajustement des finances publiques, et la dépression de la demande intérieure qui l'accompagne, ont une incidence atypique sur l'emploi : on observe en effet une augmentation de la productivité dans le creux du cycle, ce qui est un phénomène exceptionnel.

Dans la récession de 1993 les réductions d'effectifs ont été beaucoup plus fortes que traditionnellement dans une récession en Italie, indiquant que des restructurations importantes ont certainement été effectuées. D'une part, les entreprises publiques, sous l'effet des mesures de rigueur, ont été contraintes de licencier, notamment dans le sud du pays, habituellement moins sensible aux fluctuations conjoncturelles que le nord, en raison du fort niveau d'intervention de l'Etat (OCDE, 1995). D'autre part, le secteur des services a vu ses effectifs baisser considérablement en raison de la diminution des travailleurs indépendants partiellement liée aux réformes institutionnelles des structures de distribution et du petit commerce (OCDE, 1995 et 1996). Enfin, en 1992/1993 les entreprises qui continuaient d'investir ont effectué une rationalisation importante de leur appareil de production, compromettant ainsi

l'emploi, qui ne s'est pourtant que peu redressé lorsque les investissements de 1994 et 1995 ont de nouveau développé la capacité de production (ISCO, 1996).

En dépit de ces évolutions congruentes nos estimations statistiques n'indiquent de rupture de comportement que pour l'emploi dans les services marchands (tableau 4), ce qui semble normal compte tenu des réformes structurelles dans le secteur abrité (*cf.* ci-dessus). Il est donc difficile d'attribuer la dégradation de l'emploi à un comportement spécifique des employeurs qui serait associé à la dévaluation.

Si la modération des prix peut apparaître paradoxale après une dévaluation, elle s'explique aisément par la chute de la demande intérieure et les évolutions de la productivité du travail que nous avons décrites. L'accord salarial intervenu en 1992, supprimant l'échelle mobile et indexant les salaires sur l'inflation prévue par le gouvernement (tant pour la fonction publique que dans les négociations de branches) a également joué un rôle important pour la modération des prix. En effet, même si, dans nos estimations récentes, le mécanisme d'échelle mobile n'apparaissait plus comme significatif dans les équations de salaires, ceux-ci demeuraient négociés sur la base d'anticipations de prix élevées. De plus, dans un contexte de récession et de dégradation importante de la situation du marché du travail les exigences salariales ont été normalement moins fortes. La modération salariale (graphique 6) ne rend pas pourtant significatif le test de rupture.

Le ralentissement observé sur les prix à la production dès 1993 ne s'est retrouvé dans les prix de consommation qu'en 1994 en raison des hausses de prix des services publics et des loyers partiellement libérés. Ce décalage est aussi lié au rattrapage progressif des marges par les importateurs ⁶. La résurgence transitoire d'inflation en 1994/1995 est quant à elle liée aux effets des corrections fiscales (0,8 point selon OCDE, 1996), mais également à une augmentation du prix des concurrents à la suite de la rechute de la lire.

Finalement, les prix ralentissent d'une manière beaucoup plus sensible que n'auraient pu le laisser attendre les comportements passés inscrits dans notre modèle : l'équation de prix de la valeur ajoutée dans le secteur manufacturier présente une rupture surtout marquée par les comportements de 1994 et 1995. Il est toutefois remarquable qu'en 1991 et 1992 on observait déjà une dérive à la baisse de ce prix par rapport aux comportements usuels.

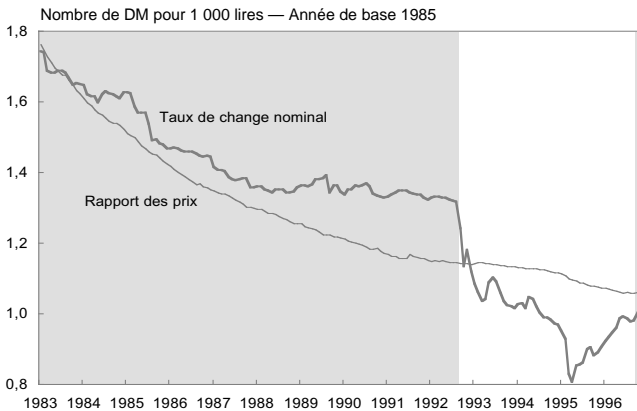
L'ajustement s'appuie sur l'extérieur

Les volumes exportés ont bénéficié de la dévaluation. De plus, dans un contexte de réduction tendancielle des parts de marché des pays in-

6. Dès la mi-1994, la hausse cumulée des prix des importations (+17 %) représentait près de 80 % de la dépréciation de la lire depuis 1992 (OCDE, 1995).

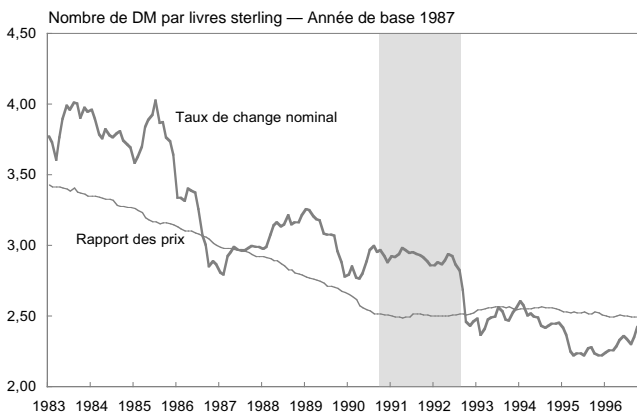
dustrialisés, l'Italie est parvenue à rattraper entre 1992 et 1994 les parts perdues au cours des cinq années précédentes. Ces gains de parts de marché correspondent partiellement à un retour de la compétitivité-prix des exportations, mais également à des effets positifs de la compétitivité hors-prix (OCDE, 1995).

Les importations se sont contractées plus fortement que la demande intérieure en 1993. La tendance à l'accroissement du taux de pénétration étranger, c'est à dire aux pertes de compétitivité italiennes, a donc été inversée. La rupture de comportement dans notre équation de volumes importés est significative, mais le profil est difficile à interpréter : il montre que les importations se sont ralenties excessivement en 1993 et ont ensuite redémarré plus violemment que ne le laissaient présager les comportements habituels retracés par nos équations.



2. Taux de change DM/Lire et rapport des prix de consommation Italie/Allemagne

Source : OFCE, calculs des auteurs.



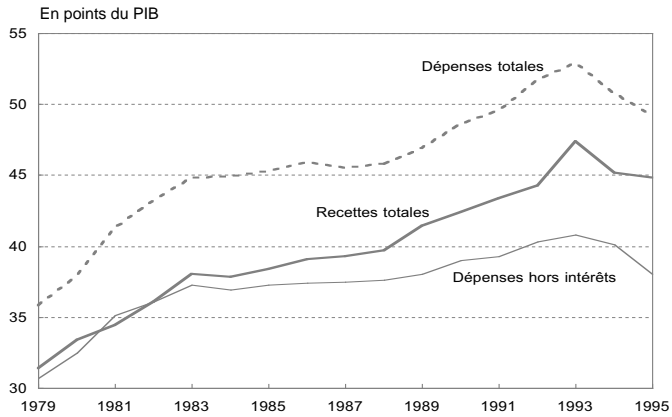
3. Taux de change DM/Livre et rapport de prix de consommation Royaume-Uni / Allemagne

Source : OFCE, calculs des auteurs.

Au total, la balance courante qui n'avait cessé de se dégrader au cours de la décennie précédente est redevenue positive dès 1993, l'excédent s'accroissant encore en 1994 et 1995. Les effets de courbe en J usuellement observés dans les expériences de dévaluation ont été annulés par les évolutions croisées d'une demande intérieure qui s'est contractée –entraînant avec elle les importations– et d'une demande extérieure dynamique, surtout sur les marché extra-européens.

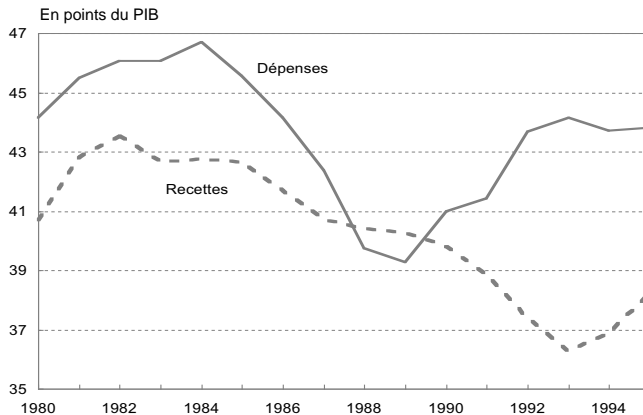
On observe toutefois ce paradoxe d'une dépréciation ne permettant pas à l'Italie d'enregistrer une croissance supérieure à celle de ses partenaires européens. Dès lors deux interprétations sont possibles : soit les enchaînements macroéconomiques postérieurs la dévaluation n'ont pas été vertueux, soit la dévaluation était nécessaire pour que l'Italie demeure dans le sillage de ses partenaires. Dans tous les cas, les résultats que nous venons de d'évoquer ne décrivent pas une dévaluation compétitive classique.

4. Recettes et dépenses publiques en Italie



Source : Commission européenne.

5. Recettes et dépenses publiques au Royaume-Uni



Source : Commission européenne.

Le Royaume-Uni en 1992 : le déphasage et l'expérience du SME

Au début des années quatre-vingt-dix, le Royaume-Uni se caractérise par un décalage conjoncturel relativement aux autres pays européens (graphique 1). La récession est à la fois précoce (environ 18 mois avant le reste de l'Europe), profonde (le PIB recule au total de 2,5 %, contre 1 à 1,5 % dans les pays d'Europe continentale et aux Etats-Unis) et prolongée (c'est seulement au troisième trimestre de 1993 que le PIB dépasse son niveau de la mi-1990). Elle s'explique en partie par le retournement du cycle financier, après une phase d'expansion soutenue entre 1985 et 1988, pendant laquelle la croissance du PIB atteint ou dépasse 4 % chaque année. La récession est notamment marquée par l'effondrement de l'investissement logement (- 15 % en 1990 et 1991 pour l'investissement résidentiel des ménages) et par une forte chute de l'investissement productif. Le taux de chômage progresse rapidement atteignant 9,5 % en 1992 contre 7,9 % en 1991 et 5,5 % en 1990.

Cependant le rythme de croissance des prix reste nettement plus élevé que chez les partenaires européens, ce qui est difficile à expliquer dans un pays marqué par une décennie de politique thatcherienne (monétarisme, privatisations et déréglementation, notamment du marché du travail). La surchauffe de la fin des années quatre vingt engendre une poussée inflationniste qui atteint 7,3 % et 7,9 % en 1990 et 1991. Certains observateurs (OCDE, 1990) invoquent le manque de crédibilité de la politique monétaire ainsi que son caractère insuffisamment restrictif. En effet, depuis le milieu des années quatre-vingt, le gouvernement britannique est à la recherche d'une politique monétaire. La « Stratégie Financière à Moyen Terme » (MTFS) thatcherienne fondée sur le contrôle strict d'agrégats monétaire s'est heurtée aux innovations financières des années quatre-vingt, la pratique redevenant discrétionnaire. Après un épisode de participation « fantôme » au SME en 1987-88, caractérisé par une politique monétaire accommodante (Le Cacheux et Wind, 1990), la fin des années quatre-vingt voit une montée des taux d'intérêt (de 8 % mi-1988 à 15 % fin 1989) qui ne tempère pas l'inflation. Dans ce contexte, la décision d'adhérer au SME en 1990 répond essentiellement à un objectif d'ancrage nominal. Le Royaume-Uni se rallie à la stratégie de désinflation en s'inscrivant dans une logique « d'importation de la crédibilité » du SME. La livre sterling entre dans le SME en octobre 1990 à un taux pivot de 2,95 DM par livre sterling, relativement élevé par rapport au cours antérieur de la livre (graphique 3), ce qui contribue par la suite à peser sur la compétitivité de la livre dans un contexte de fléchissement de la demande interne⁷. La période du SME est néanmoins marquée par un apparent succès, qui se traduit par la baisse sensible des taux d'intérêt et la réduction de l'écart de taux vis à vis de l'Allemagne (graphique 8).

7. La bande de fluctuation admise étant de 6%. Définir un taux de change d'équilibre pose des problèmes bien connus. Pour les uns, le taux pivot choisi à l'entrée de la livre dans le SME est justifié sur la base de critères de parité de pouvoir d'achat. Pour les tenants de l'approche par les « taux de change d'équilibre fondamentaux », (Taux de change permettant une balance courante équilibrée à long terme) ce taux d'entrée est surévalué d'environ 10% (Williamson, 1991).

En matière budgétaire, la décennie Thatcher est caractérisée par le désengagement de l'Etat et un ajustement des finances publiques (graphique 5) : la part dans la PIB des dépenses et des recettes diminue, le solde public devient excédentaire en 1988. Cette amélioration est cependant transitoire : le budget bénéficie de la conjoncture favorable, de l'augmentation des recettes pétrolières, et les privatisations contribuent de façon importante à la réduction du besoin de financement du secteur public (Riffart, 1992). Avec l'amorce du retournement en 1988-89, les dépenses publiques retrouvent une pente ascendante, tandis que les recettes continuent de fléchir. Le déficit public se creuse, atteignant plus de 6,3% du PIB en 1992.

Compte tenu du décalage conjoncturel — qui aurait dû avoir tendance à comprimer les importations tout en favorisant les exportations vers une Europe encore en phase de croissance — le déficit de la balance des paiements courants demeure important, 1,7 % du PIB en 1992 : le Royaume-Uni conserve encore les séquelles du contre-choc pétrolier de 1986 et semble avoir peu bénéficié de l'unification Allemande.

Le Royaume-Uni depuis la crise du SME

A la fin de l'année 1992 marque un tournant pour la conjoncture britannique. La récession, provoquée par un défaut de demande interne, se prolonge sans être accompagnée de performances particulièrement bonnes en matière d'inflation ou de commerce extérieur. Dans un premier temps l'ajustement tendanciel des finances publiques est relâché, puis en septembre 1992 la parité fixe de la livre est abandonnée. Dans les semaines qui suivent cette sortie du SME, la livre recule de 15 % par rapport au DM fin 1993 ; puis après deux ans de stabilité, elle rechute d'environ 5 % au début 1995.

Une politique monétaire recadrée

La sortie du SME en septembre 1992 s'effectue sous la pression des marchés, même si la vague spéculative est en grande partie déclenchée par l'anticipation d'un changement de cap de la politique monétaire (Wyplosz et Eichengreen, 1993). Face à la hausse des taux d'intérêt en Allemagne, à la persistance d'une situation interne dégradée, les marchés ne jugent pas crédible la poursuite d'une politique monétaire dure. A court terme, l'abandon de la parité permet une baisse rapide et importante des taux d'intérêt : la baisse instantanée des taux courts atteint deux points. L'écart de taux vis à vis de l'Allemagne devient négatif. Dans un second temps, les taux à court terme baissent progressivement de 8 % fin 1992 à 5 % mi-1994.

La crise du SME aboutit par ailleurs à la définition d'un nouveau cadre de politique monétaire au Royaume-Uni. D'une part, la Banque

d'Angleterre acquiert plus d'autonomie⁸ ; d'autre part, même si la référence à des objectifs d'agrégats monétaires demeure, la politique monétaire s'articule désormais autour d'une cible explicite d'inflation. Cette dernière est définie sous la forme d'une fourchette (1% à 4%), l'objectif à moyen terme étant de contenir durablement l'inflation dans la partie inférieure de cette fourchette (soit une inflation inférieure à 2,5%). Depuis 1994, la politique des « petits pas » est pratiquée en matière de taux d'intérêt. Le taux de base remonte progressivement de 5,25 à 6,75% entre 1994 et 1995, et oscille autour de 6% au cours de l'année 1996.

3. Evolutions macroéconomiques au Royaume-Uni

En volumes

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Principaux agrégats									
PIB	4,6	4,9	2,3	0,6	-2,1	-0,5	2,3	4,0	2,5
Consommation des ménages	5,3	7,5	3,2	0,6	-2,2	-0,1	2,5	2,6	2,0
Consommation APU	1,0	0,7	1,4	2,5	2,6	-0,1	0,2	1,9	1,3
FBCF	10,3	13,9	6,0	-3,5	-9,5	-1,5	0,6	2,9	-0,1
Exportations	5,8	0,5	4,7	5,0	-0,7	4,1	3,5	9,2	7,2
Importations	7,8	12,6	7,4	0,5	-5,2	6,6	3,0	5,4	3,9
Balance courante (1)	-1,2	-3,6	-4,4	-3,4	-1,4	-1,7	-1,7	-0,4	-0,4
Inflation (2)	3,9	4,6	5,9	8,1	6,7	4,7	3,0	2,3	2,9
Marché du travail									
Emploi total	1,8	3,4	2,7	1,1	-3,0	-2,1	-1,5	0,5	1,2
Industrie	-0,7	1,2	0,4	-2,6	-9,6	-5,0	-4,0	0,3	1,2
Autres branches marchandes	2,2	4,3	4,9	2,2	-2,8	-2,7	-1,5	0,9	1,7
Productivité	2,8	1,5	-0,4	-0,6	1,0	1,6	3,8	3,5	1,2
Taux de chômage (3)	10,4	8,3	6,2	5,5	8,0	9,6	10,4	9,4	8,2
Finances publiques									
Solde observé total	-1,7	0,7	1,0	-1,2	-2,6	-6,3	-7,8	-6,8	-5,6
Solde primaire	1,7	3,6	3,3	1,2	-0,4	-4,2	-5,6	-4,2	-2,8
Solde structurel total (FMI)	-2,3	-1,7	-1,5	-3,7	-2,7	-3,8	-4,4	-4,1	-3,2

Sources : FMI (1993 et 1996), Istat (1996), base de données MIMOSA, NIESR, OCDE, ONS (1996). Données en taux de croissance annuel sauf (1) en % du PIB. Istat et OCDE (1996b), (2) Indice des prix de détail hors intérêts (3) pourcentage de la population active.

8. Les décisions relèvent toujours du gouvernement, mais elle émet un avis indépendant sur les perspectives d'inflation. Des rencontres mensuelles entre Gouverneur de la Banque et Chancelier de l'Echiquier sont institutionnalisées, dont les comptes rendus sont publiés.

Politique budgétaire : changement de cap ou pause dans l'ajustement ?

L'examen du solde public donne l'impression d'un changement de cap en matière budgétaire : excédentaire en 1990, il devient déficitaire de près de 8 % en 1993 (tableau). Il est cependant difficile d'apprécier le caractère restrictif ou expansif de la politique budgétaire au cours de la reprise britannique, d'une part en raison de la présomption d'une forte composante conjoncturelle du déficit liée à l'ampleur et au décalage du cycle, d'autre part du fait des difficultés à évaluer un solde budgétaire structurel⁹. De plus, le rôle des stabilisateurs automatiques est explicitement reconnu et revendiqué par les autorités budgétaires. Ainsi, le creusement conjoncturel du déficit n'entre pas nécessairement en contradiction avec les principes fondateurs de la MTFSS, qui ont pour objectif l'équilibre budgétaire à long terme, et en moyenne sur le cycle. Par ailleurs, il existe souvent un délai assez long entre l'annonce d'une mesure et la date de son entrée en application¹⁰, et les effets d'annonce peuvent obscurcir l'impact des mesures effectivement mises en oeuvre. Enfin, sur la période considérée, les autorités budgétaires affichent systématiquement des objectifs ambitieux (liés à des prévisions de croissance optimistes), rarement réalisés *ex-post*.

L'analyse des mesures successives, des déficits observés et des soldes structurels, indique une certaine relance délibérée en 1992 et 1993, rapidement contrebalancée par des mesures restrictives en 1994 et 1995. Si l'on prend la variation du solde structurel calculée par le FMI comme indicateur de l'impulsion budgétaire, la politique est expansive en 1992 et 1993 et plus restrictive principalement à partir de 1995. Mais le déficit observé ne se résorbe que lentement. Dans les deux cas, l'action budgétaire passe plus par l'impôt que par la dépense publique : ainsi les mesures mises en oeuvre en 1992-93 comprennent la réduction du taux d'imposition sur le revenu et une baisse importante de la taxe automobile. Les années 1994-95 voient le redressement des recettes publiques, *via* la hausse des cotisations sociales, l'augmentation des taxes indirectes, la suppression de certains avantages fiscaux. N'étant pas explicitement « prétendant » à l'UEM le Royaume-Uni ne subit pas les critères ni les échéances prévues par le traité de Maastricht. En conséquence, la pression à l'ajustement demeure moindre que pour les autres pays européens et répond principalement à des contraintes internes.

Reprise britannique : des emplois et pas d'inflation

A l'image de la récession qui la précède, la reprise de 1993 est plus marquée au Royaume-Uni (+2,3 %) qu'en Europe continentale, et s'accélère vivement en 1994 (+4 %) (tableaux 1 et 3). La consommation explique l'essentiel de la croissance en 1993 sous l'effet de baisses d'im-

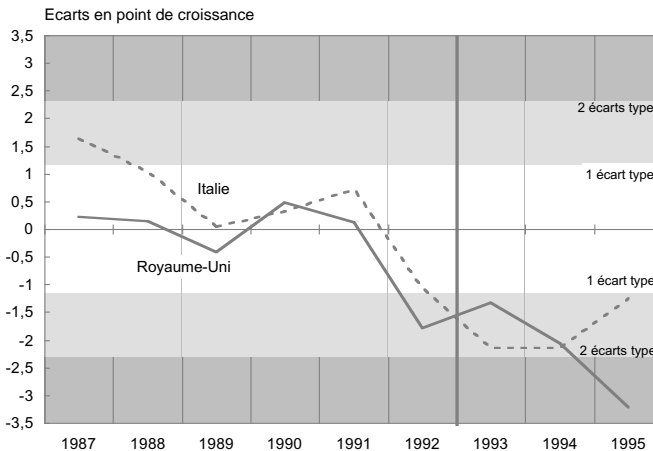
9. Voir note dans la partie Italie.

10. Ainsi le budget présenté en mars 1993 prévoit un train de ponctions sur les ménages, effectif en avril 1994.

pôts et de la réduction du taux de chômage. L'investissement logement reste pour sa part durablement déprimé : en 1994-95, il est à son niveau de 1986. En 1994, la croissance apparaît tirée par l'extérieur. Pendant la phase de reprise, l'investissement demeure atone.

Les résultats des tests menés à l'aide des principales équations économétriques de MIMOSA (tableau 4) confirment partiellement l'analyse des contributions à la reprise. Les tests suggèrent l'existence de chocs négatifs de consommation et d'investissement-logement, variables qui apparaissent surestimées par le modèle. Si une rupture de l'investissement logement est conciliable avec les évolutions apparentes, la rupture dans le comportement de consommation nous semble plus ambiguë et doit être interprétée avec prudence. En premier lieu, cette rupture intervient dès 1992, et peut se confondre avec les chocs qui sont à la source de la récession. De plus, il est notable que les écarts apparaissent dans des équations de demande privée qui font intervenir la variation du taux de chômage ; sur le passé le taux de chômage explique, au titre de l'effet épargne de précaution, une partie du cycle de la consommation et de l'investissement résidentiel. Au cours de la dernière reprise, le taux de chômage a rapidement baissé, sans entraîner une baisse du taux d'épargne financière des ménages. On peut formuler l'hypothèse que cette baisse vigoureuse du taux de chômage, du fait de ses caractéristiques spécifiques (voir ci-dessous), n'a pas pour les ménages la signification usuelle de réduction de l'incertitude.

Après un retournement brutal, qui a contribué à déclencher la récession, l'investissement des entreprises ne manifeste pas d'anomalies depuis 1992.



6. Variables d'écart des équations de salaire

Note : équations estimées jusqu'en 1992.

Source : OCDE.

Encadré technique : tester hors-échantillon la stabilité de relations économétriques

Principes des tests

Un modèle macroéconomique fournit une représentation quantifiée des comportements que l'on peut utiliser pour détecter des comportements exceptionnels. Il y a présomption de rupture ou de choc si les valeurs prédites par le modèle sur une période récente s'écartent nettement des valeurs observées. Le repérage de la rupture peut être formalisé par un test statistique de stabilité du modèle hors-échantillon.

Supposons que l'on ait estimé le modèle :

$$Y = Xb + u \quad (1)$$

sur T observations, le nombre de variables explicatives étant égal à K (ainsi Y est un vecteur d'observation à T éléments, X est une matrice à T lignes et K colonnes, b est un vecteur de K paramètres).

Si l'on dispose de N observations supplémentaires postérieures à la période d'estimation, on peut tester « hors-échantillon » la stabilité du modèle estimé. Le test peut être mené pour N faible : typiquement, les équations utilisées dans l'article sont estimées sur la période 1968-92, avec 4 variables explicatives, et on dispose des données pour 1993, 1994 et 1995, soit T=25, K=4, N=3.

Deux modalités de test sont possibles (voir Harvey, 1990, p.181).

- La première est un test du Khi-2 fondé sur les erreurs de prévision hors-échantillon. Soit b^* l'estimateur obtenu par la régression (1). Considérons les erreurs de « prévision » (il ne s'agit pas d'erreur de prévision *stricto sensu*, car les valeurs des variables explicatives sont connues et utilisées) sur les nouvelles observations : $e_t = y_t - x_t \cdot b^*$ pour $t = T+1$ à $T+N$.

Soit s l'écart-type estimé de la régression, que l'on assimile à l'écart type des aléas u .

Alors, sous l'hypothèse de stabilité du coefficient b,

$$k = ((e_{T+1})^2 + \dots + (e_{T+N})^2) / s^2$$

suit une loi du Khi-2 à N degrés de liberté.

- La seconde est un test de Chow « prédictif ». Ce test impose de réestimer le modèle sur l'ensemble des points disponibles. Soient SCR_T et SCR_{T+N} les sommes des carrés des erreurs obtenues respectivement par l'estimation initiale sur T observations et par la seconde estimation (sur T+N observations). Alors, sous l'hypothèse de stabilité du coefficient b,

$$F = (SCR_{T+N} - SCR_T) / (Ns^2)$$

suit une loi de Fisher à N et T-K degrés de liberté.

Le premier test est plus simple mais n'est valable que pour de très grands échantillons, puisqu'il néglige l'incertitude associée à l'estimation de s et de b^* . Il tend à indiquer trop souvent des ruptures. Le test de Chow, valable à distance finie, paraît préférable dans le cas des équations analysées ici.

Un rejet de l'hypothèse de stabilité (*i.e.* une valeur élevée de la statistique de test) peut signifier qu'il y a eu rupture dans le comportement sous-jacent : c'est ce que l'on cherche à détecter, et c'est ainsi que l'on interprète le test dans cet article. Mais il importe d'avoir à l'esprit le fait que le rejet de l'hypothèse peut également signifier que le modèle estimé sur la première période n'était pas valide.

Lecture des tableaux

Pour chacune des équations les tableaux fournissent :

- La spécification de l'équation en niveau (N) ou taux de croissance (T).
- Le nombre de degrés de liberté de l'équation estimée sur la période initiale (Ddl).
- L'écart-type de l'équation du modèle en points ou pourcentage de la variable endogène (SER).
- La valeur de la statistique du Khi 2 à 3 degrés de liberté [$\chi^2(3)$]. (valeur-seuil au niveau de signification 5 % : 7,81 ; au niveau 1 % 11,3). Au delà des valeurs les ruptures des coefficients de l'équation sont significatives.
- La valeur de la statistique de Fischer F(3,ddl) (dans le cas où ddl=20, les seuils de significativité sont 3,10 à 5 % ; et 4,94 à 1 %). Au delà des valeurs les ruptures des coefficients de l'équation sont significatives.
- L'indication d'une rupture dans le comportement illustré par l'équation considérée :
 - * Il existe une présomption de rupture (le test de Chow est significatif au niveau 5 %).
 - ** Il y a une forte présomption de rupture (le test de Chow est significatif au niveau 1 %).

4. Evaluation des ruptures de comportements dans les équations MIMOSA

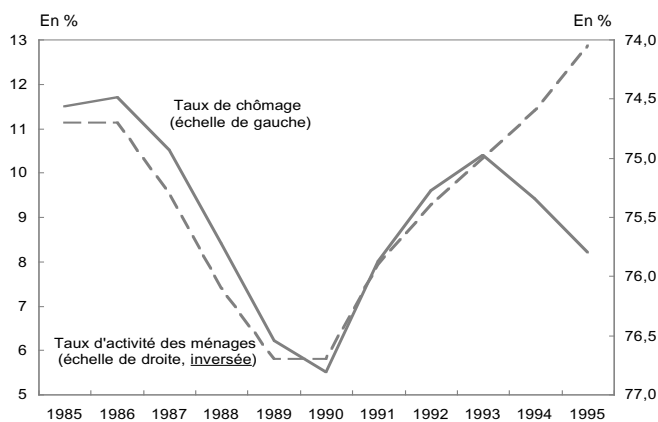
Rupture sur la période 1993-1995	SER	$\chi^2(3)$	F(3,ddl)	Rupture	ddl	type
Italie						
Consommation des ménages	1,1 %	10,2	2,0	—	19	N
Investissement logement	2,0 %	9,6	0,8	—	18	N
FBCF équipement branche manufacturière	2,2 %	33,0	4,1	*	11	N
FBCF équipement autres branches marchandes	3,0 %	230,8	53,7	**	13	N
Emploi branche manufacturière	0,7 %	5,8	0,9	—	18	N
Emploi branche services	0,6 %	31,2	6,7	**	18	N
Prix de valeur ajoutée branche manufacturière	0,9 %	17,3	10,0	**	16	N
Salaire branches marchandes	1,1 %	8,4	2,0	—	19	T
Exportations branche manufacturière	2,7 %	45,8	1,4	—	16	N
Importations branche manufacturière	2,8 %	83,5	9,1	**	17	N
Prix des importations branche manufacturière	1,9 %	1,5	0,4	—	18	T
Prix des exportations branche manufacturière	1,6 %	10,7	1,8	—	18	N
Royaume-Uni						
Consommation des ménages	1,1 %	41,2	5,3	**	20	N
Investissement logement	3,6 %	80,6	11,2	**	19	N
FBCF équipement branche manufacturière	4,3 %	2,4	0,4	—	11	N
FBCF équipement autres branches marchandes	3,9 %	33,8	2,6	—	10	N
Emploi branche manufacturière	1,0 %	31,1	4,4	*	13	N
Emploi branche services	1,3 %	0,2	0,0	—	14	N
Prix de valeur ajoutée branche manufacturière	1,2 %	5,6	1,9	—	15	N
Salaire branches marchandes	1,2 %	12,1	4,0	*	20	T
Exportations branche manufacturière	2,7 %	1,9	0,3	—	16	N
Importations branche manufacturière	2,3 %	1,4	0,5	—	12	N
Prix des importations branche manufacturière	2,7 %	4,1	1,2	—	14	T
Prix des exportations branche manufacturière	1,9 %	16,2	4,4	*	16	T

Source : modèle MIMOSA CEPII-OFCE.

Un des traits majeurs de la reprise britannique est de s'accompagner d'une inflation historiquement faible dans un contexte de dépréciation et de baisse du chômage. Le principal enseignement des tests économétriques est de confirmer que la faible inflation observée s'explique en grande partie par un changement dans la formation des salaires. Au regard des déterminants traditionnels, le caractère exceptionnel de la modération salariale observée depuis 1993 est patent et s'amplifie dans le cours de la reprise : en 1993, la croissance des salaires est surestimée de 1,3 % par le modèle ; en 1995, elle est surestimée de 3,2 % (graphique 6). Le comportement des prix est pour sa part resté « traditionnel », comme l'atteste le calcul fait pour les prix de la valeur ajoutée ¹¹ du secteur manufacturier. De plus, les résidus de l'équation de prix à l'importation ne signalent pas de comportement de compression des marges de la part des exportateurs du reste du monde vers le Royaume-Uni.

La baisse du chômage entre 1993 et 1995 est forte et rapide, son taux passant de 10,4% à 8,2% aujourd'hui. Mais elle repose en grande partie sur un recul surprenant de la population active, qui va à l'encontre de l'effet de flexion usuel, même si l'allongement récent de la durée des études y contribue sensiblement. Le taux d'activité recule alors que le chômage est en baisse (graphique 7). Entre 1993 et 1995 la baisse de 610 000 du nombre de chômeurs se décompose ainsi : la population active baisse de 167 000, l'emploi salarié marchand augmente de 267 000, l'emploi indépendant de 162000, et l'emploi non marchand de 12 000 ¹². Il semble que des modifications structurelles du marché du travail sont à l'œuvre et que, comme le suggère Riffart (1996), le taux de chômage a perdu de sa pertinence comme indicateur des tensions affectant le marché du travail.

7. Taux de chômage et participation au marché du travail



Source : OCDE.

11. Dans le modèle le comportement de fixation des prix nationaux du Royaume-Uni porte sur les prix de la valeur ajoutée.

12. Ces chiffres sont issus de la base de données MIMOSA ; ils sont redressés du récent transfert, dans les statistiques britanniques de l'emploi, du National Health Service (environ 1 million d'emplois) du secteur public vers le secteur privé

Alors que dans l'ensemble des pays européens qui ont dévalué la productivité croît fortement (Villa, 1996), elle apparaît en fait conforme au comportement d'emploi habituel¹³ pour le Royaume-Uni. Les équations d'emploi du modèle MIMOSA indiquent qu'à court terme une hausse de la production se répartit pour 40 % en hausse de la productivité et pour 60 % en hausse de l'emploi, ce qui correspond au cycle de productivité usuel. S'il ne semble pas y avoir eu de choc d'emploi spécifique, il n'en reste pas moins que le cycle de productivité, en abaissant le coût salarial unitaire, a contribué à tempérer les pressions inflationnistes lors de la reprise.

La balance courante se rétablit dès 1994, et demeure stable ensuite. La poursuite d'un décalage conjoncturel masque peut-être l'effet de la dévaluation. A court terme, l'absence notable de courbe en J est généralement attribuée à une augmentation des marges à l'exportation (Nixon et Sentance, 1996), ce que confirment nos tests de rupture. Le prix des exportations manufacturières indique un comportement de marge exceptionnel et instantané de la part des exportateurs britanniques : l'erreur de prévision sur le point 1993 atteint 6 % et explique à elle seule la rupture. Lors de la dépréciation, la hausse mécanique des prix à l'importation a été compensée par une hausse exceptionnelle des prix à l'exportation, améliorant la balance courante dès 1993. En outre, les importations et exportations en volume ne paraissent pas avoir connu des évolutions exceptionnelles¹⁴, pas plus que le prix des importations.

Une comparaison des deux expériences

Au moment des attaques spéculatives de la fin de l'été 1992, les deux pays connaissent ainsi des situations conjoncturelles et structurelles différentes. Alors que le Royaume-Uni est en train de sortir d'une récession très accentuée, l'Italie, comme l'Europe continentale, affiche les symptômes d'une récession prochaine. Le point commun essentiel entre ces deux pays est leur tentative de suivre une stratégie d'ancrage au mark à la fin des années quatre-vingt ; puis l'abandon de cette stratégie face à un cumul de contraintes insoutenable.

Les finances publiques italiennes, ainsi que le système de protection sociale, doivent subir un ajustement structurel, pour éradiquer les déficits chroniques qui alimentent une dette dont la charge est devenue difficilement supportable, du fait de la montée des taux d'intérêt réels. Au Royaume-Uni, la dégradation conjoncturelle des finances publiques au sortir de la crise est moins inquiétante, mais marque une certaine dérive par rapport à l'orthodoxie de la MTF. Dans les deux pays, néanmoins, la situation des finances publiques s'améliore après la sortie du SME.

13. Le test indique que s'il y a rupture de comportement c'est à l'opposé dans le sens d'une hausse de l'emploi dans le secteur manufacturier.

14. Sous la réserve que les tests ont été réalisés en s'appuyant en partie, faute de données disponibles, sur des séries projetées de demandes adressées.

En matière de comptes extérieurs, le déficit des paiements courants italien ne cesse de se creuser jusqu'en 1992, signalant des problèmes de compétitivité, tandis le déficit se résorbe progressivement au Royaume-Uni depuis 1989, du fait du décalage conjoncturel. Après la dévaluation, l'Italie bénéficie pleinement, et au-delà des espérances, du décrochement de sa monnaie ; l'amélioration du solde extérieur au Royaume-Uni est inférieure à celle attendue.

Au Royaume-Uni la période 1993-95 se caractérise par un changement radical dans la conduite de la politique monétaire : la sortie du SME permet un fort soutien conjoncturel à court terme ; à plus long terme est amorcé un nouveau régime de politique monétaire, préfigurant peut-être l'indépendance de la Banque d'Angleterre. En Italie, si la sortie de la crise permet une décrue des taux d'intérêt, la politique monétaire ne trouve pas des marges de manœuvre comparables à celle du Royaume-Uni ; significativement, l'écart de taux vis à vis de l'Allemagne revient à la fin de 1993 à un niveau voisin de celui qu'il avait dans les années précédant la sortie du SME. On observe également un deuxième décrochage de la lire en 1994, lié à une reprise technique de l'inflation, qui s'accompagne d'une remontée importante des taux d'intérêt, et de la prime de risque.

La reprise de l'activité a également des conséquences contrastées sur l'emploi dans les deux pays. Les gains de productivité sont importants dans les deux économies, mais ils correspondent à un cycle de productivité normal au Royaume-Uni, et à de sévères restructurations en Italie. Le taux de chômage se réduit au Royaume-Uni (en partie sous l'effet de la baisse de la population active) alors qu'il bondit en Italie.

L'exceptionnelle modération salariale observée conjointement dans les deux pays doit dès lors faire l'objet d'une interprétation différente. Ce point commun explique en partie la reprise de l'emploi au Royaume-Uni, alors qu'il ne parvient pas à enrayer sa décrue en Italie.

Faire la part des chocs...

La partie précédente a mis en évidence les principales tendances qui ont accompagné la crise du SME en Italie et au Royaume-Uni. Les traits communs aux deux pays sont notamment une dépréciation massive et une faible inflation liée à une exceptionnelle modération salariale. En matière de politique économique, le Royaume-Uni est caractérisé par une importante baisse des taux d'intérêt, l'Italie par un plan drastique d'ajustement de finances publiques. Cette partie tente d'évaluer quantitativement les chocs subis et leurs conséquences ¹⁵.

15. Les simulations de cette section utilisent le modèle MIMOSA en mode isolé, i.e., maintiennent le comportement du « reste du monde » inchangé lors d'un choc affectant Italie ou Royaume-Uni.

L'impact des dépréciations

Les mécanismes à l'œuvre lors d'un choc de change, selon les modèles macroéconomiques traditionnels, portent peu à controverse. Une dépréciation favorise les exportations et décourage les importations, ce qui stimule la production intérieure, l'emploi, et enclenche la dynamique du multiplicateur. En contrepartie, la hausse du prix des importations accroît les prix à la consommation et, la boucle prix-salaires étant par ailleurs alimentée par la baisse du chômage, les grandeurs nominales s'indexent progressivement au choc initial. La perte de compétitivité qui s'ensuit concourt à réduire progressivement l'avantage procuré par la dépréciation. Sur la balance courante, l'effet de la dépréciation est négatif à court terme, les effets prix dominant les effets volume, tandis qu'il est favorable à moyen terme, selon la mécanique de courbe en J.

Quantifier le choc de taux de change dans un cas concret comme les dépréciations européennes de 1992 suppose de définir un scénario alternatif sous l'hypothèse d'absence de crise. Les incertitudes qui entachent ce type d'exercice sont multiples (Cour *et alii*, 1996). Nous choisissons ici de mesurer l'impact d'une dépréciation par rapport à la parité moyenne du premier semestre de 1992 ¹⁶.

Dans le cas italien, la parité au début 1992 est sensiblement égale au cours pivot de la lire avant sa sortie du SME. La simulation réalisée permet de cumuler les effets liés à la surévaluation antérieure de la lire avec les effets annexes induits par l'absence de gestion de la parité dans le cadre d'un accord de change. La dépréciation retenue, par rapport au deutschemark, est donc de 4% pour 1992, et atteint jusqu'à 52,2% en 1995.

Cette variante de dépréciation pure (sans autre modification de comportement des agents) suggère que l'impact de la dépréciation italienne est positif dans une mesure considérable, à court comme à moyen terme (tableau 5). En effet, elle indique un redressement des échanges extérieurs, et de la balance courante, qui relance l'investissement tout en ayant des effets bénéfiques importants sur l'emploi. On observe qu'une telle politique non accompagnée de mesures complémentaires eût été inflationniste, autrement dit que sans cette dévaluation, l'inflation aurait certainement été extrêmement faible en Italie, *ceteris paribus*. On peut ainsi mesurer à quel point la dévaluation apparaissait indispensable pour compenser l'effondrement des composantes de la demande intérieure, et limiter l'accroissement du chômage. Néanmoins, il faut relativiser les conséquences du second choc intervenu dans le courant de 1994, dans la mesure où il n'était pas souhaité par les autorités monétaires qui ont relevé leur taux d'intérêt afin d'enrayer la chute de leur monnaie.

16. Dans cette variante, comme dans les suivantes –à l'exception de la variante de taux d'intérêt–, on raisonne à taux d'intérêt nominal inchangé, c'est-à-dire que le taux d'intérêt réel se modifie en fonction des mouvements de prix.

5. Effets macroéconomiques des dépréciations

	1992	1993	1994	1995
Italie				
Impulsion : dépréciation de la monnaie*	4,0	26,0	32,9	52,2
PIB en volume	0,4	2,7	4,0	6,3
Prix à la consommation	0,4	3,1	6,1	10,7
Taux de chômage (1)	- 0,1	- 0,8	- 1,4	- 2,3
Solde des APU (2)	0,1	0,6	1,2	2,1
Balance courante (2)	- 0,1	- 0,2	1,2	0,7
Royaume-Uni				
Impulsion : dépréciation de la monnaie*	5,8	16,6	17,0	29,0
PIB en volume	0,2	1,0	1,8	2,1
Prix à la consommation	0,4	1,9	3,9	6,9
Taux de chômage (1)	- 0,1	- 0,3	- 0,5	- 0,8
Solde des APU (2)	0,0	0,2	0,6	0,9
Balance courante (2)	- 0,3	- 0,5	0,1	- 0,3

* Dépréciation par rapport à l'année initiale (1) écart en points (2) écart en points de PIB

Source : modèle MIMOSA

Au Royaume-Uni, la référence à la parité moyenne du premier semestre 1992 fournit un choc de change cumulé de l'ordre de 15 % en 1993-94, de 25 % en 1995 %¹⁷. Comme l'indique le tableau 5, la dévaluation de la livre procure, par le canal du change, un gain en croissance de l'ordre de 0,8 point de PIB, tant en 1993 qu'en 1994. L'inflation s'accélère de deux points chaque année : cela revient à dire que, en l'absence de dévaluation, le taux d'inflation eût été compris entre 1 et 2 % en 1993 et 1994 et nul en 1995. Le choc de change a contribué de façon relativement modeste au repli du chômage (0,8 point à trois ans, soit le tiers de la baisse observée depuis 1992).

Il est intéressant de comparer ces résultats à ceux d'études antérieures de Hughes-Hallet et Wren-Lewis (1995) et Leroy (1995) qui proposent deux quantifications différentes¹⁸. Si l'on teste leurs hypothèses avec notre modèle, on retrouve sensiblement les résultats de Leroy (1996), avec cependant une inflation moindre à court terme. Le gain en croissance est nettement inférieur à celui évalué par Hughes-Hallet et Wren-Lewis (1995), ce qui s'explique par l'incidence différente des chocs de taux d'intérêt.

17. Si l'on raisonne en DM / livre ; la convention MIMOSA est inverse, d'où les chiffres de 17 % et 30 % du tableau.

18. Obtenues respectivement avec les modèles Compact et GEM. Les deux études retiennent une hypothèse de dépréciation de la livre de 10 %, ce qui correspond à peu près à un scénario alternatif de maintien de la livre à son cours plancher du SME (et non pivot comme c'est à peu près le cas pour notre simulation).

Les chocs de taux d'intérêt

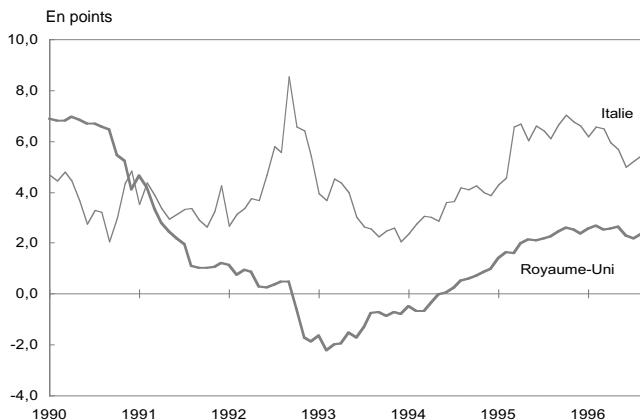
L'impact des dépréciations ne peut évidemment faire abstraction des liens entre taux de change et taux d'intérêt. La sortie du SME correspond à un abandon de l'objectif de change et au retour à une politique monétaire autonome. Dans un cadre de mobilité parfaite des capitaux, la parité non couverte de taux d'intérêt s'applique : le taux d'intérêt est déterminé par le taux d'intérêt étranger auquel s'ajoute une prime de risque incorporant les anticipations de dépréciation. Le taux d'intérêt national ne peut baisser durablement relativement au taux extérieur que si une appréciation ultérieure de la monnaie nationale est anticipée. Un relâchement (effectif ou anticipé) de la politique monétaire conduit ainsi, en change flexible avec parfaite mobilité des capitaux, à une dépréciation immédiate de la devise. La stimulation à court terme de la croissance et de l'inflation par la baisse du taux de change a été décrite ci-dessus ; elle peut d'ailleurs influencer en retour sur la politique monétaire. Mais la baisse du taux d'intérêt a également un impact direct sur l'activité, en augmentant l'investissement et la consommation des ménages.

On peut se demander si le succès de la sortie du SME est passé par le canal des taux d'intérêt, comme le soutiennent par exemple Hughes-Hallet et Wren-Lewis (1996) pour le Royaume-Uni. L'interrogation se décompose en deux branches : quel a été l'impact de la crise de change du SME sur les taux d'intérêt ? et quel est l'impact du taux d'intérêt sur l'économie ?

En dépit des liens théoriques établis entre taux d'intérêt et taux de change il est difficile — et largement arbitraire — de quantifier l'impact de la crise de change du SME sur le taux d'intérêt des pays « sortants ». Cela suppose de formuler des hypothèses sur les anticipations qui déterminent la prime de risque. De plus il faudrait distinguer taux court et taux long ¹⁹. La politique monétaire agit sur le taux court, et l'évaluation de son impact sur le taux long prête à controverse théorique et empirique. Nous avons déjà mentionné que la prime de risque vis à vis de l'Allemagne n'est quasiment jamais redescendue sous le niveau qu'elle avait avant la sortie du SME ; plus encore, lorsque des inquiétudes sont apparues quant à la résurgence de tensions inflationnistes, la prime de risque s'est considérablement accrue. En conséquence nous ne testons pas d'effet d'une modification des taux d'intérêt en Italie, par rapport à une situation où ce pays serait demeuré dans le SME : d'une part parce qu'il est difficile d'imaginer ce qu'eût été ce scénario, d'autre part parce que l'observation ne semble pas montrer de véritable avantage en matière de taux d'intérêt (graphique 8). Le cas britannique est en revanche marqué par la baisse rapide des taux suite à la sortie du SME (la prime de risque sur l'Allemagne s'abaissant de 2,5 points — graphique 8). Par la suite les taux courts se stabilisent puis remontent fin 1994. Hughes-Hallet et Wren-Lewis (1996) retiennent le profil suivant pour le gain en

19. Dans le cas de l'Italie l'ambiguïté de l'évolution des taux d'intérêt est retracée par les travaux précédents : l'étude de Locarno et Rossi ne mentionne pas de choc de taux d'intérêt ; Cour *et al* (1996) maintiennent constant le différentiel par rapport à l'Allemagne de l'année 1991, ce qui conduit à attribuer à la crise une hausse des taux courts italiens.

8. *Ecart des taux courts par rapport aux taux allemands*



Source : OFCE, calculs des auteurs.

taux d'intérêt : 3 points sur la fin 1992, 2 points en 1993, 1 point en 1994. L'ampleur de ce gain est contesté par Leroy (1996), qui avance que le maintien au SME aurait permis la poursuite de la baisse des taux à un rythme rapide.

L'impact du taux d'intérêt sur l'économie est la seconde question à trancher. Dans le modèle l'effet expansionniste de la baisse du taux d'intérêt transite par la consommation et l'investissement. Au Royaume-Uni, l'impact de la politique monétaire est généralement considéré comme fort (cf. cependant l'étude de Coudert, 1996).

Pour calibrer la baisse des taux d'intérêt nous reprenons ici les hypothèses de Hughes-Hallet et Wren-Lewis (1996)²⁰. Au Royaume-Uni l'impact de la baisse de taux d'intérêt (menée isolément) apparaît modéré

6. *Effets de la baisse des taux d'intérêt*

	1992	1993	1994	1995
Royaume-Uni				
Impulsion : baisse des taux d'intérêt*	- 0,8	- 2,0	- 1,0	- 1,0
PIB en volume	0,1	0,2	0,2	0,1
Prix à la consommation	0,0	- 0,1	- 0,1	- 0,2
Taux de chômage (1)	0,0	0,1	0,2	0,3
Solde des APU (2)	0,0	0,1	0,2	0,2
Balance courante (2)	- 0,1	- 0,3	- 0,3	- 0,2

* Ecart au compte central (1) écart en points (2) écart en points de PIB
Source : modèle MIMOSA

20. Le choc de taux d'intérêt de court terme est deux fois moindre que celui de l'étude de Cour et al. (1996) mais dans la présente variante technique nous abaissons simultanément les taux d'intérêt court et long.

sur l'activité, en raison de l'effet revenu qui pèse sur les ménages structurellement créditeurs nets et d'une substitution du capital au travail dont les effets négatifs sur l'emploi ne sont que partiellement compensés par les effets favorables à l'investissement. La baisse des taux d'intérêt n'a pas d'impact désinflationniste. En Italie les effets revenu d'une variation des taux sont tels que l'impact d'une variation des taux d'intérêt apparaît plus faible encore à court et moyen termes. Une variation des taux agit essentiellement en soulageant les comptes publics.

L'ajustement budgétaire italien et le « benign neglect » britannique

L'ajustement des finances publiques est un des chocs majeurs affectant l'économie italienne dans les années quatre-vingt-dix. Nous avons retenu comme mesure de l'impulsion budgétaire la réduction du déficit structurel calculé par le FMI. Les réductions commençant dès 1991, nous en évaluons l'impact depuis l'origine, et non pas seulement à partir de 1992, dans l'idée qu'elles ont justement une incidence structurelle, c'est à dire à moyen et long termes.

Cet exercice montre l'effet profondément négatif sur la croissance de l'ajustement des finances publiques, toutes choses égales par ailleurs. On voit que l'ampleur du déficit de croissance qu'il produit est comparable, en sens opposé, aux gains procurés par la dépréciation de 1992.

7. Impacts de l'ajustement budgétaire

	1991	1992	1993	1994	1995
Italie					
Impulsion : ajustement budgétaire*	- 1,2	- 2,7	- 4,4	- 5,0	- 6,3
PIB en volume	- 0,9	- 2,2	- 3,7	- 4,6	- 5,9
Prix à la consommation	0,2	0,4	0,6	0,4	0,0
Taux de chômage (1)	0,2	0,7	1,3	1,9	2,5
Solde des APU (2)	0,5	1,2	1,9	2,1	2,7
Balance courante (2)	0,4	0,9	1,6	2,0	2,6
Royaume-Uni					
Impulsion : ajustement budgétaire	-	+ 1,1	+ 1,7	+ 1,4	+ 0,5
PIB en volume	-	0,7	0,8	0,1	-0,7
Prix à la consommation	-	0,1	0,3	0,5	0,5
Taux de chômage (1)	-	-0,1	-0,3	-0,2	0,1
Solde des APU (2)	-	-0,8	-0,2	0,4	0,6
Balance courante (2)	-	-0,4	-0,5	-0,2	0,3

* Cumul des chocs annuels depuis l'année initiale de la variante (1) écart en points (2) écart en points de PIB.

Source : modèle MIMOSA.

Les gains procurés par la dépréciation de 1994 ne peuvent en effet s'analyser de manière homogène. Il apparaît que la politique budgétaire est intimement liée à la politique de change : l'ajustement budgétaire a précédé la dévaluation, et la simulation indique que la poursuite du redressement structurel des finances publiques n'aurait pu être menée sans modification de la parité.

Au Royaume-Uni, l'orientation de la politique budgétaire varie plusieurs fois au cours de la période. Il est donc délicat d'évaluer ses effets : ainsi, la prise en compte de l'effet — restrictif — du budget pour 1991 divise par deux la contribution apparente du choc budgétaire de 1992 à la croissance en 1992. Nous avons jugé plus réaliste d'évaluer les effets à partir de 1992 de chocs correspondant à la variation du solde structurel au sens du FMI. Il apparaît que les réductions d'impôts ont contribué à modérer la récession de 1992 à hauteur de 0,7 point, tandis que le resserrement fiscal a pesé sur la croissance de façon à peu près symétrique à partir de 1994. Le Royaume-Uni a mené sur l'ensemble de la période une politique budgétaire légèrement contracyclique. Accommodante avec le prolongement de la récession, elle s'est retournée quand les effets favorables de la dévaluation ont commencé à se faire sentir.

La modération salariale

Pour mesurer l'impact de la modération salariale observée, on simule un choc sur la croissance des salaires équivalent à celui révélé par les variables d'écart du modèle. On considère ainsi que la dérive des équations

8. Effets macroéconomiques de la modération salariale

	1992	1993	1994	1995
Italie				
Impulsion : modération salariale*	- 1,1	- 3,3	- 5,4	- 6,7
PIB en volume	- 0,1	- 0,1	0,1	0,6
Prix à la consommation	- 0,4	- 1,7	- 3,6	- 5,5
Taux de chômage (1)	0,0	0,0	- 0,1	- 0,4
Solde des APU (2)	- 0,1	- 0,2	- 0,2	- 0,1
Balance courante (2)	0,1	0,3	0,6	0,9
Royaume-Uni				
Impulsion : modération salariale*	- 1,7	- 3,1	- 5,1	- 8,3
PIB en volume	0,0	- 0,1	0,0	0,2
Prix à la consommation	- 0,6	- 1,8	- 3,7	- 6,7
Taux de chômage (1)	- 0,1	- 0,2	- 0,5	- 0,9
Solde des APU (2)	0,0	0,0	0,0	0,2
Balance courante (2)	0,1	0,3	0,6	1,0

* Ecart en % au niveau du salaire nominal en compte central (1) écart en points (2) écart en points de PIB.
Source : modèle MIMOSA.

tions de salaires reproduit l'effet des accords de contention des salaires en Italie, de la modération salariale spontanée au Royaume-Uni.

Pour les deux pays, l'effet sur le PIB est négligeable : la chute de la consommation est compensée par une hausse des exportations due aux gains de compétitivité, et dans une certaine mesure de la substitution capital / travail. En outre le choc contribue de façon majeure à la réduction du rythme d'inflation (2 % à 3 % en 1994 et 1995) des deux économies. Le taux de chômage baisse plus sensiblement au Royaume-Uni qu'en Italie. En revanche dans ce pays le choc a un effet de relance sensible sur l'investissement à moyen terme, du fait de l'amélioration de la compétitivité-prix.

Des chocs de demande privée

En Italie, la seule composante de la demande privée qui présente une présomption forte de rupture de comportement est l'investissement productif. En revanche, contrairement aux observations de Locarno et Rossi (1995), le choc de comportement de consommation des ménages n'est pas établi. Nous ne le testons donc pas. (cf. tableau 4)

9. Conséquences du choc de la FBCF en produits manufacturés

	1992	1993	1994	1995
Italie				
Impulsion : rupture de l'investissement*	- 3,6	- 26,9	- 25,2	- 18,4
PIB en volume	0,0	- 1,4	- 1,6	- 2,2
Prix à la consommation	- 0,1	- 0,4	- 0,7	- 1,1
Taux de chômage (1)	0,0	0,3	0,5	0,7
Solde des APU (2)	0,0	- 0,4	- 0,5	- 0,8
Balance courante (2)	0,1	1,3	1,0	1,0

* Ecart en % au niveau d'investissement du compte central (1) écart en points (2) écart en points de PIB.
Source : modèle MIMOSA.

Le seul choc d'investissement induit une diminution de 1,4 % de la production relativement à son niveau de compte central. A l'exception de la balance courante, tous les indicateurs se dégradent, notamment le taux de chômage et le solde des administrations publiques. On remarque néanmoins que l'impact de cette rupture de comportement est d'une ampleur nettement moindre que les chocs testés sur le niveau du change et sur l'ajustement budgétaire, ce qui minimise son rôle dans l'ajustement italien. Le fait que, durant cette période, les investissements de rationalisation et de modernisation aient pris le pas sur les investissements de capacité recèle certainement des éléments d'explication beaucoup plus riches, mais dont nous ne pouvons pas mesurer précisément l'incidence avec notre modèle.

Le comportement de prix des exportateurs

10. Conséquences d'une hausse des marges à l'exportation

	1992	1993	1994	1995
Royaume-Uni				
Impulsion : marges des exportateurs*	0,0	6,2	5,5	9,3
PIB en volume	0,0	0,3	0,1	0,3
Prix à la consommation	0,0	0,3	0,8	1,4
Taux de chômage (1)	0,0	- 0,1	- 0,1	- 0,1
Solde des APU (2)	0,0	0,3	0,4	0,6
Balance courante (2)	0,0	0,7	0,4	1,0

* Ecart en % au niveau du prix des exportations en compte central (1) écart en points (2) écart en points de PIB.

Source : modèle MIMOSA.

Le tableau quantifie l'impact du comportement de marge des exportateurs britanniques, simulé sur les années 1993 à 1995. L'augmentation des prix à l'exportation accroît le solde courant en valeur, même s'il dégrade les exportations en volume. Cependant, la profitabilité des entreprises augmente, ce qui favorise l'investissement productif. De ce fait, la croissance augmente de 0,3 point la première année.

Une interprétation des sorties du SME

Dépréciation, comportements, ajustement budgétaire : quels liens ?

La partie précédente a mis en évidence les contributions respectives aux évolutions macroéconomiques des chocs spécifiques de comportements privés et des inflexions de politique économique. C'est évidemment une commodité analytique que de considérer ces chocs comme exogènes, et indépendants : la diversité des interprétations théoriques est importante, et les liens peuvent être multiples. Afin d'en tirer des enseignements en matière de politique économique, il importe d'étudier les liens de causalité entre dépréciation, comportements privés et ajustement budgétaire.

La crise du SME a-t-elle modifié les comportements ?

Une première interprétation, proclamée avec force par Locarno et Rossi (1996) dans le cas de l'Italie, est que la crise des changes est à

l'origine de la récession italienne de 1993, la dévaluation ayant entraîné une crise de confiance des agents privés, induisant la forte restriction de la consommation et de l'investissement. Cette interprétation nous paraît fragile sur plusieurs plans :

- D'une part, notre analyse ne met pas à jour de rupture significative dans le comportement de consommation des ménages italiens, tandis que le comportement d'investissement privé n'est que partiellement affecté.

- D'autre part, les justifications théoriques paraissent peu fondées empiriquement : elles reposent sur des anticipations d'une hausse future des taux d'intérêt et d'impôts suite à la dévaluation, ainsi que d'une incertitude accrue, qui toutes ensemble motivent la constitution d'une épargne de précaution.

- Enfin, l'observation montre sans ambiguïté que l'ajustement des finances publiques (donc des dépenses et des recettes), et les réformes du marché du travail notamment, *précèdent* la sortie du SME en Italie.

En ce qui concerne les salaires, les études de Locarno et Rossi (1996) et de Cour et *alii* (1996) associent au choc de change la modération salariale exceptionnelle observée à la fois en Italie et au Royaume-Uni, alors que dans les deux cas elle nous semble plutôt relever d'une évolution structurelle du marché du travail. Au Royaume-Uni, la modération salariale est apparente antérieurement à la dévaluation (graphique 6). De plus, il n'y a pas de motif théorique ou empirique clair pour étayer la thèse d'une modération salariale spontanée en cas de dévaluation ²¹. Ainsi, les études britanniques menées sur les effets de la dépréciation (Hughes-Hallett et Wren-Lewis, 1996) ou sur les évolutions du marché du travail (Morgan, 1996) ne mentionnent pas de lien entre les deux phénomènes. En Italie, les réformes opérées sur le marché du travail, principalement l'abolition officielle de l'indexation (*scala mobile*) interviennent entre juillet 1991 et juillet 1992 et s'inscrivent dans un processus initié depuis plusieurs années.

En revanche il paraît peu douteux que la hausse des marges à l'exportation observée au Royaume-Uni soit l'effet de la dévaluation, qui a donné aux entreprises l'opportunité de rétablir une situation financière dégradée depuis 1989-90.

La crise du SME est-elle un choc exogène ?

Tenir la dépréciation de la livre et de la lire pour un choc exogène est évidemment réducteur. Ainsi que le précise la synthèse de Eichengreen et Wyplosz (1994), la crise du SME a fait essentiellement l'objet de quatre interprétations.

21. Au contraire, même puisque l'ensemble des théories s'accordent plutôt sur un accroissement des salaires en raison de la poussée mécanique d'inflation qui, normalement, suit l'ajustement de change.

- Selon une première interprétation, c'est un choc spéculatif pur, injustifié du point de vue des fondamentaux, mais validé *a posteriori* par les autorités monétaires, qui a mis à bas le SME.

- Une seconde interprétation est celle de la surévaluation progressive de la lire depuis le dernier réalignement de 1987, et d'un cours pivot trop élevé de la livre sterling à son entrée dans le SME en 1990 (graphique 3).

- Une troisième met l'accent sur les conséquences de l'unification allemande : ayant refusé une appréciation du mark, les pays de l'UE se sont liés à la hausse des taux d'intérêt allemands (*cf.* par exemple, Villa, 1996).

- Enfin, on peut considérer que la crise du SME procède d'un changement de cap inévitable (et anticipé) des politiques monétaires face à la profondeur de la récession interne (Royaume-Uni) et à la nécessité de l'ajustement budgétaire (Italie). Cette interprétation recouvre également les anticipations liées aux ajustements à accomplir par les pays afin de satisfaire aux critères définis dans le traité de Maastricht.

En fait, les quatre explications sont difficiles à départager empiriquement et non exclusives. Seule la première explication s'accorde avec la vision de la crise comme un choc exogène. L'hypothèse de la surévaluation, si elle correspond à une réelle dégradation de compétitivité en Italie, qui pèse de manière croissante sur les comptes extérieurs, et à une balance courante déficitaire au Royaume-Uni, ne suffit toutefois pas à expliquer la crise et l'éclatement du SME. Notamment, cette explication ne justifie pas que l'Italie et le Royaume-Uni sortent du SME, alors que l'ajustement de change lié à la dégradation de compétitivité aurait tout aussi bien pu être réalisé dans le cadre de l'accord de change, comme cela s'était produit à maintes reprises depuis 1979. De surcroît, il est difficile de définir un taux de change d'équilibre, qui est une notion avant tout normative, et un taux de change surévalué peut persister si un pays privilégie des objectifs de désinflation — voire de déflation — compétitive ; dans ce cas la surévaluation et le taux de change d'équilibre apparaissent lorsque la pression sur les équilibres intérieurs n'est plus supportable, ou compatible avec le taux de change courant, ce qu'illustre assez bien la situation de l'Italie en 1992.

La réunification a engendré en Allemagne un choc de demande. Ce surcroît de demande aurait dû se traduire par une hausse de l'activité chez les partenaires. Cependant la hausse des taux d'intérêt allemand destinée à combattre l'inflation dans ce pays, alliée au désir des autres pays européens de maintenir fixe leur parité par rapport au mark, a entraîné une récession. En effet, la hausse des taux d'intérêt a engendré une appréciation du mark par rapport au dollar ; dès lors, les partenaires de l'Allemagne qui souhaitaient maintenir leur parité dans le SME, ont dû augmenter leurs taux d'intérêt et accepter une surévaluation de leur monnaie relativement au dollar, et une dégradation de leur compétitivité. En changes fixes, ces pays devaient alors obtenir une diminution relative de leur niveau de prix par rapport à l'Allemagne. Taux d'intérêt et taux de change élevés ont contribué à la récession européenne, et il s'en est suivi un relâchement des politiques économiques (*cf.* Atkinson et *alii*, 1992 ; Eichengreen et Wyplosz, 1994).

La quatrième interprétation rejoint à bien des égards l'analyse précédente (cf. Hughes-Hallet et Wren-Lewis, 1995) et nous paraît déterminante : la conjonction d'une récession, de l'ajustement budgétaire, et d'une politique monétaire rigoureuse liée à l'ancrage au SME imposait une pression conjoncturelle beaucoup trop importante. La spécification des critères d'entrée dans l'UEM n'a fait que renforcer cette situation en désignant certains pays, notamment ceux du sud de l'Europe, comme devant ajuster rapidement leur politique économique en adéquation avec les exigences de la convergence nominale.

Les simulations réalisées montrent que le maintien de la parité aurait rendu l'ajustement italien excessivement douloureux, voire insupportable. La dévaluation a *permis* l'accentuation de l'ajustement budgétaire engagé en 1990. De même au Royaume-Uni, la dépréciation a stimulé la reprise tout en évitant la poursuite d'une relance budgétaire esquissée en 1992-93.

Il nous semble prudent d'adopter une analyse analogue vis à vis des ruptures de comportements privés : l'exceptionnelle modération salariale constitue un contexte favorable à une dépréciation de grande ampleur et non une implication de cette dernière.

Il est donc délicat d'évaluer les relations de causalité entre chocs de comportements privés et politique économique. Néanmoins notre point de vue sur la relation entre ruptures de comportement privés, ajustement budgétaire et dépréciation, nous incline plutôt à voir en cette dernière la conséquence des chocs conjoncturels et des orientations budgétaires.

L'utilisation de la politique économique

La crise du SME libère-t-elle la politique économique ?

L'analyse précédente ainsi que la séquence entre les mesures de politique économique et le flottement des deux monnaies montrent sans ambiguïté que la sortie du SME a permis à l'Italie et au Royaume-Uni de dégager des marges de manœuvre pour leur politique budgétaire. L'Italie a pu accentuer l'ajustement de ses finances publiques dans le sens de la convergence européenne, même si elle n'y était plus formellement obligée. Elle a donc utilisé ses marges de manœuvre au mieux : en profitant de l'avantage conjoncturel procuré par la dépréciation de la lire pour résoudre partiellement ses difficultés structurelles de finances publiques. Le Royaume-Uni a pu de son côté soulager la politique budgétaire, devenue accommodante au moment de la récession de 1991-92.

Du point de vue de la politique monétaire, c'est à dire de la fixation des taux courts, les effets de la sortie du SME sont très difficile à analyser, comme nous l'avons précédemment noté. Passant en changes flexibles, les deux pays ont recouvré un degré de liberté en matière de la politique monétaire ; comment l'ont-ils utilisé ? Au Royaume-Uni, la

sortie du SME s'accompagne d'une chute immédiate du taux d'intérêt à court terme (graphique 8), l'écart de taux avec l'Allemagne devenant même négatif pendant 18 mois. Ensuite, cet écart redevient positif, puis s'accroît continûment.

En Italie, après un pic lié aux tentatives de maintien de la lire dans sa fourchette du SME, l'écart de taux d'intérêt avec l'Allemagne redescend au niveau de celui des deux dernières années de SME. Le gain en matière de taux d'intérêt est donc nul, si l'on considère que l'écart de taux serait demeuré stable si la parité de la lire avait été maintenue. En revanche, si l'on adhère un tant soit peu à la parité des taux non couverts, on peut penser qu'une dévaluation avec un maintien de la lire dans le SME eût permis un gain sur la prime de risque vis à vis de l'Allemagne. A partir de 1994 l'écart de taux augmente suivant une pente identique à celle observée pour le Royaume-Uni. Cette hausse est attribuable à l'anticipation d'une nouvelle dépréciation²². Or une telle anticipation est incompréhensible au regard des performances de l'économie italienne : la situation macroéconomique structurelle s'améliore nettement. On peut penser qu'un réajustement avec maintien dans le SME aurait permis à l'écart de taux de décliner. La sortie du SME n'a donc pas permis à l'Italie de recouvrer l'autonomie de sa politique monétaire²³. La confrontation des résultats macroéconomiques et de la politique monétaire montre bien que l'Italie a continué de privilégier des objectifs de convergence, et de participation à l'UEM.

Le rôle de la politique économique dans les ajustements

L'interprétation que nous retenons conduit ainsi à analyser les chocs subis comme un *policy mix* et non pas comme des conséquences exclusives de la dévaluation. Cela permet une relecture synthétique des analyses menées isolément dans la deuxième partie.

Les effets du *policy mix* sur la croissance apparaissent faibles dans les deux pays (tableau 10). Ils sont initialement positifs au Royaume-Uni : la combinaison des politiques monétaire et budgétaire a permis d'enrayer la récession puis d'enregistrer des performances de croissance meilleures que dans les autres pays européens. Pour l'Italie, la politique économique a une incidence restrictive qui implique une croissance moindre dans ce pays que chez ses partenaires européens ; c'est encore ici un indice que la dépréciation de la lire est utilisée dans une optique de rigueur et de convergence, plutôt que dans une optique de dopage de la croissance. Dans les deux pays la sortie du SME n'est pas vécue comme une utilisation des marges de manœuvre mais comme un moyen de réajuster l'ajustement.

22. L'accélération transitoire au début de 1995 est liée aux craintes d'une résurgence de l'inflation.

23. On peut néanmoins évoquer comme scénario alternatif de compte central un maintien à tout prix de la lire dans le SME : dans ce cas la prime de risque se serait envolée, plus encore qu'on ne l'a observé pour la France qui s'est maintenue dans le SME. Par rapport à un tel compte central on peut évidemment considérer que l'Italie a profité de sa sortie du SME pour conduire une politique monétaire beaucoup plus souple que celle qu'elle aurait dû conduire en restant dans le SME à parité inchangée.

11. Effets du policy mix et des chocs privés en Italie et au Royaume-Uni

		1992	1993	1994	1995
Croissance					
<i>Union européenne</i>	Croissance observée	1,2	- 0,8	2,8	2,4
<i>Italie</i>	Croissance observée	0,7	- 1,2	2,2	3,0
	Profil hors chocs	1,7	- 0,6	1,8	2,1
	Somme des chocs	- 1,0	- 0,6	0,4	0,9
	dont budget	- 1,3	- 1,5	- 0,9	- 1,3
	dépréciation	0,4	2,3	1,3	2,3
	salaires	- 0,1	0,0	0,2	0,5
	FBCF	0,0	- 1,4	- 0,2	- 0,6
<i>Royaume-Uni</i>	Croissance observée	- 0,5	2,3	3,8	2,4
	Profil hors chocs	- 1,5	1,4	3,6	3,0
	Somme des chocs	1,0	0,9	0,2	- 0,6
	dont budget	0,7	0,1	- 0,7	- 0,8
	dépréciation	0,3	0,9	0,8	0,0
	salaires	0,0	- 0,1	0,1	0,2
Inflation					
<i>Union européenne</i>	Taux observé	4,5	3,9	3,2	2,6
<i>Italie</i>	Taux observé	5,4	4,8	4,7	5,7
	Profil hors chocs	5,3	3,5	4,1	3,8
	Somme des chocs	0,1	1,3	0,6	1,9
	dont budget	0,2	0,2	- 0,2	- 0,4
	dépréciation	0,4	2,7	3,0	4,6
	salaires	- 0,4	- 1,3	- 1,9	- 1,9
	FBCF	- 0,1	- 0,3	- 0,3	- 0,4
<i>Royaume-Uni</i>	Taux observé	4,7	3,5	2,5	2,6
	Profil hors chocs	4,8	3,1	2,2	2,7
	Somme des chocs	0,1	0,4	0,3	- 0,1
	dont budget	0,1	0,2	0,2	0,0
	dépréciation	0,4	1,4	2,0	2,9
	salaires	- 0,6	- 1,2	- 1,9	- 3,0
Finances publiques					
<i>Union européenne</i>	Solde observé	- 4,5	- 5,9	- 5,2	- 5,0
<i>Italie</i>	Solde observé	- 9,6	- 9,6	- 9,0	- 7,1
	Profil hors chocs	- 10,8	- 11,5	- 11,6	- 11,0
	Somme des chocs	1,2	1,9	2,6	3,9
	dont budget	1,2	1,9	2,1	2,7
	dépréciation	0,1	0,6	1,2	2,1
	salaires	- 0,1	- 0,2	- 0,2	- 0,1
	FBCF	0,0	- 0,4	- 0,5	- 0,8
<i>Royaume-Uni</i>	Solde observé	- 6,3	- 7,8	- 6,8	- 5,6
	Profil hors chocs	- 5,5	- 7,9	- 8,0	- 7,5
	Somme des chocs	- 0,8	0,1	1,2	1,9
	dont budget	- 0,8	- 0,2	0,4	0,6
	dépréciation	0,0	0,3	0,8	1,1
	salaires	0,0	0,0	0,0	0,2

Sources : OCDE, simulations des auteurs. (1) taux de croissance (2) UE hors Italie et Royaume-Uni. (3) taux de croissance du déflateur de la consommation privée (4) solde public en % du PIB.

Dès lors il semble normal d'observer que les différences d'évolution des soldes publics entre les deux pays qui sont sortis du SME et leurs partenaires européens sont presque totalement imputables à la politique économique. Ces écarts sont liés au rétablissement partiel des finances publiques dans les deux économies. En Italie l'ensemble du *policy mix* contribue au rétablissement des finances publiques, allant dans un sens contraire aux stabilisateurs automatiques, ce qui explique l'absence d'effet sur la croissance.

Du point de vue de l'inflation, la dépréciation profite du contexte extrêmement favorable de la modération salariale, puisque cette dernière compense presque exactement les effets inflationnistes des dépréciations. C'est ce contexte exceptionnel qui, dans les deux pays, a permis d'effectuer une dévaluation non inflationniste, réduisant les écarts de niveau observés au cours des années précédentes avec les partenaires européens.

Ainsi, du point de vue de la politique économique, les deux expériences apparaissent très différentes : l'Italie utilise ses marges de manœuvre pour converger, et favoriser ses réformes structurelles, au point de renoncer à son degré de liberté sur la politique monétaire (ce qui montre que la sortie du SME n'est pas une dévaluation agressive), tandis que le Royaume-Uni utilise ses marges de manœuvre pour rétablir sa situation intérieure et extérieure, sa sortie du SME l'autorisant à court terme à conduire une politique monétaire expansive.

L'impact des dépréciations sur les pays européens

Dans cette section nous tentons de réaliser une quantification d'ensemble de l'impact de la dévaluation et de ses effets sur les partenaires européens de l'Italie et du Royaume-Uni. Pour cela on utilise le modèle MIMOSA en mode lié, c'est-à-dire en incorporant la rétroaction, sur les pays dont la devise se déprécie, des développements économiques chez leurs partenaires. La simulation effectuée se différencie peu du cumul de certaines de celles que nous avons menées jusqu'à présent : dépréciation au Royaume-Uni et Italie, baisse des taux d'intérêt et comportement de marge à l'exportation au Royaume-Uni.

Notre compte central prend en considération l'effet des dépréciations de l'UE Sud (Espagne, Portugal) en reprenant les hypothèses de Cour et al (1996). Du point de vue des taux d'intérêt, la référence pour l'Italie est donc la séquence observée, et non pas une réécriture de l'histoire. Considérant que les ruptures de comportement sont pour une grande part dissociables de la dépréciation, il nous est apparu préférable de procéder à des simulations toutes choses égales par ailleurs : ainsi notre compte central se fait avec des comportements privés de consommation et d'investissement normaux. La simulation réalisée, qui n'associe pas les chocs comportementaux à la dépréciation, délivre par conséquent une vision « traditionnelle » des mécanismes et de l'impact de ces dépréciations.

12. Conséquences des ajustements de change en Europe

	1992	1993	1994	1995
PIB en volume				
Allemagne unifiée	0,0	- 0,2	- 0,5	- 0,7
France	0,0	- 0,1	- 0,2	- 0,2
Italie	0,4	2,5	3,6	5,8
Royaume-Uni	0,3	1,6	2,0	2,1
Ensemble de l'Union européenne	0,1	0,4	0,5	0,8
Prix à la consommation				
Allemagne de l'ouest	0,0	- 0,1	- 0,3	- 0,6
France	- 0,2	- 0,6	- 0,9	- 1,4
Italie	0,4	2,9	5,7	10,0
Royaume-Uni	0,4	2,1	4,5	8,0
Balance courante (1)				
Allemagne unifiée	0,1	0,2	0,1	0,2
France	0,1	0,2	0,0	0,0
Italie	- 0,1	- 0,4	1,0	0,3
Royaume-Uni	- 0,1	0,8	0,8	1,6
Taux d'intérêt à court terme (2)				
Royaume-Uni	- 0,8	- 2,0	- 1,0	- 1,0
Reste de l'Union européenne	0,0	0,0	0,0	0,0
Taux de change				
Italie	4,0	26,0	32,9	52,2
Royaume-Uni	5,8	16,6	17,0	29,0
UE sud	4,8	21,6	29,8	36,2
Reste de l'Union européenne	0,0	0,0	0,0	0,0

(1) écart en points de PIB (2) écart en points.

Source : modèle MIMOSA.

On observe un gain temporaire, mais important, de croissance pour les pays ayant déprécié : en moyenne 1 point pour le Royaume-Uni entre 1993 et 1994, et 2,5 points pour l'Italie. La poussée d'inflation entraînée par les dépréciations est de l'ordre de 2,5 % par an pour l'Italie de 1993 à 1995, et de 2,0 % pour le Royaume-Uni. De telles pressions inflationnistes sous-jacentes paraissent évidemment importantes au regard des évolutions observées, et notamment discutables au Royaume-Uni pour 1995. On peut formuler une réserve technique : sachant que l'on accepte l'hypothèse d'une rupture de comportement salarial, le modèle utilisé ne devrait pas être le même, et dans le modèle pertinent, l'impact inflationniste d'une dépréciation serait sans doute moins important. Cependant, il faut également rappeler que la situation économique de l'Europe se caractérise par la quasi-déflation (voir le cas de la France) et que le contexte de modération salariale extrême a peut-

être eu un caractère permissif pour la politique monétaire. La simulation indique qu'en l'absence de dépréciation, le taux d'inflation moyen entre 1993 et 1995 eût été extrêmement faible tant en Italie qu'au Royaume-Uni.

Pour les partenaires, entre 1993 et 1995, la dépréciation a un impact négatif de 0,2 point de croissance annuelle en Allemagne, et négligeable en France (de l'ordre de 0,05 point). En outre le fléchissement dû aux dépréciations a sans doute contribué à l'assouplissement monétaire allemand, effet que nous n'intégrons pas ici. Contrairement à une idée couramment répandue, l'effet est négligeable sur les balances courantes de l'Allemagne et surtout de la France. L'effet le plus sensible est celui sur les prix à la consommation dont la croissance est fortement minorée du fait des dépréciations.

Conclusion

Les stratégies italienne et britannique apparaissent comparables du point de vue de l'instrument utilisé : la dépréciation monétaire. Pour les deux pays, et dans la situation qu'ils connaissaient, nous montrons que les politiques de change mises en œuvre ne s'apparentent en aucun cas à des dévaluations compétitives.

L'utilisation de ces stratégies de change est intervenue dans deux contextes bien distincts. L'Italie avait accumulé des pertes de compétitivité ; il lui était devenu impossible de poursuivre des objectifs de désinflation dans le cadre d'un ancrage nominal. Des mesures de réformes structurelles de la politique salariale, de la protection sociale et des comptes publics avaient été mises en œuvre, et leur impact fortement restrictif nécessitait un ajustement de change pour qu'elles soient réalisables sans une augmentation importante du chômage. Le Royaume-Uni avait quant à lui subi une récession plus précoce que le reste de l'Europe qui ne lui permettait plus de soutenir les contraintes monétaires et budgétaires associées au SME, d'autant que le gain en désinflation s'avérait décevant.

Il n'est dès lors pas surprenant d'observer que les sorties du SME ont été mises à profit très différemment par les deux pays. L'Italie a utilisé son degré de liberté pour converger, et favoriser ses réformes structurelles, au point de renoncer à l'autonomie de politique monétaire qu'elle avait recouvrée en sortant du SME. En limitant les conséquences récessives de son ajustement, la dépréciation lui a permis de maintenir le contact avec ses partenaires européens. L'Italie a ainsi restauré ses comptes extérieurs, mais la situation intérieure, notamment l'emploi, est demeurée dégradée.

Le Royaume-Uni, confronté à une situation initiale de profonde récession, a utilisé la dépréciation, de pair avec la baisse des taux d'intérêt, pour soutenir la reprise. Le choix de ces instruments a dispensé de la poursuite d'une relance budgétaire esquissée en 1992-93. Aussi en 1993

et 1994, la situation intérieure et extérieure a nettement progressé. La forte diminution du chômage ne relève cependant que partiellement des effets habituels de la reprise et de l'impact de la dépréciation.

Au total, les dépréciations britanniques et italiennes ont apporté un soutien transitoire conséquent à la croissance, de l'ordre de 2,5 points par an en 1993 et 1994 en Italie, de 1 % au Royaume-Uni. L'absence apparente d'inflation s'explique par un contexte commun aux deux expériences : l'exceptionnelle modération salariale, et la quasi-disparition de l'inflation en Europe. Même si la modération salariale a une nature différente au Royaume-Uni et en Italie, elle n'est pas la conséquence des dépréciations et a un effet modérateur important sur l'inflation, qui aurait, en son absence, été dopée par la dépréciation.

L'enseignement commun de ces deux expériences est que la conjonction d'une stratégie de désinflation compétitive et d'une politique budgétaire restrictive devient insoutenable en situation de récession. Dès lors l'abandon de l'ancre nominale est une solution non-coopérative sans doute moins efficace qu'une politique monétaire et budgétaire concertée. Dans un cadre d'ajustement budgétaire généralisé, et de modération salariale, la dépréciation s'est néanmoins avérée un recours adapté pour ces deux pays, tout en étant quasiment neutre pour leurs partenaires.

Références bibliographiques

ATKINSON Anthony, B., Olivier BLANCHARD, Jean-Paul FITOUSSI, John S. FLEMMING, Edmond MALINVAUD, Edmund S. PHELPS et Robert M. SOLOW 1992 : *La désinflation compétitive, le mark et les politiques budgétaires en Europe*, Editions du Seuil, Paris.

COUDERT Virginie, 1996 : « Transmission de la politique monétaire dans les pays européens » *Lettre du CEPII*, n°144, mars.

COUR Philippine, Henri DELESSY, Frédéric LERAIS et Henri STERDYNIAK 1996 : « Une évaluation des dépréciations monétaires en Europe depuis 1992 » *Economie Internationale*, n° 65, 1^{er} trimestre, la Documentation française, Paris.

EICHENGREEN Barry, et Charles WYPLOSZ 1993 : « The unstable EMS » *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1.

EICHENGREEN Barry, et Charles WYPLOSZ 1994 : « Pourquoi le SME a explosé et comment le relancer » *Revue Economique*, n° 3, mai.

FMI, *World Economic Outlook*, semestriel, divers numéros.

- HARASTY Hélène, et Jacques LE CACHEUX 1994 : « L'Italie : rigueur sans récession ? » *Revue de l'OFCE*, n°48 , janvier.
- HARVEY, Andrew 1990 : *The econometric analysis of times series*, Philip Allan, Londres.
- HUGHES-HALLET Andrew J., et Simon WREN-LEWIS 1995 : « Y a-t-il une vie hors du SME ? L'expérience du Royaume-Uni » *Economie Internationale*, n° 63, 3^e trimestre, la Documentation française, Paris.
- HM TREASURY, 1989 : *Financial Statement and Budget Report 1989-90*, mars.
- ISTITUTO PER LO STUDIO DELLA CONGIUNTURA (ISCO), *L'evoluzione congiunturale dell'economia italiana*, Rapport Semestriel, divers numéros.
- LE CACHEUX Jacques, et Richard WIND, 1990 : « Livre sterling et SME : un mariage de raison ? » *Lettre de l'OFCE*, n°76, juin.
- Leroy Claude, 1995 : « Remarques relatives aux effets de la stratégie britannique de sortie du SME » *Economie Internationale*, n° 64, 4^e trimestre, la Documentation française, Paris.
- LOCARNO A., et S. ROSSI, 1995 : « L'Italie après la dévaluation : au-delà des idées reçues » *Economie Internationale*, n° 63, 3^e trimestre, la Documentation française, Paris.
- MIMOSA 1996 : « La nouvelle version de MIMOSA, modèle de l'économie mondiale » *Revue de l'OFCE*, n°58, juillet 1996.
- MORGAN Julian, 1996 : « What do comparisons of the last two recoveries tell us about the UK Labour Market », *National Institute Economic Review* , n° 156, 2/96.
- NIXON James, et Andrew SENTANCE, 1994 : « The UK current account : moving into surplus ? », *Economic Outlook*, vol 19, n°1, novembre, Center for Economic Forecast, LBS, Londres.
- OCDE, 1996 : *Perspectives économiques de l'OCDE*, n°59, juin.
- OCDE, *Italie, Série des Etudes pays*, divers numéros.
- OCDE, *Royaume-Uni, Série des Etudes pays*, divers numéros.
- OFFICE FOR NATIONAL STATISTICS (ONS), 1996 : *United Kingdom National Account*, HMSO, London.
- RIFFLART Christine, 1996 : « La conjoncture britannique au printemps 1996 » *Lettre de l'OFCE*, n°149, mars.

RIFFLART Christine, 1992 : « Royaume-Uni : d'une récession à l'autre »
Revue de l'OFCE, n°39, janvier.

VILLA Pierre, 1995 : « Quelques faits saillants après les crises du SME »
Economie Internationale, n° 63, 3^e trimestre, la Documentation française, Paris.

WILLIAMSON John, 1991 : « FEERs and the ERM », *National Institute Economic Review*, n° 137, 3/91.