

## Positionnement conjoncturel du Royaume-Uni et UEM

Paul-Emmanuel Micolet \*

Doctorant à l'IEP de Paris, boursier du Centre européen de Sciences Po

*Avec une croissance du PIB réel estimée à 3,5 % en 1997 et malgré une pause en 1995, la phase d'expansion de l'économie du Royaume-Uni est entrée dans sa sixième année. Cette situation contraste avec celle des principaux autres pays européens, notamment de l'Allemagne, dont les économies semblent seulement aujourd'hui s'engager dans une réelle reprise. L'un des symptômes de ces situations conjoncturelles contrastées est le différentiel des taux d'intérêt courts entre le Royaume-Uni et le reste de l'Europe. Ce différentiel interdit une convergence immédiate des taux du Royaume-Uni sur un taux européen qui devrait être relativement plus bas et, par là même, justifie le choix fait par le gouvernement Blair de ne pas faire entrer la livre dans l'euro. L'objet de cette étude est de déterminer dans quelle mesure le Royaume-Uni peut être structurellement une source de chocs asymétriques temporaires, potentiellement coûteux à la fois pour ce pays et pour l'ensemble de la zone euro. En fait, depuis les années soixante-dix, le cycle du produit du Royaume-Uni apparaît être fortement lié au cycle des Etats-Unis et de moins en moins lié au cycle du noyau dur européen par rapport auquel il est en avance. L'étude des facteurs explicatifs de ces oppositions de zones nous conduit à deux conclusions principales. La première concerne l'influence des choix de politiques macroéconomiques et notamment de politique monétaire sur le profil cyclique du Royaume-Uni. La seconde concerne la persistance d'une hétérogénéité structurelle liée principalement aux caractéristiques internationales de l'insertion commerciale et de la spécialisation du Royaume-Uni et aux mécanismes d'ajustement aux impulsions monétaires propres à ce pays. Alors que l'UEM devrait limiter les perturbations issues des choix nationaux de politiques macroéconomiques, les différences structurelles*

---

\* Cet article est tiré d'une note réalisée au cours d'un stage à la Commission européenne, Direction générale II : Affaires économiques et Financières, Unité C1 : Evaluation et surveillance de l'économie communautaire. Je tiens à remercier particulièrement Servaas Deroose, chef d'unité, mais aussi Didier Paquot, Marie Moberius Söder, Mads Kieler et Stefan Auwärter pour les remarques et commentaires très enrichissants qu'ils m'ont apportés tout au long de ce stage. Au sein de la DGII, je remercie également pour leur aide précieuse, Sean Berrigan, Hildegard Vandromme et Chantal Feller-Dubreucq, l'ensemble de l'équipe AMECO, à l'OFCE, Jean-Paul Fitoussi, Jacky Fayolle, Françoise Milewski et Philippe Sigogne et le Centre européen de Sciences Po. Les points de vue exprimés ici sont personnels et ne sont pas nécessairement ceux de ces personnes, ni ceux de la Commission européenne et de la DGII.

*devront être prises en compte lors de l'intégration du Royaume-Uni. Mais globalement, l'entrée du Royaume-Uni dans la troisième phase de l'UEM paraît inévitable. La conjoncture actuelle et des motivations de politique intérieure sont les deux principaux facteurs qui justifient réellement le choix du gouvernement Blair.*

Le 2 mai 1998, le Conseil européen de Bruxelles a officiellement adopté la liste des onze premiers pays membres de la zone euro. A l'instar du Danemark et de la Suède, le Royaume-Uni sera l'un des trois pays membres de l'Union qui, tout en remplissant les principaux critères de convergence du Traité, ne fera pas partie de cette première vague. En fait, dès le mois d'octobre 1997, le chancelier de l'Echiquier Gordon Brown annonçait le choix du gouvernement de Tony Blair de reporter à une date ultérieure l'entrée du Royaume-Uni dans cette zone. Gordon Brown avait fait dépendre la question de l'entrée de la livre dans l'euro des résultats de cinq « tests », relatifs à l'impact de ce choix sur les intérêts du Royaume-Uni. Le premier de ces tests, celui lié au degré de convergence des cycles du Royaume-Uni vis à vis des cycles du noyau dur européen était : « Est-ce que les cycles conjoncturels et les structures économiques sont suffisamment compatibles pour que nous et d'autres puissions vivre de façon permanente avec des taux d'intérêt européens ? »<sup>1</sup> Théoriquement, cet argument est justifié par la littérature sur les zones monétaires optimales. Schématiquement, une union monétaire est économiquement avantageuse si les bénéfices provenant de la baisse des coûts de transaction sont au moins égaux aux nouveaux coûts d'ajustement liés notamment à l'abandon des politiques monétaires nationales. Ces coûts dépendent principalement de la structure et de l'intégration des marchés ainsi que du degré d'homogénéité des fluctuations nationales de court et de long termes. Ce dernier paramètre est particulièrement important, dans une Europe où le travail est peu mobile et les prix et les salaires peu flexibles<sup>2</sup>.

1. Le rapport du ministère des Finances relatif à ces cinq tests a été publié : H.M. Treasury, 1997 : *UK Membership of the Single Currency : an Assessment of the Five Economic Tests*, London, October. Les quatre autres questions dont dépendait l'entrée de la livre dans la zone sont :

« L'économie britannique est-elle suffisamment flexible pour faire face à d'éventuels problèmes ? »

« Est-ce que le fait de rejoindre l'UEM va créer des conditions plus favorables pour les entreprises qui font des projets d'investissement à long terme au Royaume-Uni ? »

« Quel serait l'impact d'une entrée dans l'UEM sur la compétitivité du secteur des services financiers du Royaume-Uni et plus particulièrement sur celle de la City ? »

« En conclusion, est-ce que le fait de rejoindre l'UEM va promouvoir une croissance plus forte, la stabilité et à terme des créations d'emplois ? »

2. Pour un aperçu des premiers travaux sur les zones monétaires optimales, voir : Mundell (1961), Mac Kinnon (1964) et Kenen (1969). Pour des revues des travaux plus récents voir, de Grauwe (1997), Boone (1997) et Bayoumi et Eichengreen (1996).

La situation conjoncturelle actuelle en Europe semble effectivement soutenir la pertinence du choix effectué par le gouvernement Blair. Avec une croissance du PIB réel estimée à 3,5 % en 1997 et malgré une pause en 1995, la phase d'expansion de l'économie du Royaume-Uni est entrée dans sa sixième année. Le taux de chômage est en baisse depuis cinq ans et les risques de tensions inflationnistes restent présents. Cette situation contraste avec celles des principaux autres pays européens, notamment de l'Allemagne, dont les économies semblent seulement aujourd'hui s'engager dans une réelle reprise (Mathieu et Passet, 1998). L'un des symptômes de ces situations conjoncturelles contrastées est le différentiel des taux d'intérêts courts entre le Royaume-Uni et le reste de l'Europe. Les taux d'intérêt de base sont aujourd'hui de 7,25 % au Royaume-Uni alors qu'ils se situent entre 3 et 4 % pour les pays du noyau européen. Ce différentiel interdit une convergence immédiate des taux du Royaume-Uni sur un taux européen qui devrait être proche des niveaux les plus bas. La surévaluation actuelle du taux de change effectif de la livre est un dernier argument conjoncturel qui peut justifier le choix du report de l'entrée de cette devise dans la zone euro.

La question fondamentale devient alors de déterminer, dans quelle mesure, l'hétérogénéité cyclique du Royaume-Uni peut être un phénomène permanent. Ceci revient à déterminer si le Royaume-Uni peut être structurellement une source de chocs ou de mécanismes d'ajustements asymétriques potentiellement coûteux à la fois pour ce pays et pour l'ensemble de la zone. Afin de répondre à cette question nous présenterons dans une première partie les caractéristiques de long terme du positionnement cyclique particulier du Royaume-Uni. Nous verrons que l'hétérogénéité du positionnement cyclique du Royaume-Uni en Europe n'est pas un phénomène récent, mais que la divergence observée a été particulièrement marquée lors des dernières années. Nous analyserons alors les caractéristiques qui, en termes d'insertion internationale ou de structures économiques internes, ont pu, et peuvent encore être des sources de perturbations asymétriques au reste de l'Europe. Nous présenterons ensuite dans quelle mesure les choix de politique macroéconomique et notamment de politique monétaire ont grandement influencé le positionnement conjoncturel actuel du Royaume-Uni. Dans une dernière partie, nous analyserons alors les implications de notre étude quant à l'intégration de la livre dans l'euro et montrerons que les particularités conjoncturelles actuelles et des motivations de politique intérieure sont les deux principaux facteurs qui expliquent le choix du gouvernement Blair.

## Le Royaume-Uni et l'hétérogénéité des conjonctures européennes

La position conjoncturelle actuelle du Royaume-Uni en Europe et le différentiel de taux d'intérêt directs qui en découle, interdisent une intégration immédiate de la livre sterling dans la zone euro. Mais cette situation n'est que le reflet d'une absence d'homogénéité historique des fluctuations des PIB entre le Royaume-Uni d'une part et le noyau dur européen d'autre part. Cette hétérogénéité en termes de caractéristiques cycliques nationales et de désynchronisations internationales fait craindre l'existence de déterminants structurels nationaux différenciés et potentiellement permanents dans la troisième phase de l'UEM.

Les enjeux de la permanence de la non homogénéité conjoncturelle européenne sont particulièrement importants dans une zone qui sera caractérisée par une politique monétaire unique. D'une part, si la divergence actuelle entre conjonctures nationales est récurrente, l'abandon de l'autonomie monétaire du Royaume-Uni comme outil de stabilisation conjoncturelle serait coûteuse pour ce pays. Mais d'autre part, sous cette hypothèse la définition même d'une politique monétaire unique répondant aux différentes situations conjoncturelles nationales deviendrait très difficile<sup>3</sup>. Le problème de la similarité des fluctuations conjoncturelles en union monétaire est en fait proche de celui du degré de symétrie des chocs qui peuvent survenir dans une telle union, problème que nous aborderons dans la partie suivante.

### La divergence conjoncturelle actuelle entre le Royaume-Uni et le reste de l'Europe

La principale justification économique du report de l'entrée de la livre dans l'euro tient à la position conjoncturelle actuelle du Royaume-Uni en Europe. Avec une croissance du PIB réel estimée par les services de la Commission européenne à 3,5 % en 1997, le Royaume-Uni, l'un des rares pays qui remplissent tous les critères de convergence, excepté le critère de taux de change (tableau 1), est entré dans sa sixième année d'une croissance presque ininterrompue. Le taux de chômage du Royaume-Uni estimé à 7,1 % pour 1997 est bien inférieur au niveau moyen des 11 pays de la zone qui s'élève à 11,7 % pour cette même année (chiffres de la Commission européenne).

---

3. Un rapport très complet de la Commission européenne est consacré au problème de la définition du *policy mix* de la future zone euro : European Commission Directorate General for Economic and Financial Affairs (1997).

1. Taux d'intérêt de référence des banques centrales, prévisions des taux de croissance des PIB et critères de convergence pour les 15 pays européens

	Principaux taux directeurs des banques centrales		Taux de croissance annuels des PIB réels (%)			Dettes publiques (% du PIB)		Déficits publics (% du PIB)		Taux de croissance annuels des prix à la consommation (%)		Taux d'intérêt longs <sup>2</sup> (%)
	En % au 31.04.98		1997	1998	1999	1997	1998	1997	1998	1997	1998	01. 1998
Europe à 15	NA		2,7	2,8	3,0	72,1	70,5	2,4	1,9	2,1	1,9	NA
Europe à 11	NA		2,5	3,0	3,2	75,2	73,9	2,5	2,4	1,9	1,7	NA
Royaume-Uni	7,25		3,5	1,9	2,2	53,4	52,3	1,9	0,6	2,3	2,3	7,0
Allemagne	3,3		2,2	2,6	2,9	61,3	61,2	2,7	2,5	1,9	1,7	5,6
Autriche	NA		2,5	2,8	3,1	66,1	64,7	2,5	2,3	1,8	1,5	5,6
Belgique	3,3		2,7	2,8	3,0	122,2	118,1	2,1	1,7	1,6	1,3	5,7
Danemark	NA		2,9	2,7	2,8	65,1	59,5	-0,7	-1,1	2,3	2,1	6,2
Espagne	4,5		3,4	3,6	3,7	68,8	67,4	2,6	2,2	2,5	2,2	6,3
Finlande	NA		5,9	4,6	3,6	55,8	53,6	1,1	-0,3	1,4	2,0	5,9
France	3,3		2,4	3,0	3,1	58,0	58,1	3	2,9	1,1	1,0	5,5
Grèce	NA		3,5	3,8	4,0	108,7	107,7	4,0	2,2	5,5	4,5	9,8
Irlande	6,19		10,0	8,7	8,8	66,3	59,5	-0,9	-1,1	1,4	3,3	6,2
Italie	5		1,5	2,4	3,0	121,6	118,1	2,7	2,5	2,4	2,1	6,7
Luxembourg	NA		4,1	4,4	4,7	6,7	7,1	-1,7	-1,0	1,4	1,6	5,6
Pays-Bas	3,3		3,3	3,7	3,2	72,1	70,0	1,4	1,6	2,2	2,3	5,5
Portugal	4,7		3,7	4,0	3,8	62,0	60,0	2,5	2,2	2,1	2,2	6,2
Suède	NA		1,8	2,6	2,8	76,6	74,1	0,8	-0,5	2,2	1,5	6,5
Critères <sup>1</sup>						60,0	60,0	3,0	3,0	3,2	3,2	7,7

1. Valeurs correspondant aux critères définis par le Traité.

2. Obligations d'Etat à long terme ou titres comparables.

Sources : Taux d'intérêt courts : Dow Jones, estimations et prévisions de croissance et critères : Commission européenne (mars 1998).

Cette situation contraste avec celles de nombreux pays de la zone euro et notamment de l'Allemagne et de la France pour lesquels les efforts de convergences nominales ont été chèrement payés dans la sphère réelle (Mathieu et Passet, 1998). Il en résultait au 30 avril 1998 un différentiel conséquent entre les taux d'intérêt directeurs du Royaume-Uni de 7,25 % et les taux du noyau dur européen en moyenne de 3,3 %. Les taux directeurs des autres pays de la zone, Irlande exceptée, étaient, et sont encore, quant à eux inférieurs ou égaux à 5 %. Dès lors, dans une zone euro où l'ajustement devrait se faire sur des niveaux relativement bas, ce différentiel place le Royaume-Uni dans une situation potentiellement coûteuse en termes d'inflation et d'ajustements. La situation de l'Irlande, quant au différentiel de taux, est également problématique, mais la petite taille de son économie relativement à celles des onze autres pays devrait rendre moindre coûteuses pour l'ensemble de la zone d'éventuelles procédures d'ajustement. La décision prise par Gordon Brown en octobre 1997 de ne pas participer à la première vague des pays membres paraît donc tout à fait justifiée par ces seuls critères de divergences conjoncturelles actuelles.

Pourtant, cette divergence des conjonctures nationales en Europe semble avoir atteint un pic à la fin de l'année 1996. Malgré les situations de l'Allemagne et de l'Italie encore peu lisibles, un réel mouvement de reprise semble s'affirmer en Europe. Conjointement, la dégradation du commerce extérieur du Royaume-Uni à la fin de 1997, le net durcissement de la politique monétaire et l'envolée des taux de change de la livre par rapport au mark font partie des facteurs qui devraient favoriser le ralentissement de la croissance dans ce pays <sup>4</sup>.

L'inversion entre les taux courts de 7,25 % et les taux des emprunts d'état à 10 ans de 5,87 % au 30 avril 1998 illustrerait ainsi la proximité de ce ralentissement. Les marges de manœuvre dont dispose aujourd'hui la Banque d'Angleterre, grâce aux niveaux élevés des taux directeurs et des taux de change de la livre, pourraient quant à elles permettre, au début des années deux mille, de favoriser à la fois une synchronisation des cycles du Royaume-Uni avec le reste de l'Europe et une convergence des taux courts vers les futurs taux de la zone euro. Tout dépendrait alors des choix effectués par le gouvernement britannique et de l'évolution de la conjoncture internationale et notamment américaine.

---

4. Voir OFCE, 1998 : « Perspectives 1998-1999 de l'économie mondiale », *Revue de l'OFCE*, n°65, avril.



*3. Coefficients de corrélations croisées des cycles des PIB réels de  
1960 à 1995 pour l'Allemagne de l'Ouest, la France,  
le Royaume-Uni et les Etats-Unis*

PIB aux prix de 1990, séries annuelles

	d= -4	d= -3	d= -2	d= -1	d= 0	d= 1	d= 2	d= 3	d= 4
All. de l'Ouest t / France t+d	- 0,28	0,08	0,39	0,58	0,73	0,38	- 0,07	- 0,25	- 0,30
All. de l'Ouest t / Royaume-Uni t+d	0,31	0,37	0,38	0,41	0,19	- 0,23	- 0,37	- 0,31	- 0,24
All. de l'Ouest t / Etats-Unis t+d	0,22	0,18	0,18	0,20	0,17	- 0,15	- 0,32	- 0,29	- 0,17
France t / Royaume-Uni t+d	0,11	0,34	0,49	0,67	0,50	0,02	- 0,35	- 0,52	- 0,42
Etats-Unis t / France t+d	- 0,24	- 0,38	- 0,23	- 0,15	0,24	0,39	0,29	0,21	0,21
Etats-Unis t / Royaume-Uni t+d	- 0,31	- 0,31	- 0,03	0,43	0,70	0,48	0,03	- 0,33	- 0,35

*Notes :*  $X_t/Y_{t+d}$  : Coefficient de corrélation entre les fluctuations des PIB réels du pays X (en l'année t) et du pays Y (en l'année t+d). d positif désigne une avance du cycle du pays X. Les cycles sont déterminés comme les écarts entre les séries annuelles des PIB réels aux prix de 1990 et leurs tendances déterminées grâce au filtre Hodrick Prescott,  $\lambda=100$  (méthodologie identique à celle des graphiques 1 et 2). Les zones grisées correspondent aux coefficients de corrélations maxima pour chacun des couples quel que soit le retard.

*Sources :* Commission européenne, calculs de l'auteur.

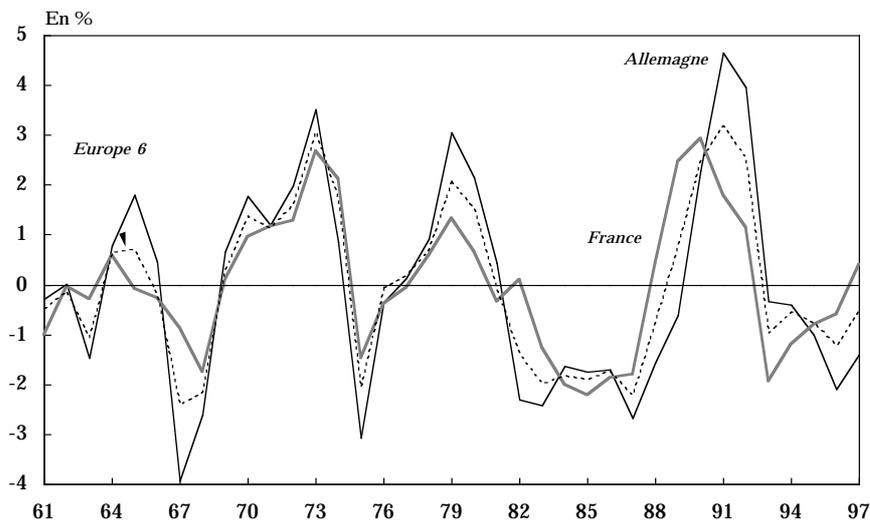
### Les cycles du Royaume-Uni « traditionnellement » différenciés de ceux du noyau dur européen

Depuis le milieu des années soixante-dix, le mouvement de convergence des tendances de long terme des croissances effectives et potentielles des principaux pays de l'OCDE est remarquable.<sup>5</sup> A ce mouvement de convergence de longue période s'opposent des différences marquées des cycles nationaux à la fois en Europe et entre l'Europe et les Etats-Unis. Un relatif consensus de la littérature confirme sur les trois dernières décennies l'existence d'au moins deux zones différenciées d'une part par une homogénéité élevée des fluctuations des PIB à l'intérieur de chacune d'elles, et par une relative hétérogénéité de ces fluctuations entre elles<sup>6</sup>. Il s'agit de la zone anglo-saxonne composée principalement des Etats-Unis, du Royaume-Uni et du Canada et du « noyau dur » européen composé de l'Allemagne, de la France, des pays du Bénélux et, à un niveau inférieur, de l'Autriche.

5. Pour une étude des mouvements de convergences de long terme, voir Boone (1997), Giorno et al. (1995), Reichlin (1989).

6. Pour une description détaillée des cycles des principaux pays européens, selon des méthodologies diverses, voir : Fayolle et Micolet (1997 A et B), Boone (1997), Paquot (1996), Bouthevillain (1996), (1995), Artis et Zhang (1995), Christodoulakis et al. (1995), ECE (1995) ou Fouet (1993).

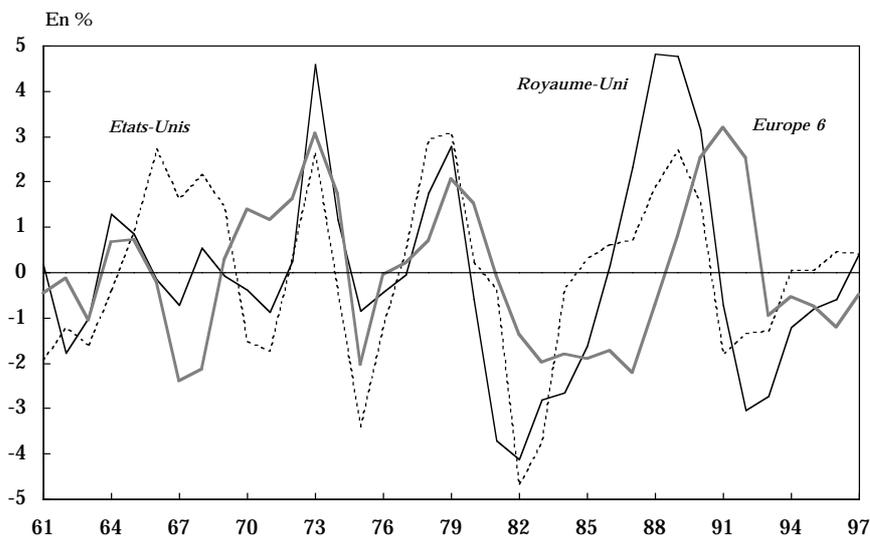
**1. Ecart annuel des PIB réels à leurs tendances pour l'Allemagne, la France et le noyau dur européen (Europe 6)**



Notes : Europe 6 : F, D (ex RFA jusqu'en 1996), B, N, L, A. Séries des PIB réels aux prix de 1990 lissées grâce au filtre Hodrick Prescott,  $\lambda=100$

Sources : Commission européenne, calculs de l'auteur.

**2. Ecart annuel des PIB réels à leurs tendances pour le Royaume-Uni, les Etats-Unis et le noyau dur européen (Europe 6)**



Notes : Europe 6 : F, D (ex RFA jusqu'en 1996), B, N, L, A. Séries des PIB réels aux prix de 1990 lissées grâce au filtre Hodrick Prescott,  $\lambda=100$

Sources : Commission européenne, calculs de l'auteur.

Les calculs de taux de corrélation regroupés dans le tableau 2 confirment, au sein des quinze pays européens, l'existence d'un noyau dur dont serait globalement exclu le Royaume-Uni. Le tableau 3 illustre quant à lui l'opposition entre un noyau dur européen représenté ici par la France et l'Allemagne et une zone anglo-saxonne représentée par les Etats-Unis et le Royaume-Uni. Ainsi, pour un retard nul, les coefficients de corrélation sont supérieurs à 0,7 à l'intérieur de chacune des zones, alors qu'excepté dans la relation France/Royaume-Uni (sur laquelle nous allons revenir), ils sont au maximum de 0,25 pour les couples de pays inter-zones.

La notion d'homogénéité qui permet ce découpage en zones renvoie à la fois aux caractéristiques cycliques de chacun des pays concernés et aux degrés élevés de désynchronisation des fluctuations entre les deux zones.

#### Les fluctuations conjoncturelles du Royaume-Uni se distinguent quant à leurs caractéristiques de celles du noyau dur européen

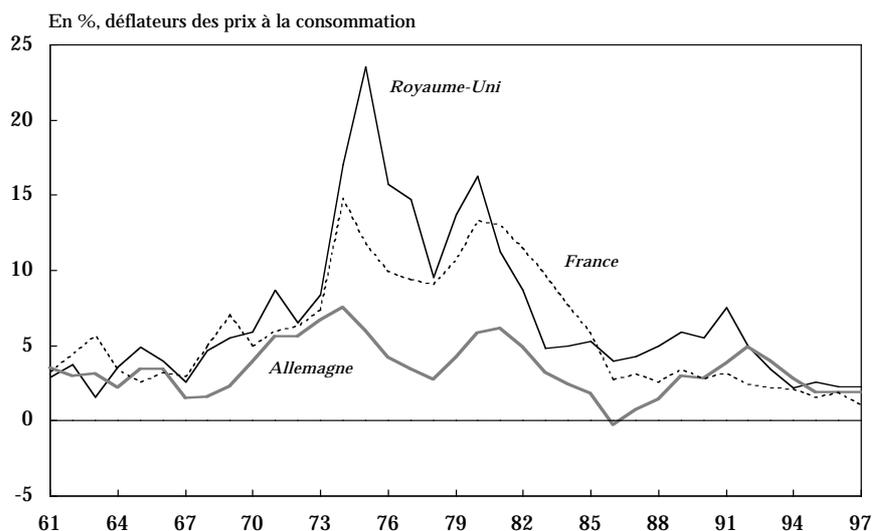
Le cycle du Royaume-Uni est très proche du cycle « de référence » des Etats-Unis, deux cycles marqués par une régularité et une amplitude fortes qui s'opposent aux niveaux beaucoup plus faibles pour les cycles du noyau dur européen (Fouet, 1993). Généralement, l'écart-type des fluctuations des PIB est considéré comme une mesure de la volatilité de ces fluctuations. Même si le Royaume-Uni n'est pas isolé en Europe quant à ce dernier critère (tableau 2), ce type de calcul illustre la volatilité relativement forte des cycles du produit de ce pays par rapport à celle de la France et, à un degré moindre, par rapport à celle de l'Allemagne <sup>7</sup>.

Ces observations ne doivent pas masquer les similitudes qui existent entre les caractéristiques du cycle du Royaume-Uni et les cycles de certains pays européens, notamment de la France. Considérons ainsi dans le tableau 3 les niveaux de corrélation les plus forts pour chacun des couples quels que soient les décalages correspondant. Il apparaît alors que pour une avance d'un an du cycle du Royaume-Uni sur le cycle français le niveau de corrélation entre ces deux fluctuations est particulièrement élevé. De tels liens n'existent pas entre les pays européens et les Etats-Unis. Bouthevillain (1996) confirme ces rapprochements et trouve également des similitudes marquées entre les fluctuations du Royaume-Uni et celles de la Belgique par exemple. Il est donc nécessaire de relativiser les conclusions de la littérature traditionnelle quant à l'opposition tranchée entre les caractéristiques du cycle du Royaume-Uni et celles des cycles du noyau dur.

7. Ce type de calcul en terme de variance doit être considéré avec un certain recul puisque les résultats obtenus dépendent fortement des méthodes de lissage adoptées et des périodes considérées. Un consensus émerge néanmoins quant à la volatilité relativement forte des cycles du produit au Royaume-Uni.

Dans une certaine mesure, la volatilité relativement élevée du cycle du produit du Royaume-Uni se retrouve dans les fluctuations du taux d'inflation au cours de la période (graphique 3). Mais alors que les cycles du produit sont relativement réguliers, les fluctuations des prix au Royaume-Uni sont très irrégulières. Le premier choc pétrolier accompagné par des politiques relativement souples au Royaume-Uni a été marqué par une inflation élevée que l'on retrouve à un niveau moindre lors du second choc. La fin des années quatre-vingt et le début des années quatre-vingt-dix sont également marqués par un écart d'inflation relativement important par rapport au noyau dur. En revanche, depuis quelques années, les fluctuations des prix au Royaume-Uni ont fortement convergé sur les taux d'inflation du noyau dur européen et ne semblent plus aujourd'hui pouvoir être considérées comme une source d'asymétries en Europe.

### 3. Taux d'inflation annuels au Royaume-Uni, en Allemagne et en France



Note : ex RFA jusqu'en 1994.  
Source : Commission européenne.

#### Une désynchronisation de plus en plus marquée entre le cycle du Royaume-Uni et le cycle du noyau dur européen

Le positionnement conjoncturel particulier du Royaume-Uni ne se distingue pas seulement par les caractéristiques nationales des fluctuations des prix et du produit. Les calculs de corrélation précédents et les graphiques 1 et 2 illustrent également une désynchronisation marquée des fluctuations du produit de la zone anglo-saxonne par rapport aux

fluctuations de la zone européenne. Cette désynchronisation n'est pas homogène sur l'ensemble de la période et, à partir du premier choc pétrolier, le cycle du Royaume-Uni semblerait s'éloigner de plus en plus du noyau dur européen dont la synchronisation des fluctuations par rapport à l'Allemagne se renforcerait<sup>8</sup>. Déjà remarquable lors du second choc pétrolier, cette opposition de zone est particulièrement marquée lors de la reprise du début des années quatre-vingt-dix. Les Etats-Unis et le Royaume-Uni qui connaissent une reprise respectivement dès la fin de l'année 1991 et le milieu de l'année 1992 ne seront suivis par la zone européenne qu'au début de l'année 1994. Sur la même période la synchronisation des fluctuations de la zone anglo-saxonne est quasiment constante, les fluctuations des Etats-Unis, « leader » de la zone, devançant celles du Royaume-Uni d'en moyenne 1 à 2 trimestres.

A l'instar de l'opposition relative aux caractéristiques cycliques nationales, l'opposition entre le Royaume-Uni et le noyau dur quant au degré de synchronisation de leurs fluctuations doit être relativisée. Sur la dernière décennie, Mathieu et Passet (1998) montrent ainsi que la désynchronisation observée est propre aux périodes de retournement, mais qu'une dépendance renforcée des inflexions de croissance de court terme entre le Royaume-Uni et la majorité des pays européens est remarquable. Les décalages sont ainsi particulièrement marqués en 1993 et 1996. Mais les phases d'accélération ou de stabilisation de la croissance de 1994 et de ralentissement, de la fin de 1994 au début de 1996, sont communes au Royaume-Uni et à la majorité des autres pays européens (exception faite notamment de pays comme l'Italie et la Suède). Une question clef serait alors de déterminer dans quelle mesure la divergence cyclique observée lors des points de retournements correspond à un simple décalage ou à de réelles divergences d'enchaînements conjoncturels.

Une analyse sur trois décennies des fluctuations du Royaume-Uni et des autres pays européens révèle donc que le décalage conjoncturel actuel n'est peut être que le reflet de la permanence d'une hétérogénéité structurelle coûteuse pour l'intégration monétaire de ce pays en Europe. Néanmoins, cette observation doit être, dès maintenant, relativisée par l'observation des liens marqués qui existent entre les comportements cycliques des PIB du Royaume-Uni et de certains pays continentaux.

---

8. Les calculs de Fayolle et Micolet (1997 A), de Boone (1997) et de Artis et Zhang (1995) confirment cette observation. Cette dernière étude montre que sur les deux sous périodes considérées (1961:1-1979:3 et 1979:4-1993:12), l'homogénéité (en termes de synchronisation et de caractéristiques nationales) des cycles des pays membres du SME s'est renforcée par rapport au cycle allemand. En revanche, le Royaume-Uni dont les liens avec le cycle des Etats-Unis sont constants sur les deux périodes aurait tendance à s'éloigner de la précédente zone.

## Des caractéristiques structurelles sources potentielles de divergences conjoncturelles

L'analyse traditionnelle du cycle économique est basée sur la distinction des deux phénomènes que sont l'impulsion et la propagation<sup>9</sup>. Dans cette problématique, nous appellerons choc, tout événement qui peut être assimilé à une impulsion à l'origine de fluctuations macroéconomiques. Parmi les facteurs qui sous-tendent les caractéristiques des mécanismes de propagation, les mécanismes de propagation internationale stricto sensu peuvent être distingués des mécanismes d'ajustement. La propagation stricto sensu renvoie aux mécanismes internationaux d'entraînement (notamment *via* le commerce international) et de transmission inverse (*via* les taux de change ou les taux d'intérêt) qui propagent les fluctuations des PIB d'un pays à l'autre. Les mécanismes d'ajustement dépendent quant à eux des caractéristiques de flexibilité des différents marchés qui sont mobilisés lors de l'absorption d'un choc, ainsi que de la structure de la spécialisation internationale de la zone. Ces mécanismes de propagation de natures « endogènes » dépendent fortement des choix de politiques économiques nationales, choix qui peuvent être à l'origine même de chocs exogènes.

L'implication de cette méthodologie pour l'évaluation des coûts potentiels liés à l'intégration de la livre dans l'euro est double. D'une part la récurrence possible de chocs asymétriques à la zone qui appelleraient des ajustements de politiques monétaires nationales différenciés est une source potentielle de coûts pour le Royaume-Uni. La notion de choc asymétrique renvoie ainsi à des chocs qui sont propres à ce pays. Cette notion s'oppose alors à la notion de choc symétrique qui s'impose globalement à la zone à l'image du premier choc pétrolier par exemple<sup>10</sup>. D'autre part, l'hétérogénéité des mécanismes de propagation peut déboucher sur des divergences conjoncturelles même dans le cas d'un choc symétrique à la zone. Nous retrouvons ici le problème traité dans la précédente partie.

Les caractéristiques des cycles nationaux que nous avons repérées précédemment, peuvent donc être schématiquement expliquées à la fois par la nature des chocs qui ont affecté les pays, par l'hétérogénéité des mécanismes nationaux et internationaux de propagations et par les divergences de choix de politiques économiques nationales. Dans une première étape, nous allons étudier les caractéristiques structurelles des principaux canaux de propagation des chocs vers le PIB et les prix au

9. Un tel schéma, que nous retenons par soucis de clarté, présente le défaut majeur de masquer l'existence de mécanismes endogènes d'impulsion des fluctuations de types de ceux présentés par Adda et Sigogne (1994).

10. Pour une typologie des chocs qui peuvent être coûteux dans une union monétaire, voir *European Commission Directorate General for Economic and Financial Affairs* (1997), Part A, pp. 26-28.

Royaume-Uni en distinguant les mécanismes relevant du secteur réel de ceux propres au secteur financier.

## L'hétérogénéité des mécanismes de propagation et d'ajustement de la sphère réelle

Parmi les phénomènes de propagation des chocs *via* la sphère réelle, nous allons plus particulièrement étudier les mécanismes d'ajustement liés à la spécialisation internationale du Royaume-Uni et les mécanismes de propagation internationale *via* le commerce international. Nous n'aborderons pas l'analyse des caractéristiques des marchés du travail en Europe, même si les divergences institutionnelles ou de flexibilité peuvent être dans le moyen terme des sources d'asymétries coûteuses pour une union monétaire.

### La spécialisation sectorielle du Royaume-Uni en Europe

La spécialisation internationale du Royaume-Uni peut être appréhendée soit par la structure sectorielle de son économie, soit par son insertion commerciale en Europe en terme de commerce intra ou inter branche. L'analyse de l'intégration du Royaume-Uni en Europe quant au commerce intra-branche n'aboutit pas à des conclusions claires et nous privilégions ici la première approche<sup>11</sup>. Les tableaux 4 et 5 résument les spécialisations sectorielles de cinq pays européens définies à partir de la distribution de l'emploi total et de l'investissement entre six secteurs.

Deux principaux secteurs opposent les caractéristiques de la spécialisation du noyau dur européen avec celle du Royaume-Uni ; il s'agit de l'énergie et des services marchands. Alors que la place occupée par chacun de ces secteurs est relativement homogène dans le noyau (autour de la moyenne européenne), elle est beaucoup plus importante au Royaume-Uni en termes d'emplois dans le cas des services marchands et d'investissement pour les deux secteurs. Depuis 1980, le Royaume-Uni est exportateur net de pétrole, le seul pays de l'Union européenne avec les Pays-Bas dans cette situation. Quant à l'importance des services marchands au Royaume-Uni, elle dépend, bien sûr, de la prééminence de la *City* en Europe et de la part que représentent les services financiers dans l'économie du Royaume-Uni. En 1996, les services financiers représen-

---

11. Le rapport de la Commission européenne (1996) *Economic Evaluation of the Internal Market* (p. 74) présente une analyse de l'influence du marché unique sur la spécialisation internationale des économies européennes. Les résultats propres au Royaume-Uni ne sont pas tranchés et dépendent fortement de la typologie adoptée pour la qualification des différents types de commerce.

taient environ 8 % du PIB de ce pays et près de 23 milliards de livres de profits nets provenant de l'étranger <sup>12</sup>. L'essor « brutal » de ce dernier secteur dans les années quatre-vingt a semble-t-il constitué un choc de demande positif propre au Royaume-Uni et donc asymétrique à l'ensemble de la zone. Notons enfin que le secteur des produits manufacturés occupe, quant à lui, une place plus faible dans l'économie du Royaume-Uni, par rapport à celles occupées dans les pays du noyau dur, bien que ces derniers pays ne soient pas homogènes quant à ce critère.

**4. Spécialisations sectorielles des principales économies européennes en termes d'emplois, moyennes annuelles sur deux périodes**

En % de l'emploi total

Secteurs	Agriculture	Construc- -tion	Energie	Produits manufac- -turés	Services marchands	Services non marchands
	83/85-90/92	83/85-90/92	83/85-90/92	83/85-90/92	83/85-90/92	83/85-90/92
Europe à 12	2,5 - 2,1	7,1 - 6,8	1,9 - 1,4	27,3 - 24,9	37,2 - 40,0	23,9 - 24,9
Royaume-Uni	1,6 - 1,3	5,1 - 4,8	2,6 - 1,6	22,6 - 18,6	46,8 - 50,7	21,3 - 23,1
Allemagne	1,0 - 0,9	7,7 - 6,8	2,1 - 1,7	33,6 - 32,4	33,7 - 36,6	21,9 - 21,7
France	1,7 - 1,4	7,1 - 6,8	1,5 - 1,2	25,4 - 21,9	35,6 - 39,5	28,1 - 29,3
Belgique	0,4 - 0,4	6,0 - 6,5	1,9 - 1,1	24,8 - 22,6	39,1 - 42,8	27,9 - 26,6
Pays-Bas	1,8 - 1,7	7,3 - 7,4	1,6 - 1,3	20,9 - 19,6	49,1 - 53,8	19,3 - 16,3

**5. Spécialisations sectorielles des principales économies européennes en termes d'investissements, moyennes annuelles sur deux périodes**

En % de l'investissement total

Secteurs	Agriculture	Construc- -tion	Energie	Produits manufac- -turés	Services marchands	Services non marchands
	83/85-90/92	83/85-90/92	83/85-90/92	83/85-90/92	83/85-90/92	83/85-90/92
Europe à 10 *	3,9 - 3,1	2,0 - 1,9	7,5 - 5,6	16,0 - 17,2	58,6 - 60,4	12,1 - 11,7
Royaume-Uni	2,1 - 1,2	1,1 - 0,7	11,9 - 10,7	13,0 - 12,6	62,3 - 63,3	9,9 - 11,6
Allemagne	2,8 - 2,2	1,3 - 1,6	7,0 - 4,7	17,7 - 19,5	58,6 - 60,7	12,6 - 11,4
France	3,6 - 2,7	2,7 - 2,3	7,2 - 4,1	14,0 - 15,8	58,5 - 59,9	14,0 - 15,3
Belgique	2,5 - 1,6	1,5 - 2,1	7,0 - 4,6	19,8 - 26,4	52,9 - 58,0	16,2 - 7,2
Pays-Bas	5,0 - 4,8	1,7 - 1,7	6,1 - 4,9	16,2 - 14,1	58,6 - 62,8	13,9 - 11,8

\* Grèce et Espagne exclues.

Notes : Répartitions en % dans emploi total et l'investissement total de chacune des économies. L'année 1992 est la dernière pour laquelle l'ensemble des données considérées ici sont disponibles.

Sources : BDS dans European Commission, Directorate General for Economic and Financial Affairs (1996), pp. 52-53.

12. Source : HM Treasury (1997).

Ces degrés de spécialisations élevés dans les secteurs de l'énergie et des services marchands sont, dans le cas de chocs propres à ces deux secteurs, des sources potentielles de divergences conjoncturelles entre le Royaume-Uni et le reste de l'Union européenne. Ces divergences peuvent résulter principalement soit de chocs de demande, soit d'une relaxation de la contrainte budgétaire liée à l'accroissement des entrées fiscales provenant de ces secteurs. Dans le cas de l'énergie, c'est effectivement ce qui s'est produit lors du second choc pétrolier. La hausse des prix du pétrole a constitué un choc asymétrique au reste de l'Europe qui a contribué aux fluctuations observées des prix et des PIB au Royaume-Uni. Concernant le secteur financier, le rôle du secteur tertiaire est généralement considéré comme étant plus un rôle d'amplificateur des fluctuations que d'impulsion de ces dernières. Mais dans le cas précis du Royaume-Uni, le poids des services financiers, relativement autonomes par rapport à la sphère réelle, peut leur conférer un rôle réel dans le processus d'impulsion de fluctuations propres à ce pays.

#### Les effets d'entraînements commerciaux dans la relation Etats-Unis/Royaume-Uni/Europe

Nous nous concentrerons, dans cette partie, sur l'étude de l'insertion internationale du Royaume-Uni quant au seul commerce de biens. Le tableau 6 présente à la fois la répartition géographique des exportations de l'Allemagne, du Royaume-Uni et de la France, la part de ces exportations dans les PIB et leurs décompositions sectorielles.

Nous retrouvons ici la place occupée par le secteur de l'énergie dans le commerce extérieur du Royaume-Uni. Mais il faut surtout noter que la part des exportations totales du Royaume-Uni vers les Etats-Unis est supérieure à celle des autres pays européens. En 1996, cette part était de 11,7 % pour le Royaume-Uni, mais de 7,7 % pour l'Allemagne, de 6,1 % pour la France et de 4,2 % en moyenne pour les quinze pays de l'Union. Le canal de transmission des fluctuations des Etats-Unis *via* le commerce international peut donc expliquer une part du positionnement particulier du Royaume-Uni. La reprise américaine en avance sur le cycle du noyau dur européen faciliterait une sortie de récession plus rapide du Royaume-Uni. C'est ce qui se serait notamment passé lors du point de retournement bas du début de cette décennie.

Ces hypothèses relatives à la sensibilité des fluctuations du Royaume-Uni aux conditions des marchés de l'énergie et aux importations des Etats-Unis ne doivent cependant pas être trop exagérées. En effet, depuis le milieu des années quatre-vingt, la baisse de la consommation d'énergie et la chute des prix du pétrole ont limité l'impact des perturbations pouvant provenir de ce secteur. En outre, le tableau 6 illustre la place particulière des Etats-Unis dans le commerce extérieur des machines et équipements de transport de l'Allemagne. Ce type d'investissement étant

particulièrement procyclique, un mécanisme similaire de transmission devrait également exister entre les Etats-Unis et l'Allemagne. Mais les délais de réponses aux fluctuations des PIB du secteur des machines et équipements de transport sont *a priori* plus longs que ceux du secteur de l'énergie. Ce différentiel peut donc contribuer à des phénomènes de propagation transatlantique des cycles plus rapides vers le Royaume-Uni que vers l'Allemagne.

### Des structures financières particulières

Schématiquement, dans une économie aux marchés financiers libéralisés, la propagation d'un choc des taux d'intérêt directs aux produits et aux prix peut être scindée en deux étapes. La première étape concerne la transmission du choc des taux d'intérêt directs sur les taux de change, le coût du crédit et la demande globale. La deuxième concerne la transmission des variations de la demande globale et des taux de change aux fluctuations du produit et des prix. Nous concentrerons notre étude sur l'hétérogénéité des mécanismes d'ajustement de la demande aux impulsions monétaires liés à la structure financière des ménages et des entreprises au Royaume-Uni. La portée de cette étude est double. D'une part, elle peut permettre d'expliquer une partie de l'hétérogénéité cyclique observée. D'autre part, dans l'hypothèse d'une entrée à moyen terme de la livre dans l'euro, la persistance de cette hétérogénéité des phénomènes d'ajustement peut être un obstacle à la définition d'une seule politique monétaire au niveau européen.

### Une difficile évaluation quantitative

Il est délicat d'évaluer empiriquement l'influence globale des choix de politiques monétaires sur les fluctuations du produit et des prix. Les revues de la littérature concernant ce sujet n'aboutissent généralement à aucun consensus quant à l'évaluation empirique d'une distinction entre le Royaume-Uni et les pays du noyau dur européen<sup>13</sup>. Certains modèles de type VAR (Gerlach et Smets, 1995 ; IMF, 1996) ne confirment pas l'hypothèse de réponses particulières des prix et du produit au Royaume-Uni. Mais ces modèles sont souvent critiqués. Regroupant pour chaque pays les résultats produits par le modèle macro-économétrique de sa banque centrale, Smets (1995) obtient des résultats certainement plus proches de la réalité que ceux des méthodes VAR.

13. Voir particulièrement : Britton et Whitley (1997) pour une brève présentation théorique et pour une revue critique des résultats empiriques de la littérature sur les phénomènes de transmission des chocs de taux d'intérêts directs. Voir également : « The Impact of Monetary Policy on the Real Economy », dans *European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs* (1997), Part B, pp. 26-34, Ramaswamy, R., Sloek, T. (1997), Dornbusch, R., et al. (1998), Gerlach et Smets (1995), Smets (1995) et IMF (1996).



L'avantage de cette dernière méthode tient à ce que chaque modèle englobe les caractéristiques propres de chaque pays. L'inconvénient majeur est la difficulté de comparer des résultats obtenus par des modèles structurellement différents. Néanmoins, cette étude montrerait clairement que la France et l'Allemagne présentent des réponses relativement similaires à un resserrement monétaire alors que l'impact de ce même choc est beaucoup plus fort au Royaume-Uni. Le tableau 7 regroupe quelques-uns des résultats relatifs à l'impact d'un choc de taux d'intérêt sur les fluctuations des prix et des PIB. Dans cette simulation, dans le moyen terme (inférieur à deux ans) le PIB réel réagit beaucoup plus amplement à un tel choc au Royaume-Uni par rapport à la France ou à l'Allemagne. Aucune conclusion réelle ne peut, en revanche, être déduite de cette étude, quant à l'influence de ce même choc sur les prix. Les résultats contenus dans le tableau 7 concernent en effet pour le Royaume-Uni des indices de prix qui incluent les variations des taux d'intérêt hypothécaires. L'impact d'une variation de taux sur cet indice est donc mécaniquement plus fort que dans les autres pays.

La faiblesse du consensus empirique de ces méthodologies et d'autres (notamment des modèles structurels multi-pays) conduit Britton et Whitley (1997) à privilégier l'analyse économique des caractéristiques propres des pays européens, par rapport à la recherche de résultats économétriques. En fait, seules quelques hypothèses cohérentes avec les études empiriques pourraient ainsi être avancées quant aux mécanismes d'ajustement relatifs aux impulsions monétaires. Des degrés élevés d'efficacité du marché de la monnaie et de la concurrence entre banques,

*7. Simulations de l'impact d'une augmentation temporaire d'un point des taux d'intérêt à trois mois sur le PIB réel et les prix à la consommation pour le Royaume-Uni, l'Allemagne la France et l'Italie*

Ecarts en %

	1994	1996	1997	1998	1999
<b>PIB réel</b>					
Royaume-Uni	- 0,35	- 0,89	- 0,59	0,01	0,24
Allemagne	- 0,15	- 0,37	- 0,30	- 0,07	0,09
France	- 0,18	- 0,36	- 0,20	0,01	0,07
Italie	- 0,32	- 0,53	- 0,22	- 0,08	- 0,13
<b>Prix à la consommation</b>					
Royaume-Uni*	0,89	1,27	- 0,46	- 2,36	- 3,48
Allemagne	- 0,03	- 0,14	- 0,31	- 0,45	- 0,55
France	- 0,05	- 0,15	- 0,25	- 0,32	- 0,32
Italie	- 0,48	- 0,64	- 0,53	- 0,17	0,10

\* Pour le Royaume-Uni, l'indice des prix considéré comprend les variations des taux d'intérêt hypothécaires.

Notes : Simulations réalisées à partir des modèles nationaux de chacune des banques centrales. Dans cette simulation, les taux à court terme augmentent de 1 point au début de 1994 et restent à ce niveau pendant huit trimestres avant de retourner à leurs niveaux initiaux. L'Italie a été ajoutée, car c'est le pays qui obtient les résultats les plus proches de ceux du Royaume-Uni.

Source : Smets (1995), pp. 248-250.

une part importante du financement du secteur privé à taux courts ou flexibles, ainsi qu'un niveau élevé d'endettement du secteur privé contribueraient notamment à accélérer les phénomènes de transmission des taux d'intérêts directs vers le coût du crédit et indirectement vers la demande globale. Dans cette problématique, le mouvement de libéralisation financière et l'histoire économique du Royaume-Uni, marquée par une inflation élevée et volatile, ont conduit à l'établissement de structures financières particulièrement favorables à des fluctuations conjoncturelles au Royaume-Uni plus volatiles et moins synchronisées par rapport à celles du noyau dur européen.

Des caractéristiques financières favorables à un ajustement rapide de la demande globale aux impulsions monétaires, *ceteris paribus*

Le mouvement de libéralisation financière des années quatre-vingt a conduit à des degrés d'intermédiation bancaire relativement plus faibles (tableau 8) et des degrés de concurrence entre banques plus élevés au Royaume-Uni par rapport aux autres pays du noyau dur. *Ceteris paribus*, ces caractéristiques favorisent un ajustement rapide du coût du crédit aux fluctuations des taux directs. Cette rapidité d'ajustement se retrouve notamment dans la sensibilité à court terme des taux d'intérêts bancaires aux fluctuations des taux du marché monétaire ce qu'illustre le tableau 9. Les résultats contenus dans ce tableau opposent plus particulièrement la situation du Royaume-Uni (ainsi que celles de la Belgique et des Pays-Bas) à la situation de la France et de l'Allemagne caractérisée par des élasticités deux fois plus faibles des taux de prêts bancaires aux taux du marché monétaire.

Le tableau 10 résume les caractéristiques principales de la structure temporelle des dettes des secteurs non financiers dans cinq pays européens<sup>14</sup>. Alors que le secteur public au Royaume-Uni ne se distingue pas quant à ce critère des secteurs publics des autres pays considérés, la situation du secteur privé est particulière. Ce tableau illustre ainsi l'im-

#### 8. Répartition du crédit total des entreprises et des ménages (fin 1993) entre le financement direct et le financement intermédié

En %

	Royaume -Uni *	Allemagne	France	Belgique	Pays-Bas
Financement intermédié	81	94	85	93	97
Financement direct	19	6	15	7	3

\* Seuls les chiffres du Royaume-Uni excluent les entreprises du secteur public.

Source : BIS (1995).

14. Pour une étude plus approfondie de ces estimations voir notamment : Borio (1995).

portance de l'endettement à taux ajustables et à court terme dans l'endettement total du secteur privé au Royaume-Uni relativement aux autres pays du noyau dur européen. On retrouve ici l'une des conséquences de l'inflation traditionnellement forte et volatile au Royaume-Uni. Dans le cas des ménages, ces caractéristiques sont particulièrement marquées pour le financement de la demande sur le marché du logement, financement qui a fortement contribué à accroître l'endettement global de ces agents (voir encadré). En ce qui concerne les entreprises, cette structure temporelle est plus particulièrement marquée pour les petites entreprises alors que les grandes ont plus recours au financement direct que leurs homologues européens. Potentiellement, l'ensemble de ces caractéristiques est donc favorable à des mécanismes d'ajustement de la demande globale des ménages aux impulsions des taux bancaires, plus rapides au Royaume-Uni par rapport au noyau dur.

*9. Effets d'une augmentation d'un point du taux du marché monétaire sur le taux de prêt bancaire à trois mois*

En points de %

	Effet d'impact	Effet à six mois	Retard médian*
Royaume-Uni	0,85	1,00	0,4
Allemagne	0,37	0,58	4,5
France	0,31	0,43	5,6
Belgique	0,85	0,91	0,5
Pays-Bas	0,80	0,97	0,5

\* Le retard médian est le nombre de mois nécessaire pour atteindre 50% de l'effet de long terme.

Sources : BIS (1994) « National Differences in Interest Rate Transmission », Basle, March, dans Aglietta (1995), p. 21.

**La volatilité des prix et la structure du financement de la demande sur le marché du logement**

Une différence majeure entre la structure financière du Royaume-Uni et celle des pays du noyau dur est relative au marché du logement (housing market)<sup>1</sup> et plus particulièrement au marché du logement résidentiel et au financement de sa demande. A partir du début des années quatre-vingt, soutenus par le gouvernement et par un accès au crédit plus facile, les ménages se sont massivement endettés afin d'accéder à la propriété privée de leur logement. Au sein du mouvement de déréglementation, les marchés des prêts hypothécaires alors réservés aux sociétés immobilières d'investissement (building societies) ont été ouverts aux banques. La part du stock total de logement appartenant à leurs occupants était en 1990 de 67 % au Royaume-Uni contre 54 % en France,

1. Pour une étude récente de ces caractéristiques, voir : Ball et Grilli (1997).

45 % aux Pays-Bas et 38 % en Allemagne <sup>2</sup>. Les tableaux 1 et 2 illustrent l'essor des prêts immobiliers dans les années quatre-vingt au Royaume-Uni. Le premier tableau est une approche en terme de stocks, alors que le second analyse les flux et révèle l'intensité de l'activité du marché.

L'influence du facteur démographique sur la demande globale de logements est difficilement quantifiable. Dans les vingt dernières années, à la différence de ce qui s'est passé dans la majorité des autres pays européens, Ball et Grilli (1997) ne relevent au Royaume-Uni aucun choc majeur dans l'évolution du nombre de ménages par rapport à la population totale. Sur cette période, la pression démographique au Royaume-Uni reste globalement moyenne, voire faible, relativement à celles des autres pays européens. En revanche, sur la période 1982-1987 le Royaume-Uni aurait été marqué par une croissance annuelle du nombre de ménages bien plus forte par rapport à la période 1977-1982.

### 1. Encours des prêts immobiliers dans le revenu national, et taux de croissances annuels moyens de ces encours (données entre parenthèses)

En %

	Royaume-Uni	Allemagne	France	Pays-Bas
1983-1994	44,6 (11,2)	45,6 (0,8)	21,8 (1,5)	46,9 (9,5)
1983-1990	35,2 (14,5)	45,4 (- 1,1)	21,4 (3,5)	36,4 (4,7)
1991-1994	63,4 (5,5)	45,9 (4,25)	22,7 (- 1,9)	67,9 (18 *)

\* Cette valeur élevée est principalement due au taux de croissance de 1992 de 53,4%.

Source : d'après Ball et Grilli (1997).

### 2. Flux annuels nets des prêts immobiliers dans le revenu national sur trois périodes

En %

	Royaume-Uni	Allemagne	France	Pays-Bas
1983-1994	4,7	2,7	1,6	3,7
1983-1990	5,3	2,0	2,1	2,9
1991-1994	3,7	4,0	0,5	11,1

Notes : Les flux annuels nets des prêts immobiliers sont définis comme la différence entre les prêts restant dus d'une année à la suivante. Les séries concernent l'Allemagne unifiée après 1988.

Source : d'après Ball et Grilli (1997).

### 3. Volatilité des prix des logements sur la période 1970-1994

	Europe à 11	Royaume-Uni	Allemagne	Pays-Bas
Court terme	3,1	10,1	5,4	9,8
Moyen terme	3,1	8,7	5,3	11,1

Note : Europe à 11 : Europe à 15 moins le Portugal, la Grèce, la Belgique et le Luxembourg.

Court terme : écarts-types des taux d'inflation annuels des prix du logement.

Moyen terme : écarts-types des écarts annuels des prix du logement à leur tendance de longue période.

Source : D'après Ball et Grilli (1997).

2. Source Ball et Grilli (1997). Ces parts sont beaucoup plus élevées dans les pays du Sud de l'Europe.

En Europe, ce dernier mouvement ne se retrouve que dans le cas de l'Allemagne. Ainsi cet accroissement de la pression démographique dans les années quatre-vingt, propre au Royaume-Uni, a certainement contribué, en plus du mouvement de libéralisation financière, aux caractéristiques observées.

Le rôle des fluctuations de la formation brute de capital fixe du secteur du logement dans les fluctuations du produit est généralement souligné. Mais au Royaume-Uni, les degrés élevés de volatilité des prix illustrés par le tableau 3 sont le reflet de l'inélasticité de l'offre, constituée principalement de logements déjà occupés et non de constructions nouvelles. L'influence du volume de l'investissement dans ce secteur ne semble donc pas être fondamentale pour justifier le positionnement cyclique particulier du Royaume-Uni à court terme, au moins pour ce qui est des phénomènes d'impulsions des fluctuations. Cette dernière affirmation peut être justifiée à la fois par la faiblesse de l'investissement en logement dans le revenu national<sup>3</sup> et par les calculs de corrélation entre les fluctuations caractéristiques du marché du logement et celles des PIB. Les calculs de corrélation effectués par Ball et Grilli révèlent ainsi une corrélation particulièrement élevée entre les fluctuations des prix du logement et les fluctuations du revenu national au Royaume-Uni (de 1970 à 1994 : Royaume-Uni : 0,59 ; Danemark : 0,19 ; Pays-Bas : 0,11). Mais si l'on considère les niveaux de corrélation entre les fluctuations de l'investissement en logement et les fluctuations du revenu national, le Royaume-Uni n'occupe pas une place particulière par rapport au noyau dur européen (de 1970 à 1994 : Royaume-Uni : 0,62 ; Danemark : 0,59 ; France : 0,86 ; Allemagne : 0,25 ; Pays-Bas : 0,28).

Ainsi, nous faisons l'hypothèse que la particularité du Royaume-Uni en Europe quant à son marché du logement résidentiel relève plus de mécanismes financiers sous-jacents que d'enchaînements directs dans la sphère réelle *via* l'investissement. Cette particularité réside dans la double caractéristique de ce marché dans ce pays : une volatilité élevée des prix<sup>4</sup> et une structure de financement de la demande privée, constituée principalement d'emprunts à courts termes ou à taux ajustables<sup>5</sup>. Les années quatre-vingt sont symptomatiques. Dans un premier temps l'inflation des prix pratiqués sur le marché du logement résidentiel a fortement contribué à accroître l'endettement global des ménages. Dans un deuxième temps, l'éclatement de la bulle spéculative a participé au retournement conjoncturel dès 1990.

3. Selon les calculs de Ball et Grilli (1997) la moyenne annuelle de l'investissement en logement dans le revenu national serait de 1970 à 1994 de l'ordre de 3 % pour le Royaume-Uni, de 6 % pour l'Allemagne et de 5 % pour l'ensemble de l'Europe. Mais selon ces auteurs, si le seul accroissement réel des stocks est considéré et non la simple maintenance de logements existants, la part de la construction de logements nouveaux dans le revenu national serait actuellement bien inférieure à 1 % au Royaume-Uni, ce qui placerait ce pays, de loin, à la dernière place des pays européens quant à ce critère.

4. Ball et Grilli (1997) relèvent quatre chocs majeurs sur les prix réels des logements au Royaume-Uni : deux chocs à la hausse 1972-73 et 1987-89 et deux chocs à la baisse 1975 et 1990. Un choc majeur est identifié par une hausse ou une baisse annuelle des prix réels de plus de 10 %.

5. Cette double particularité ne se retrouve pas dans des pays comme les Pays-Bas ou l'Allemagne dont le marché du logement possède pourtant des similitudes avec celui du Royaume-Uni.

L'importance des marchés financiers dans le financement de l'économie britannique se retrouve dans les caractéristiques du patrimoine des ménages au sein duquel les titres financiers occupent une place importante. Néanmoins, cette dernière caractéristique n'est pas fondamentale quant à l'explication de la sensibilité de l'économie du Royaume-Uni aux chocs extérieurs puisque les titres considérés sont principalement des titres issus de fonds de pensions, dont les cours sont relativement stables, et donc pour lesquels les mécanismes de transmission des fluctuations *via* les effets de richesse sont limités. En fait, aucune conclusion réelle ne peut être faite quant aux mécanismes de propagation des chocs spécifiquement financiers par l'intermédiaire des effets de richesse et de revenu. Mais il est raisonnable de penser, à la vue de la part relativement plus importante du financement direct, que l'impact d'un choc financier est potentiellement plus important au Royaume-Uni par rapport aux autres pays européens.

Les structures financières que nous venons de présenter peuvent contribuer à la non-homogénéité cyclique du Royaume-Uni en raison de mécanismes d'ajustements aux chocs exogènes monétaires et, dans une moindre mesure financiers, différents des autres pays européens. Si le Royaume-Uni devient membre de la zone, les particularités de ces structures peuvent également représenter un obstacle à la définition d'une seule politique monétaire au niveau européen. En fait, la situation du Royaume-Uni peut être considérée comme étant à l'opposé de celle de l'Allemagne. Ce dernier pays, dont les caractéristiques de la structure financière l'isolent plus des chocs extérieurs sur les marchés monétaires que les autres pays européens, a occupé de façon quasiment naturelle la place de point d'ancrage monétaire du noyau dur européen. Mais en plus de conduire à des mécanismes d'ajustement particuliers, ces mêmes caractéristiques peuvent être également la base de chocs propres au Royaume-Uni. Par exemple, les caractéristiques du marché du logement résidentiel au Royaume-Uni confèrent une place particulière aux fluctuations des prix sur ce marché comme sources de chocs internes spécifiques à ce pays. L'explosion de la bulle spéculative sur ce marché en 1990 a ainsi certainement contribué à l'approfondissement de la récession sans pour autant pouvoir expliquer le retournement conjoncturel survenu quant à lui plus tôt.

## Divergences cycliques et choix de politiques macroéconomiques

Une des premières décisions de Gordon Brown dès son entrée en fonction en mai 1997 fut de reconnaître l'indépendance de la Banque d'Angleterre. Jusqu'alors, la politique monétaire largement maîtrisée par

le Ministère des finances faisait partie intégrante des outils de politique macroéconomique du gouvernement britannique. Le taux de change de la livre a toujours été l'un des principaux objectifs de politique monétaire au Royaume-Uni. De l'étalon or au système de Bretton Woods et au SME, l'histoire monétaire de ce pays est marquée par une longue tradition de tentatives d'ancrages nominaux de la livre. Pourtant conjointement, l'instabilité des taux de change de la livre est presque constante depuis la Seconde guerre mondiale et particulièrement marquée depuis la chute du système de Bretton Woods. Dans les années quatre-vingt, le statut de pétrodevise de la livre rend notamment ses fluctuations dépendantes de mécanismes exogènes nouveaux propres au Royaume-Uni (les anticipations des opérateurs sur le prix du pétrole par exemple). Mais cette instabilité peut également être le fruit même de tentatives « ratées » d'ancrage nominal, ce qu'illustrent notamment les crises du SME.

Face à cette instabilité, la gestion des taux de change de la livre a fortement orienté les options de politiques monétaires. C'est ainsi que les choix de politique macroéconomique au Royaume-Uni, choix qui ont fortement influencé la conjoncture britannique, relèvent à la fois de *policy mix* particuliers, mais peut-être surtout de changements de régimes de gestion de l'insertion internationale de la livre face au dollar et au mark.

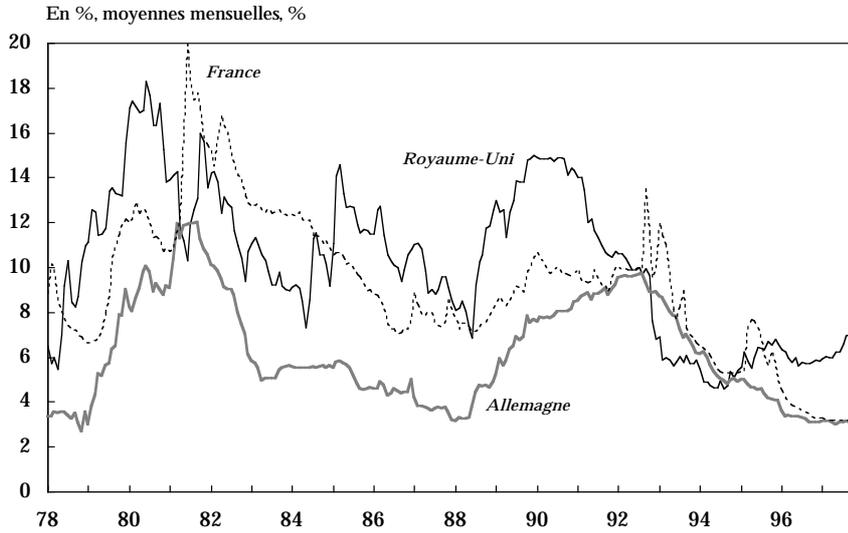
## Les différentes étapes de l'insertion internationale de la livre

Si l'on qualifie l'insertion internationale de la livre depuis les années soixante-dix par la corrélation des fluctuations de ses taux de change avec les devises américaine et allemande, une baisse marquée sur la période des liens entre la livre et le dollar au profit d'une relation plus étroite avec le mark est notable<sup>15</sup>. En fait, trois périodes distinctes relatives à l'insertion internationale de la livre peuvent être distinguées. Les caractéristiques de chacune de ces périodes contraignent de façon différenciée la politique monétaire du Royaume-Uni et sont sources d'une relative opposition entre les choix britanniques et ceux de la France et de l'Allemagne (graphiques 4 et 5).

---

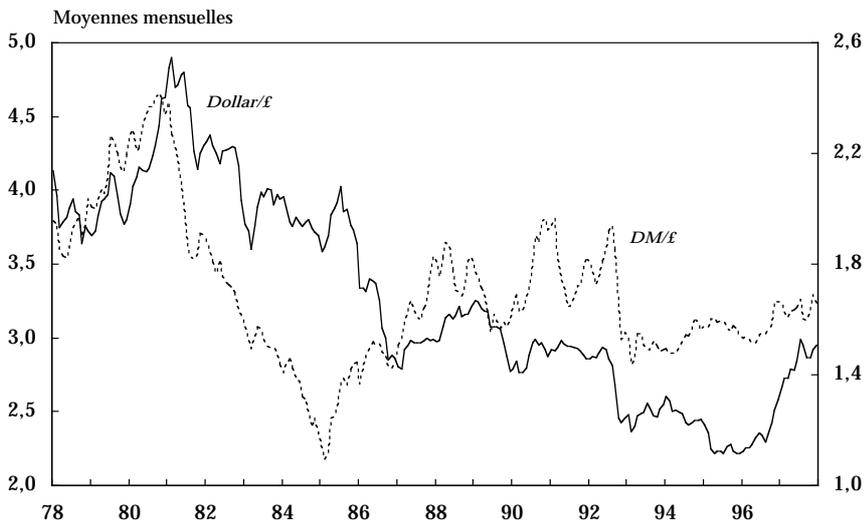
15. Cette remarque est confirmée par les calculs de Haldane et Hall (1991) sur données de changes journalières entre 1976 et 1989. Pour une interprétation des mouvements du taux de change de la livre depuis le début des années quatre-vingt, voir : Astley et Garratt (1996). George (1994, 1996) présente le rôle du taux de change de la livre dans l'élaboration de la politique monétaire au Royaume-Uni. King (1994) présente, quant à lui, les choix récents de politiques monétaires dans ce pays.

#### 4. Taux d'intérêt au jour le jour sur le marché monétaire au Royaume-Uni, en Allemagne et en France



Source : Eurostat.

#### 5. Taux de change nominaux de la livre vis à vis du dollar et du mark



Note : respectivement nombre de dollars (échelle de droite) et de marks (échelle de gauche) pour une livre.

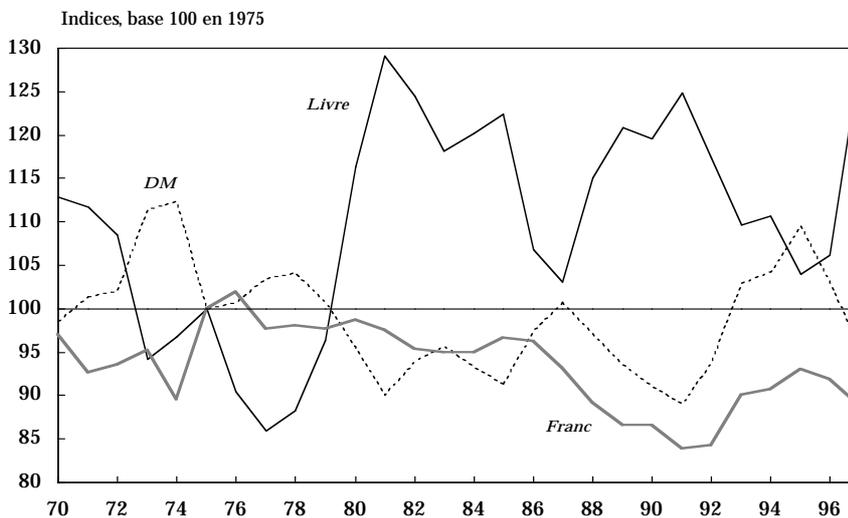
Source : OFCE.

Durant les années soixante-dix et jusqu'au milieu des années quatre-vingt, malgré les rapprochements des premiers systèmes de change européens, la livre reste principalement liée au dollar. La brusque hausse du taux de change du dollar par rapport à la livre durant les années 1984 et 1985 aboutira ainsi en janvier 1985 à une hausse des taux directeurs du Royaume-Uni de 9,5 à 14 % en 17 semaines. Les accords de Plaza seront suivis d'une nouvelle période de croissance de la liaison entre le dollar et la livre dans un mouvement de dépréciation des deux monnaies par rapport au mark, jusqu'aux accords du Louvre. Entre 1986 et 1987 la détente des taux soutiendra l'accélération de la croissance au Royaume-Uni.

Le Royaume-Uni entre alors dans un nouveau régime de politique monétaire marqué par les tentatives d'ancrage de la livre sur le mark allemand. Cette nouvelle phase comporte la période d'ancrage officieux (*shadowing*) du printemps 1987 à la fin 1989 et le passage de la livre dans le SME d'octobre 1990 à sa sortie en septembre 1992. Dans cette nouvelle politique d'ancrage, la détente des taux directeurs au Royaume-Uni se poursuit jusqu'en octobre 1987, en accord avec une relative détente monétaire acceptée par l'Allemagne. Cette détente soutiendra la croissance du Royaume-Uni jusqu'à la fin de l'année 1988. Mais la contrainte monétaire « importée » de l'Allemagne devenant trop lâche, la surchauffe interne au Royaume-Uni impose alors un durcissement de la politique monétaire. De 7,5 % en mai 1988, les taux d'intérêt directeurs ont atteint un niveau de 13 % à la fin de cette année et un pic de 15 % à la fin de 1989. Le passage de la livre dans le SME d'octobre 1990 à la dévaluation de septembre 1992, sera quant à lui marqué par une période de baisse importante des taux directeurs au Royaume-Uni de 15 % en septembre 1990, à 10 % en septembre 1991. Malgré une stabilisation des taux de change de la livre dès le mois de novembre 1992, cette tendance se poursuivra jusqu'en 1994, les taux directeurs atteignant alors 5,25 % en février. Cette détente facilitera une reprise (dès le second trimestre 1992), en avance par rapport à celles des autres pays européens.

Le graphique 6 illustre la rupture constituée par la période de relative stabilité de change nominal de la livre par rapport au mark de 1987 à la crise du SME en terme de compétitivité prix. Cette période a été marquée par une appréciation très nette du taux de change réel de la livre alors que la dévaluation sera suivie d'un rattrapage important de la compétitivité prix du Royaume-Uni par rapport à celle de la France et de l'Allemagne. A l'inverse, pour ces deux derniers pays, les gains de compétitivité notables dans les années quatre-vingt (pression à la baisse des salaires en France, amélioration de la productivité et augmentation des capacités de production en Allemagne), contribuent à retarder l'entrée en récession. Les pertes de compétitivité qui ont suivi les crises du SME notamment en Allemagne mais aussi en France retardent quant à elles la reprise.

### 6. Taux de change effectifs réels de la livre, du mark et du franc



Notes : Performances relatives à 13 pays membres, Luxembourg exclu, (ex RFA jusqu'en 1994). L'année de base (1975) correspond à un point de retournement bas pour lequel les fluctuations des PIB de la zone anglo-saxonne et du noyau dur européen sont très synchronisées.

Source : Commission européenne

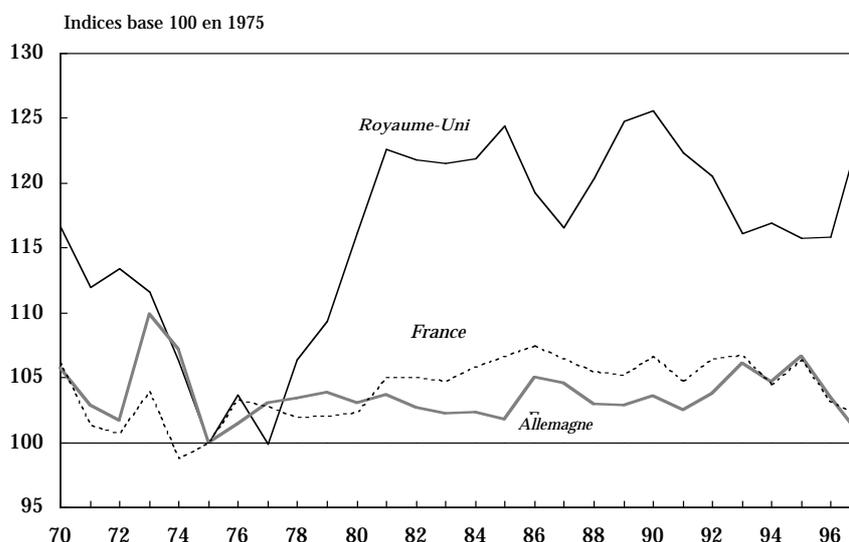
La nature de la dernière période que l'on aurait pu faire commencer plus tôt, dès la dévaluation de la livre, ou plus tard, à l'entrée en fonction de Gordon Brown, est encore incertaine. Le début de cette dernière période est marqué à la fois par une forte augmentation du taux de change de la livre par rapport au mark et par un relèvement des taux directeurs pour lutter contre d'éventuelles tensions inflationnistes. Mais les choix britanniques relatifs à l'UEM sont encore trop incertains et l'indépendance opérationnelle de la Banque d'Angleterre encore trop récente pour pouvoir réellement juger de l'influence de ce nouvel environnement sur la future politique monétaire. En fait, sur l'ensemble de la période étudiée, il apparaît que les tentatives de stabilisation du taux de change effectif réel de la livre par l'intermédiaire des différents « régimes de change » de cette devise ont été globalement infructueuses. La situation actuelle qui n'est que le reflet de cette instabilité historique rend donc particulièrement délicate la gestion des taux de change de la livre dans l'optique de son intégration à moyen terme dans l'euro.

### Les divergences conjoncturelles actuelles sont le fruit de politiques macroéconomiques divergentes

En partie liées aux différents « régimes de change », les options de politique monétaire des différents gouvernements britanniques expli-

quent donc une part importante de la non-homogénéité cyclique observée<sup>16</sup>. D'une part, la volatilité des taux directeurs britanniques qui résulte de l'instabilité de la livre a eu une influence particulière sur les fluctuations du produit *via* les structures financières propres au Royaume-Uni. Mais, d'autre part, la combinaison des variations des taux de change effectifs réels de la livre et celles des taux d'intérêts courts a eu une influence directe sur la croissance. Des calculs d'indicateurs de conditions monétaires réelles qui combinent les mouvements de taux d'intérêts réels courts et de taux de change effectifs réels sont regroupés dans le graphique 7 et en annexes.

### 7. Indicateurs de conditions monétaires réelles (ICM) \* du Royaume-Uni, de l'Allemagne et de la France.



\* Deux remarques doivent être faites quant à l'utilisation d'un tel indicateur. D'une part, le fait d'utiliser une pondération unique de 0.33 pour les trois pays confère à cet indicateur une valeur purement indicative. D'autre part, nous avons arbitrairement choisi comme année de base l'année 1975. Les indicateurs calculés ne doivent être appréhendés qu'en tendance et la position d'un pays par rapport à l'autre n'a que peu de signification. Pour une méthodologie plus fine et notamment pour une proposition de calcul d'un niveau absolu de comparaison, voir Mathieu et Passet (1998), pp. 165-166.

Notes : Ex RFA jusqu'en 1994. Une augmentation (une diminution) de la valeur de l'indicateur signifie un durcissement (un assouplissement) des conditions monétaires. Ces indicateurs doivent être lus en tendance ; la position relative d'un pays par rapport à l'autre n'a que peu de signification.

Nous retenons ici une méthodologie très simple pour le calcul d'indicateurs de conditions monétaires, méthodologie présentée dans Berrigan (1996). La formule utilisée est la suivante :

$$ICM = (RSR - RSR \text{ de } 1975) + 0.33 * [(RER/RER \text{ de } 1975) - 1] * 100$$

RSR : taux d'intérêt réel à trois mois.

RER : taux de change effectif réel vis à vis de 13 pays de l'Union (moins le Luxembourg)

La pondération de 0.33 a été déduite du modèle Interlink de l'OCDE.

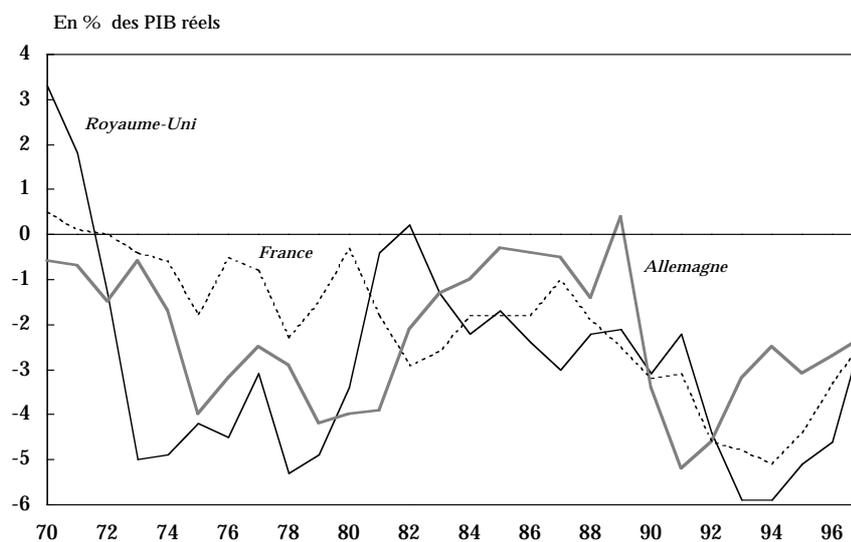
Sources : Commission européenne et calculs de l'auteur.

16. Selon l'étude de Gerlach et Smets (1995), au Royaume-Uni « les chocs de politique monétaires ont joué un rôle de plus en plus important dans l'explication des fluctuations de la croissance du PIB et de l'inflation ». « En particulier, les fluctuations de la croissance du PIB et de l'inflation depuis 1988 sont (...) presque entièrement dues à des chocs de politiques monétaires » (Gerlach et Smets, 1995, p. 215, traduction personnelle).

Ces calculs illustrent souvent une opposition et une plus forte amplitude des évolutions de ces conditions au Royaume-Uni, par rapport à celles de l'Allemagne et de la France. Cette divergence des conditions monétaires est particulièrement marquée depuis le début des années quatre-vingt, notamment lors de la période d'entrée en récession du Royaume-Uni de la fin de cette décennie et depuis l'entrée de la livre dans le SME en 1990.

Si l'on aborde l'autre partie du policy mix, la partie budgétaire, il est plus difficile de saisir un lien réel entre les fluctuations du produit et les options politiques nationales. Cette faiblesse des liens entre conditions budgétaires et conjonctures nationales est confirmée par des calculs de corrélation plus poussés (Christodoulakis et al, 1995). Le graphique 8 et les graphiques de l'annexe 2 semblent montrer qu'après la vive contraction du début de l'ère Thatcher, la politique budgétaire au Royaume-Uni a été globalement de plus en plus expansionniste sur l'ensemble des années quatre-vingt. La période allant de 1983 à 1987 est ainsi marquée par une opposition relative entre le Royaume-Uni et l'Allemagne, caractérisée alors par une tendance au resserrement des conditions budgétaires. Les deux années de détente des conditions monétaires qui ont suivi la dévaluation de la livre sont, quant à elles, marquées au Royaume-Uni par une détente budgétaire plus forte que celle connue par la France et opposée à la contraction budgétaire de l'Allemagne.

#### 8. Soldes budgétaires corrigés des fluctuations cycliques (SB) du Royaume-Uni, de l'Allemagne et de la France



Note : Ex RFA jusqu'en 1991.

Sources : Commission européenne et calculs de l'auteur.

## La logique sous-jacente au report de l'entrée de la livre dans l'euro

Deux questions fondamentales doivent, à ce niveau, guider l'étude des enjeux soulevés par les remarques précédentes. D'une part, les mécanismes que nous avons présentés représentent-ils globalement un risque réel et permanent pour l'économie du Royaume-Uni en cas d'entrée à terme de la livre dans la zone ? D'autre part, quels sont les facteurs qui ont réellement motivé le choix du gouvernement Blair ?

## Les fondements du profil cyclique particulier du Royaume-Uni en Europe justifient-ils réellement le report de l'entrée de la livre dans la zone euro ?

En accord avec la problématique adoptée, deux facteurs principaux peuvent rendre réellement « coûteuse » l'intégration de la livre dans la zone euro. Il s'agit d'une part, du risque de récurrence des chocs asymétriques qui ont affecté le Royaume-Uni et d'autre part de la possible permanence des mécanismes de propagation particuliers que nous avons présentés.

Nous pouvons relever dans le passé trois principaux types de chocs propres au Royaume-Uni et donc asymétriques à l'ensemble de l'Europe. Il s'agit des chocs « sociaux » et politiques (les grandes grèves de la fin des années soixante-dix), des chocs majeurs relatifs au mouvement de libéralisation des marchés financiers, des produits et du travail (choc de demande positif et chute des prix sur le marché des logements en 1990) et du choc issu du différentiel d'ajustement au deuxième choc pétrolier, différentiel lié à la nouvelle position d'exportateur net de pétrole du Royaume-Uni. La probabilité que de tels chocs se reproduisent ne sera certainement pas supérieure au Royaume-Uni par rapport à celle associée à des chocs comparables dans les autres pays qui feront partie de la zone euro. Des hypothèses prospectives relatives à l'évolution de la spécialisation du Royaume-Uni, notamment dans les secteurs financiers et de l'énergie, sont délicates à établir. La part relative du secteur de l'énergie dans l'économie britannique en fera toujours un lieu potentiel de chocs exogènes internes au Royaume-Uni. Mais depuis le début des années quatre-vingt, la baisse de la consommation d'énergie et la chute des prix ont sensiblement réduit l'impact des perturbations provenant des marchés du pétrole. En revanche, malgré le report de l'entrée de la livre dans l'euro la place financière de Londres a clairement affiché sa volonté de conserver sa prédominance en Europe. Si la *City* reste le pôle financier de l'Europe, les risques de chocs exogènes asymétriques

issus du secteur des services financiers britanniques ne doivent pas être exclus.

Nous avons attribué une importance majeure aux choix nationaux de politiques monétaires dans l'explication du profil cyclique du Royaume-Uni. En fait, particulièrement depuis la fin des années quatre-vingt, la construction de l'Europe monétaire a fortement orienté les conjonctures nationales. Dans cette logique, les choix de politique monétaire allemands sont devenus l'ancrage naturel par rapport auquel les autres pays participant au mécanisme de change orientaient leurs propres décisions. En cela la coordination des politiques conjoncturelles européennes a été très asymétrique. Cette asymétrie a fortement contribué à la différenciation des profils cycliques observée entre les pays qui orientaient leur *policy mix* en fonction des options allemandes et ceux qui souhaitaient s'en émanciper. La définition d'une seule politique monétaire au niveau européen devrait de facto faire disparaître cette source d'asymétrie. Mais la pertinence de cette conclusion dépendra alors de la probabilité qu'une politique monétaire commune puisse créer de nouveaux coûts liés notamment à l'hétérogénéité des mécanismes d'ajustement des structures financières nationales. Quoiqu'il en soit, sous la condition qu'elles ne soient pas de simples coquilles vides, des institutions telles le Pacte de stabilité et de croissance et le futur Conseil de l'euro peuvent fournir à la fois la base d'une coordination des politiques budgétaires et la possibilité de nouveaux ajustements fiscaux en offrant par exemple de nouvelles marges de liberté aux stabilisateurs automatiques nationaux. Ainsi, le seul choc exogène majeur de politique monétaire pourrait être celui causé par un réajustement de la parité de la livre par rapport à l'euro. Ce réajustement ne pouvant de toute façon avoir lieu qu'avant l'entrée de cette monnaie dans l'euro, il ne peut être un argument que pour refuser une entrée immédiate dans l'euro et non pas pour justifier un blocage structurel à cette entrée.

Les phénomènes de propagation des chocs présentés précédemment mobilisent à la fois des mécanismes d'ajustements internes et des mécanismes de propagations internationales dans la sphère réelle et dans la sphère financière. Rappelons que nous n'avons pas étudié les phénomènes d'ajustement propres au marché du travail. Les caractéristiques de la sphère financière qui influencent les phénomènes d'ajustements sont, nous l'avons vu, principalement liés au mouvement de libéralisation financière des années quatre-vingt et à l'histoire économique du Royaume-Uni marquée par une inflation élevée et volatile. Ces caractéristiques peuvent produire des fluctuations asymétriques en Europe face à un choix unique de politique monétaire. Dans l'avenir, l'intégration par les acteurs économiques d'une tradition nouvelle de stabilité macroéconomique générale, et des prix en particulier, pourrait conduire à une certaine convergence vers des structures financières des ménages et des entreprises moins sensibles aux fluctuations des taux d'intérêts à court

terme (recours à des taux longs ou à des emprunts obligataires). Notons cependant que le problème de l'ajustement des économies aux chocs sur les taux d'intérêt n'oppose pas le Royaume-Uni à une zone euro homogène quant à ce critère. La sensibilité des onze économies aux impulsions monétaires est également hétérogène et ce problème renvoie à la définition même d'une politique monétaire unique pour l'ensemble de la zone. En ce qui concerne l'insertion commerciale internationale du Royaume-Uni, si ce pays entre effectivement dans la zone euro, la tendance à l'intégration commerciale de ce pays dans cette zone devrait se renforcer et le lien relatif vis-à-vis des Etats-Unis devrait peu à peu se limiter.

Il apparaît donc que parmi les sources d'hétérogénéité conjoncturelles potentiellement coûteuses en cas d'abandon de l'autonomie monétaire du Royaume-Uni, seuls les différentiels d'ajustement à des chocs de taux d'intérêt et, dans une moindre mesure, la place du pétrole et du secteur des services financiers dans cette économie, sont des facteurs nécessitant potentiellement de réels ajustements structurels. En outre, l'impact réel de ces facteurs structurels, difficilement quantifiable, semble être limité face à l'impact des choix de politiques macroéconomiques sur la conjoncture de ce pays. En fait, nous avons vu que tout en étant déphasé par rapport à celui du noyau dur, le cycle du Royaume-Uni a été sur la période étudiée relativement homogène avec ceux d'autres pays, notamment de la France et de la Belgique. Théoriquement donc, lorsque disparaîtra de facto l'asymétrie qui a découlé de la position d'économie dominante de l'Allemagne, l'intégration conjoncturelle du Royaume-Uni au noyau dur devrait se renforcer, et les coûts liés à l'abandon de l'autonomie monétaire devraient être limités. Mais une telle conclusion dépend néanmoins très fortement de la volonté du Royaume-Uni d'adopter des politiques macroéconomiques orientées par la stabilité et l'homogénéité conjoncturelle de la zone euro. Dans cette logique, la gestion du taux de change effectif réel de la livre sera particulièrement délicate dans la période qui précédera l'intégration de cette devise dans l'euro.

### Le report de l'entrée de la livre dans l'euro ; la justification économique d'un choix politique ?

Hormis dans l'hypothèse peu vraisemblable d'un éclatement à moyen terme de la zone euro, peu d'autres facteurs pourraient justifier le choix d'une non entrée de la livre dans la zone après la période de convergence recommandée. Eliminons tout de suite l'hypothèse d'un rapprochement définitif du Royaume-Uni vis à vis des Etats-Unis aux dépens de la nouvelle zone européenne. Cette hypothèse mérite d'être évoquée puisqu'elle a été soutenue il y a quelques semaines par quelques parle-

mentaires américains. Nous ne pouvons cependant lui attribuer qu'une pertinence limitée. Plus sérieusement, la volonté d'Eddie George de conserver l'autonomie monétaire d'une banque centrale nouvellement indépendante pourrait jouer en défaveur d'une entrée de la livre dans l'euro. Mais une telle autonomie rencontrerait rapidement ses limites. La politique monétaire de la zone euro sera principalement orientée par la recherche de la stabilité interne de la zone. En revanche, le Royaume-Uni, alors petite économie ouverte relativement à la zone euro, devra faire le choix entre la volatilité de son taux de change et une politique monétaire orientée par des objectifs de parité vis-à-vis de l'euro ou du dollar. Le degré élevé d'intégration structurelle du Royaume-Uni en Europe rend improbable le maintien d'une parité plus ou moins fixe de la livre vis à vis du dollar. Ce niveau d'intégration rend également peu vraisemblable, l'hypothèse d'un taux de change libre vis à vis de l'euro, même si l'entrée de la livre dans un mécanisme de change de type SME bis est encore en débat entre Londres et Bruxelles. Le choix d'un taux de change relativement stable entre la livre et l'euro serait quant à lui fortement contraignant pour la politique monétaire du Royaume-Uni. L'autonomie monétaire du Royaume-Uni ne serait alors que toute relative.

Dans le cadre de l'analyse des seuls positionnements conjoncturels passé et présent du Royaume-Uni en Europe, l'entrée de la livre dans la zone euro ne peut donc être remise en question que sur la base d'un nombre limité d'arguments structurels. Globalement, c'est d'ailleurs sur la base d'une conclusion assez proche que le rapport du Ministère des Finances justifie le report de l'entrée de la livre. Les réponses apportées aux quatre autres « tests » économiques sont moins tranchées et moins décisives que celles relatives à la question de la divergence conjoncturelle. Effectivement, Gordon Brown appelle une période supplémentaire d'effort d'adaptation du marché du travail pour plus de flexibilité et une préparation plus poussée du secteur financier afin de conserver à la *City* sa prééminence face aux autres places montantes. Mais, en fin de compte, le rapport reconnaît les avantages que peut apporter l'intégration du Royaume-Uni dans la zone en termes de créations d'emplois et de croissance. Le rapport reconnaît également les risques liés à la non entrée à moyen terme de la livre. D'une part sous cette hypothèse, le mouvement d'intégration commerciale du Royaume-Uni en Europe pourra être interrompu. D'autre part, une réorientation des investissements directs à l'étranger vers le continent serait envisageable en raison des nouvelles perspectives commerciales qu'offrirait la zone dont serait alors exclu le Royaume-Uni. Ces facteurs ne peuvent à terme que renforcer les sources d'hétérogénéité cyclique observées et par là même alourdir les coûts liés à une entrée ultérieure de la livre.

En fait, l'influence de motivations de politique intérieure a été décisive dans le changement d'attitude, du réputé très pro-européen Gordon

Brown. Même si un report à long terme de l'entrée de la livre dans l'euro est très improbable, le gouvernement britannique a attendu et attendra encore certainement l'issue des prochaines échéances électorales en 2002 pour ménager un électorat, et des tabloïds majoritairement eurosceptiques. Les positions conjoncturelles du Royaume-Uni et de la zone euro seront alors *a priori* plus conformes à l'abandon de la toute nouvelle indépendance de la Banque centrale britannique. Pourtant, l'échéance d'une intégration *de facto* du Royaume-Uni dans la zone risque d'être bien plus proche. L'exemple de *British Steel* qui a récemment annoncé sa volonté de régler ses fournisseurs brésiliens et australiens en Euros, n'est pas isolé parmi les projets des géants de l'industrie britannique. Dans le secteur de la chimie, ICI a prévu de faire de même. En fait, les grandes industries de l'île ayant eu à faire face à l'instabilité de la livre et aujourd'hui à la perte de compétitivité liée à l'envolée de ses taux de change sont, à l'image de la Confédération des industries britanniques favorable à l'adoption de la monnaie unique dans un avenir plus ou moins proche. Même si l'*Institute of Directors*, principale organisation représentant les PME, suit la ligne anti-européenne du parti conservateur, les entreprises plus petites, dépendantes des grands de l'industrie seraient obligées de s'adapter aux projets de ces derniers et d'ouvrir à leurs tours des comptes en euros. La chaîne de grands magasins, *Marks et Spencer* prévoit quant à elle d'accepter le double paiement et cette initiative aura toutes les chances d'être contagieuse. Au même moment, la *City* se prépare à l'adoption de la monnaie unique par le continent à l'image de toutes les autres places boursières. L'habitude de cette place de traiter des opérations en devises étrangères pourrait même renforcer sa compétitivité en Europe. Quant à l'opinion publique britannique, des sondages récents la montrent plus pragmatique et moins eurosceptique que l'on pourrait le croire, alors que les syndicats britanniques sont quant à eux majoritairement pro-européens et pro-euro.

En conclusion donc, dans une telle situation et dans la conjoncture actuelle, une intégration immédiate du Royaume-Uni dans la troisième phase de l'UEM semble impossible. En revanche, une entrée de la livre dans l'euro qui suivrait, dans un délai court, la première vague est raisonnable, alors qu'une non-entrée à terme n'est que peu vraisemblable. L'originalité historique des comportements conjoncturels de l'économie du Royaume-Uni ne semble pas inéluctable. L'intégration de ce pays dans l'UEM devrait notamment contribuer à la disparition de sources traditionnelles d'hétérogénéité. En outre, le Royaume-Uni ne doit pas être considéré comme un cas isolé face à une zone euro homogène. Les onze pays sélectionnés conservent des particularités nationales que l'opposition souvent soulignée entre le noyau dur européen et le Royaume-Uni ne doit pas masquer. Les arguments économiques avancés par le gouvernement britannique pour justifier le report de l'entrée de la livre dans l'euro, appellent, en fait, une réflexion globale relative aux implica-

tions de l'hétérogénéité structurelle qui persiste en Europe pour la définition d'un *policy mix* européen.

### Références bibliographiques

- ADDA J., P. SIGOGNE, 1994 : « Eléments pour une approche endogène des retournements conjoncturels », dans OFCE, FITOUSSI J.-P. et P. SIGOGNE (eds.), (1994a), Chap. 2, pp.55-118.
- AGLIETTA M., 1995 : « The Transition to E.M.U. : Structural and Strategic Aspects », *Federal Bank of New York Research Paper*, n° 9511, June.
- ARTIS M., W. ZHANG, 1995 : « International Business Cycle and the ERM : is There a European Business Cycle ? », *CEPR Discussion Paper*, n°1191, August.
- ARTUS P., 1996 : « Décalage cyclique entre les Etats-Unis et l'Europe, et évolution des taux d'intérêt », *Recherches économiques de Louvain*, 62(2), pp. 139-154.
- ASTLEY M., A. GARRATT, 1996 : « Interpreting Sterling Exchange Rate Movements », *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 36, November, pp. 394-404.
- BACKUS P., P. KEHOE, F. KYDLAND, 1993 : « International Business Cycles : Theory Versus Evidence », *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, fall.
- BALL M., M. GRILLI, 1997 : *Housing Markets and the Economic Convergence in the European Union, Report for the Royal Institution of Chartered Surveyors and the European Institute*, at South Bank University, South bank University, London.
- BAYOUMI T., B. EICHENGREEN, 1996 : « Operationalizing the Theory of Optimum Currency Areas », *CEPR Discussion Papers*, n° 1484, October.
- BAYOUMI T., B. EICHENGREEN, 1992 : « Shocking Aspects of European Monetary Unification », *CEPR Discussion Paper Series*, n° 643, May.
- BERRIGAN S., 1996 : « Monetary Conditions in Germany », *Note interne DGII*, Commission européenne.
- BIS Bank for International Settlements Monetary and Economic Department 1995 : *Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism*, March, C.B. 394.
- BLANCHARD O., D. QUAH, 1989 : « The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Supply Disturbances », *American Economic Review*, 79, pp. 655-673.

- BOONE L., 1997 : « Symetry and Asymetry of Supply and Demand Shocks in the European Union », *Document de travail du CEPII*, n° 97-03, février, 42 p.
- BOONE L., S. G. HALL, 1995 : « Stylised Facts of the Business Cycles Revisited : a Modelling Approach », *Communication*, Université Paris I, Paris, document disponible sur demande.
- BORIO C., E. V., 1995 : « The Structure of Credit to the Non-Government Sector and the Transmission Mechanism of Monetary Policy : a Cross-Country Comparison », dans BIS (1995), pp. 59-105
- BOUTHEVILLAIN C., 1996 : « Les cycles des grands pays industrialisés. Des croissances plus proches mais des zones déphasées », *Economie et Statistique*, n° 298, 1996-8.
- BOUTHEVILLAIN C. 1995 : « Une datation des cycles de croissance des grands pays industrialisés », *Document de travail du ministère de l'Economie, des Finances et du Plan*, n° 5-12.
- BRITTON E., J. WHITLEY, 1997 : « Comparing the Monetary Transmission Mechanism in France, Germany, and the United Kingdom : Some Issues and Results », *Bank of England Quaterly Bulletin*, May, pp. 152-162.
- BRUNO C., 1995 : « La théorie du cycle réel et la dimension internationale des fluctuations conjoncturelles : une revue de la littérature », *Revue d'Economie Politique*, 105(6), novembre-décembre 1995, pp. 877-917.
- CATAO L., R. RAMASWANY, 1996 : « Recession and Recovery in the United Kingdom in the 1990s : Identifying the Shocks », *National Institute of Economic and Social Research*, vol 3, n° 157, July, pp. 97-106.
- CEPII, 1996 : *Intra- versus Inter-Industry Trade Flows Inside the EU Due to the Internal Market Programme*, European Commission.
- CHRISTODOULAKIS N., S. P. DIMELIS, T. KOLLINTZAS, 1995 : « Comparison of Business Cycles in the E.C. : Idiosyncracies and Regularities », *Economica*, vol. 62, n° 245, February., pp. 1-28.
- DORNBUSCH R., C. FAVERO, F. GIAVAZZI, 1998 : « A Red Letter Day », *CEPR Discussion paper*, n° 184, February.
- ECONOMIC COMMISSION FOR EUROPE, 1995 : *Economic Survey of Europe in 1994-95*, United Nations, Geneva, « Chapter 2. — The Western Market Economies », pp. 17-68.
- EUROPEAN COMMISSION DIRECTORATE GENERAL FOR ECONOMIC AND FINANCIAL AFFAIRS, 1997 : « Economic Policy in EMU », *Part A and Part B, Economic Papers*, n°124 et 125, November.

- EUROPEAN COMMISSION, DIRECTORATE-GENERAL FOR ECONOMIC AND FINANCIAL AFFAIRS, 1996 : « Economic Evaluation of the Internal Market », *European Economy*, n° 4.
- FAYOLLE J., P.-E. MICOLET, 1997a : « Réalité et déboires de l'espace conjoncturel européen : une régulation sans croissance ? », *Revue de l'OFCE*, n° 62, juillet, pp. 5-28.
- FAYOLLE J., P.-E. MICOLET, 1997b : « Cycles internationaux : éléments pour une problématique appliquée », *Revue de l'OFCE*, n° 62, juillet, pp. 109-150.
- FITOUSSI J.-P., J. LE CACHEUX, 1989 : « Une théorie des années quatre-vingt », *Revue de l'OFCE*, n° 29, octobre, pp. 117-160.
- FITOUSSI J.-P., E. S. PHELPS, 1988 : *The Slump in Europe : Reconstructing Open Macroeconomic Theory*, Basil Blackwell.
- FOUET M., 1993 : « Les cycles : éléments de comparaison internationale », *Revue de l'OFCE*, n° 45, juin, pp. 285-410.
- FUNKE M., 1995 : « Europe's Monetary Future : One Market, One Money ? », *Unpublished manuscript*, Humbolt University.
- GEORGE E., 1996 : « Economic Growth and Employment Through Stability », *Bank of England Quaterly Bulletin*, Vol. 36, August, pp. 323-328.
- GEORGE E., 1994 : « The Role of the Exchange Rate in Monetary Policy », *Bank of England Quaterly Bulletin*, Vol. 34, August, pp. 255-258.
- GERLACH S., F. SMETS, 1995 : « The Monetary Transmission Mechanism : Evidence from the G-7 Countries », dans BIS (1995), pp. 188-224.
- GIORNO C., P. RICHARDSON, D. ROSEVEARE, P. VAN DE NOORD, 1995 : « Estimating Potential Output, Output Gaps and Structural Balances », *OECD Economic Department Working Paper*, n° 152.
- DE GRAUWE P., 1997 : *The Economics of Monetary Integration*, Third Edition, Oxford University Press, New-York.
- HALDANE A.G., S.G. HALL, 1991 : « Sterlings' Relationship with the Dollar and the Deutschmark : 1986-89 », *Economic Journal*, 101: 436-443.
- HM TREASURY 1997 : *UK Membership of the Single Currency : an Assessment of the Five Economic Tests*, London, October, 40 p.
- HOLLAND A., A. SCOTT, 1996 : « The Determinants of UK Business Cycles », *CEPR Discussion Paper*, n° 1409, juin, 29 p.
- KENEN P. B., 1969 : « The Theory of Optimum Currency Areas : an Eclectic View » dans Mundell, A., Swoboda, K., Eds, *Monetary*

*Problems of the International Economy*, University of Chicago Press, Chicago.

KING M., 1994 : « Monetary Policy in the UK », *Fiscal Studies*, Vol 15, N° 3, pp. 109-128.

MAC KINNON R.I., 1963 : « Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, vol. 53, pp. 717-725.

MATHIEU C., O. PASSET, 1998 : « Disparités de croissance et de politiques économiques en Europe », *Revue de l'OFCE*, n° 64, janvier, pp. 157-176.

MUNDELL R., 1961 : « A Theory of Optimal Currency Areas », *American Economic Review*, vol. 51, n° 4, septembre, pp. 657-665.

OFCE, FITOUSSI J.-P. et P. SIGOGNE (eds.), 1994 : *Les cycles économiques, Tome 1*, Presses de la Fondation Nationale des Sciences Politiques, Paris.

PAQUOT D., 1996 : « Correlation and Volatility of Member State's Business Cycles », *Note interne DGII*, Commission européenne.

RAMASWANY R., T. Sloek, 1997 : « The Real Effects of Monetary Policy in the European Union : What are the Differences ? », *IMF Working Paper*, n° 160, December.

REICHLIN L., 1989 : « Fluctuations et croissance en Europe : une analyse empirique », *Revue de l'OFCE*, n° 26, janvier, pp. 71-93.

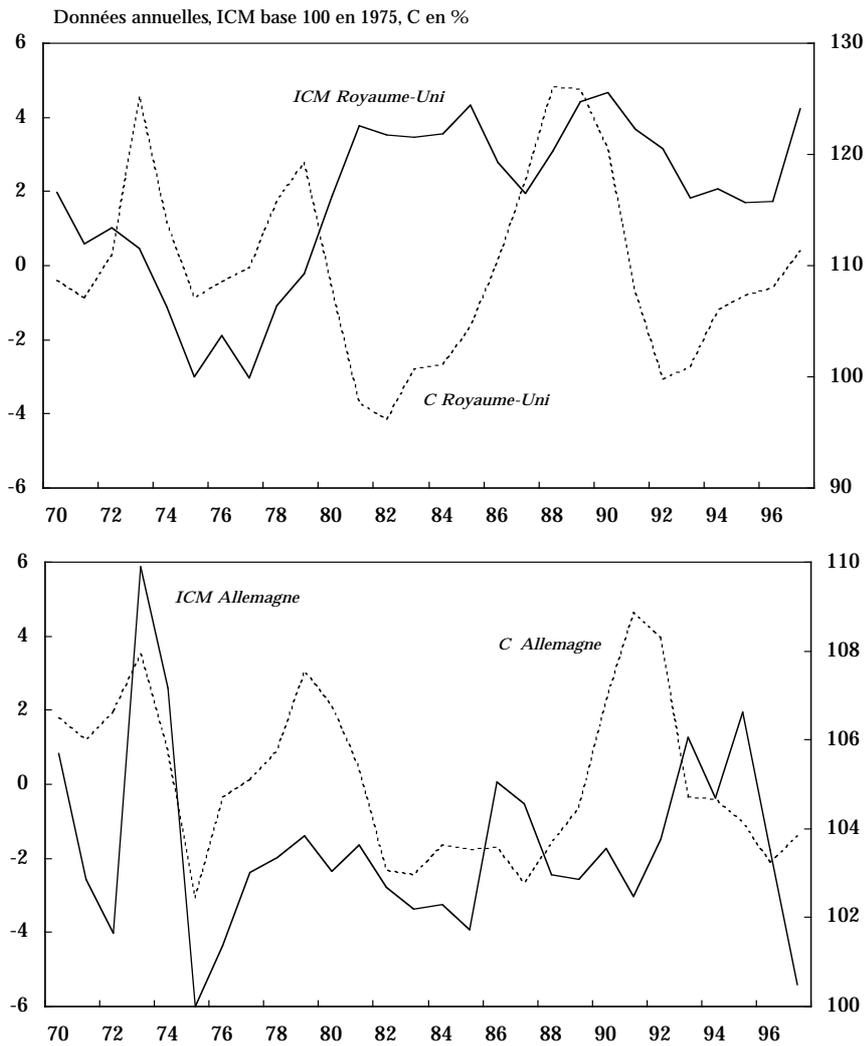
SIGOGNE P., V. Riches, 1994 : « Genèse des indicateurs cycliques et maturation aux Etats-Unis », dans OFCE, FITOUSSI J.-P. et P. SIGOGNE (eds.), chapitre 4, pp.159-204.

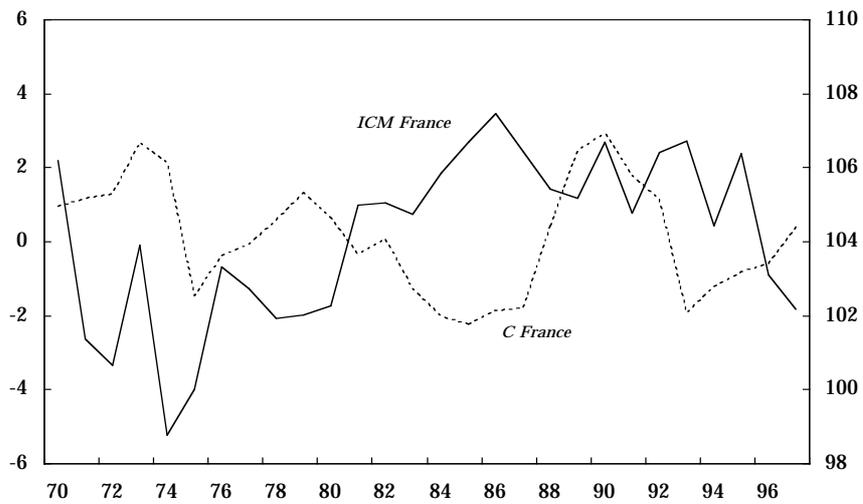
SINN M. W., 1996 : « International Implications of German Unification », *CEPR Discussion Papers*, n° 1508.

SMETS F., 1995 : « Central Bank Macroeconomic Models and Monetary Policy Transmission Mechanism », dans BIS (1995), pp. 225-266.

## ANNEXES

**A1. Indicateurs de conditions monétaires réelles (ICM) et écarts annuels des PIB réels à leurs tendances (C) pour le Royaume-Uni, l'Allemagne et la France**

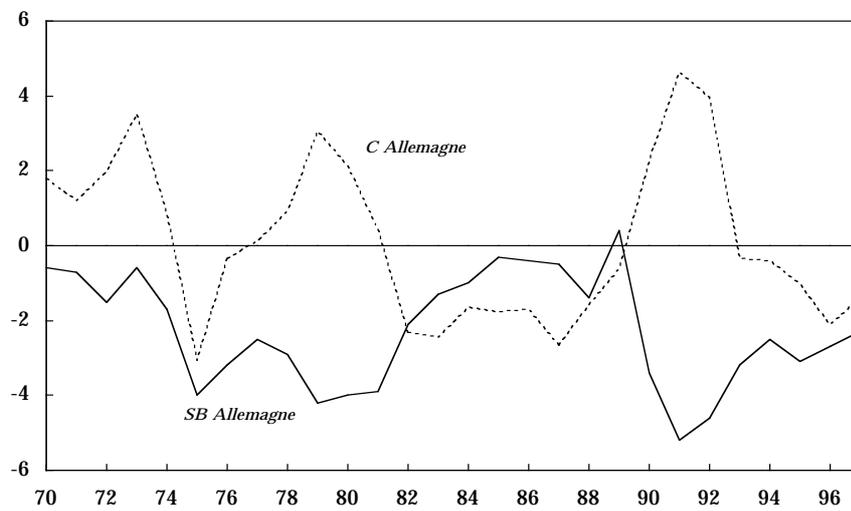
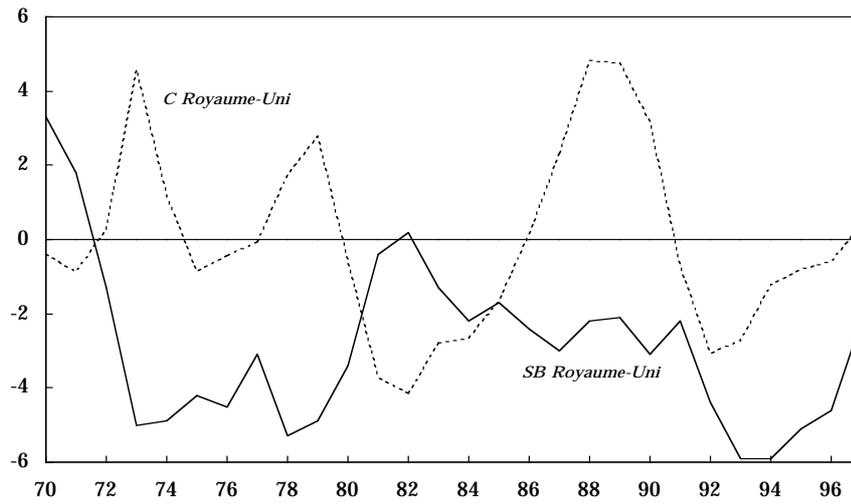


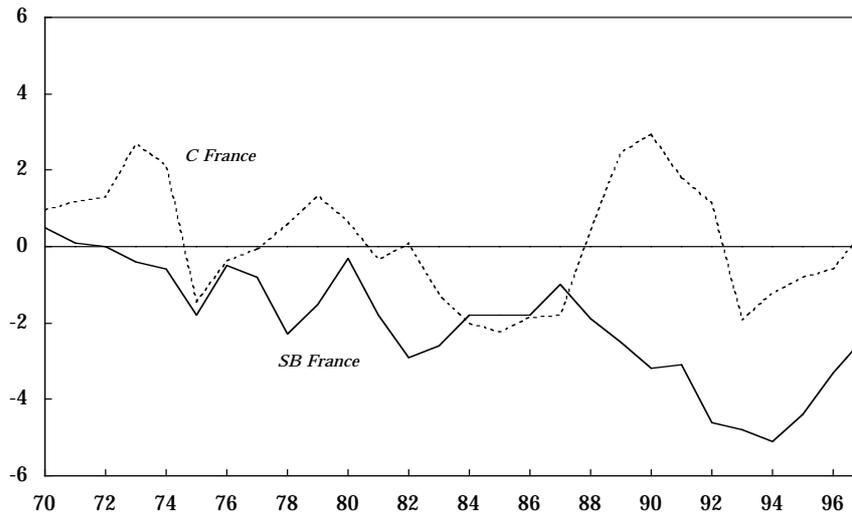


Notes : Ex RFA jusqu'en 1994 pour ICM et jusqu'en 1996 pour C. Une augmentation (une diminution) de la valeur de l'indicateur signifie un durcissement (un assouplissement) des conditions monétaires. Ces indicateurs doivent être lus en tendance ; la position relative d'un pays par rapport à l'autre n'a que peu de signification. Pour une présentation de la méthodologie adoptée, voir les notes du graphique 7.  
Sources : Commission européenne et calculs de l'auteur.

*A2. Soldes budgétaires corrigés des fluctuations cycliques (SB)  
et écarts annuels des PIB réels à leurs tendances (C)  
pour le Royaume-Uni, l'Allemagne et la France*

Données annuelles, SB en % de PIB réels, C en %





Notes : Ex RFA jusqu'en 1991 pour SB et jusqu'en 1996 pour C.  
Sources : Commission européenne et calculs de l'auteur.

