

L'étonnante résistance de l'économie britannique à l'appréciation de la livre enregistrée depuis 1996¹

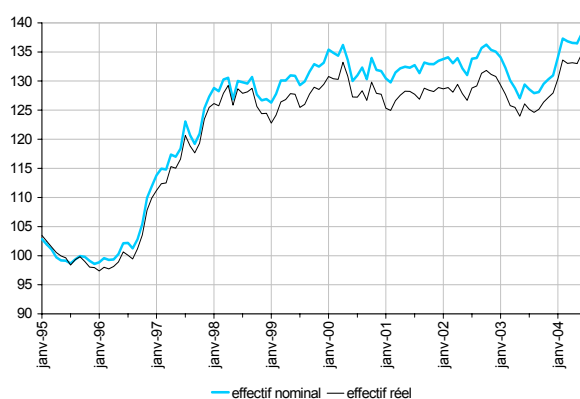
- **En termes réels comme nominaux, le taux de change effectif de la livre s'est fortement apprécié entre le début de 1996 et aujourd'hui** (de plus de 30%). Sur l'ensemble de la période, l'appréciation de la livre a contribué à déprimer la croissance d'un montant estimé à environ $\frac{3}{4}$ de point par an, avant toute réaction de politique économique. **Pourtant, l'économie britannique a connu en moyenne une croissance supérieure à celle de la zone euro** sur la période concernée. Cet écart s'est chiffré à un demi-point de PIB en moyenne, avec une croissance de 2,8% contre 2,2% dans la zone euro.
 - **Le policy-mix a permis d'atténuer l'impact restrictif de l'appréciation de la livre, mais pas a priori de l'inverser** ; la politique budgétaire a même été globalement un peu restrictive sur la période, mais, grâce notamment à la désinflation importée, la politique monétaire aurait permis d'atténuer de 50% environ l'impact restrictif de l'appréciation du taux de change.
 - **Les effets de richesse liés au boom du marché de l'immobilier ont aussi permis de compenser en partie l'impact restrictif de l'appréciation de la livre** ; depuis 1995, la hausse des prix de l'immobilier s'élève en effet à plus de 50%, avec une accélération marquée depuis quatre ans. La contribution de l'augmentation des prix des logements à la croissance de la consommation peut être estimée à trois quarts de point par an en moyenne, et la contribution à la croissance du PIB à un quart de point après bouclage macro-économique.
- **Même si une partie de cet effet de richesse est imputable indirectement à l'appréciation de la livre, il ne traduit pas l'apparition d'un cercle vertueux selon lequel l'appréciation du change générerait son propre «antidote»** ; certes, parce qu'elle a favorisé la baisse des taux d'intérêt, l'appréciation a sans doute une certaine responsabilité dans la hausse de la richesse immobilière ; mais, même si on lui attribuait l'intégralité de cette hausse, cela ne suffirait pas à compenser l'effet directement négatif de l'appréciation ; de plus, une partie de la hausse des prix immobiliers est due à un phénomène de retour à la normale, le marché immobilier étant tombé en dessous de son niveau fondamental au début des années 1990.
- **Plus fondamentalement, c'est l'amélioration de sa croissance potentielle qui a permis à l'économie britannique de croître plus vite que la zone euro, et ce malgré l'appréciation de la livre** ; au-delà des évaluations effectuées par les organisations internationales, la dégradation modérée du solde courant dans un contexte de forte appréciation de la livre et de forte progression de la demande, suggère également une amélioration de la croissance potentielle britannique. Les réformes structurelles menées sur les marchés du travail et des biens et services sont sans doute un facteur explicatif essentiel de cette amélioration de la croissance potentielle britannique.

1. Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la Direction de la Prévision et de l'analyse économique et ne reflète pas nécessairement la position du Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie.

1. Entre 1996 et 2002, le Royaume-Uni a connu une croissance forte, malgré l'appréciation de la livre

Entre le début de 1996 et la fin 2002, le Royaume-Uni a connu une appréciation très forte de sa monnaie, d'environ 35% en termes effectifs nominaux (cf. graphique 1). L'appréciation est du même ordre de grandeur lorsqu'on la mesure en termes réels, c'est-à-dire après prise en compte du différentiel d'inflation entre le Royaume-Uni et ses principaux partenaires économiques.

Graphique 1 : taux de change de la livre



Source : datastream, calculs DP

Dans le même temps, la croissance économique a été robuste : elle a atteint 2,8% en moyenne, soit un niveau sensiblement supérieur à la croissance britannique au cours des vingt années antérieures (2,2%) ou que la zone euro au cours de la même période (2,2% également), alors même que celle-ci bénéficiait dans le même temps d'une dépréciation de son taux de change de l'ordre de 20% en termes nominaux (16% en termes réels).

Ces deux évolutions peuvent paraître paradoxales : une appréciation d'une telle ampleur aurait dû déprimer la croissance britannique, à l'instar de ce qu'a connu la zone euro en 2002 et 2003 lorsque l'euro s'est fortement apprécié. Sur la base d'estimations menées à l'aide du modèle NIGEM, on peut ainsi estimer que l'appréciation de la livre a freiné sur la période la croissance britannique de 0,8 point par an en moyenne.

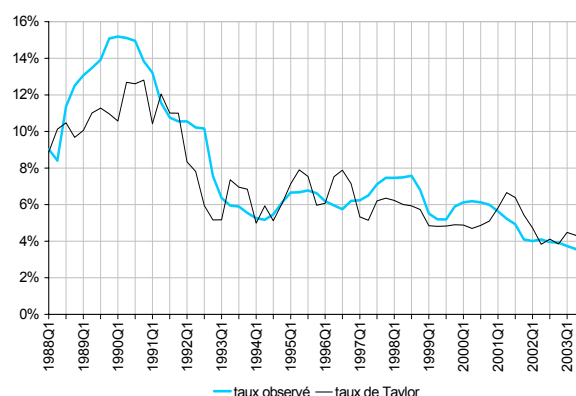
Comment donc expliquer la bonne tenue de la croissance britannique en phase d'appréciation du change ?

2. La politique économique a permis de neutraliser une partie des effets du change

Les effets de l'appréciation du change ont pu être compensés par la politique économique. Notamment, la pression à la baisse sur les prix et l'effet négatif de l'appréciation du change sur la croissance, toutes choses égales d'ailleurs, ont permis à la politique monétaire de prendre un tour plus accommodant qu'en

l'absence de choc sur le change. La politique de taux d'intérêt de la Banque d'Angleterre peut, en première approximation, être assez bien décrite par une règle de Taylor (cf. graphique 2). Selon cette règle, la Banque Centrale monte ses taux d'intérêt lorsque la croissance devient inférieure à la croissance potentielle et, plus que proportionnellement, lorsque l'inflation augmente : la règle originelle proposée par John Taylor² suppose une hausse de 50 points de base des taux d'intérêt pour toute hausse d'un point de l'output gap et une hausse de 150 points de base pour une élévation de 1 point du rythme d'inflation.

Graphique 2 : taux de Taylor et taux du marché monétaire



Source : calculs DP

Si l'on suppose que la Banque d'Angleterre a suivi une telle règle sur la période 1996-2002 et qu'elle s'y serait également conformée en l'absence d'appréciation du change, on peut estimer que l'appréciation de la livre a permis aux taux d'intérêt de court terme d'être plus bas de 230 points de base en moyenne sur la période, ce qui aurait limité la perte de croissance de l'économie britannique à près de 0,4 point par an (cf. tableau 1).

Tableau 1 : effet estimé sur l'économie britannique de l'appréciation de la livre

| | Sans réaction de politique monétaire | Avec réaction de politique monétaire |
|---|--------------------------------------|--------------------------------------|
| Croissance (moyenne 1996-2002) | -0,8% | -0,35% |
| Inflation (moyenne 1996-2002) | -2,1% | -0,9% |
| Balance courante (en part de PIB en 2002) | -1,2 | -3,1 |
| Taux d'intérêt de court terme (moyenne 1996-2002) | 0,0 | -2,3% |

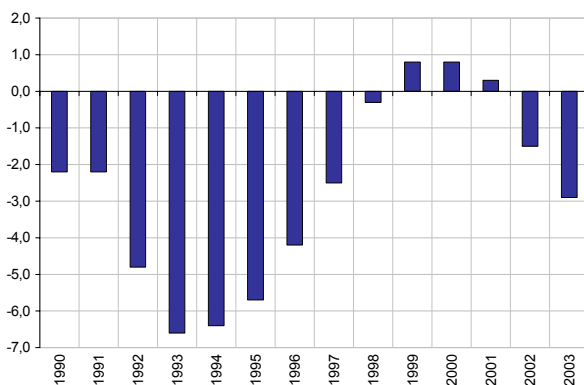
Source : simulations DP à l'aide du modèle NIGEM

2. Taylor (1993) : « Discretion versus Policy Rules in Practice », Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, December, p. 195-214.



La politique budgétaire n'a en revanche pas été mobilisée pour contrer les effets de l'appréciation de la livre. Au contraire, le gouvernement britannique a mis en œuvre sur la période une politique de redressement des finances publiques rendue nécessaire par la forte détérioration intervenue au début des années quatre-vingt : corrigé des effets du cycle, le solde budgétaire britannique s'est amélioré de 3 points de PIB sur la période 1995-2003 (cf. graphique 3)³. L'amélioration a notamment été plus forte en début de période, moment où est concentré l'essentiel de l'appréciation de la livre, avant qu'une détérioration marquée n'intervienne en 2002 et 2003.

Graphique 3 : solde structurel des administrations publiques (en points de PIB)



Source : Commission Européenne

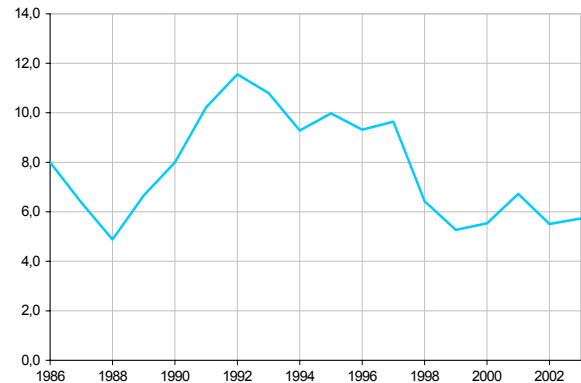
3. La baisse du taux d'épargne des ménages, entraînée par la hausse de la bourse et des prix immobiliers, a également permis de compenser les effets de l'appréciation de la livre

La baisse du taux d'épargne des ménages, passé de 10% en 1995 à 5,5% en 2002 (cf. graphique 4), a permis également de compenser les effets de l'appréciation du change. Cette baisse peut être attribuée à la forte hausse des cours de la bourse anglaise, dans le sillage de l'ensemble des bourses mondiales. Elle doit plus encore à l'élévation spectaculaire des prix de l'immobilier : entre début 1996 et fin 2002, ceux-ci ont été multipliés par deux, et la richesse des ménages s'en est trouvée accrue dans des proportions considérables. On estime ainsi (cf. S. Lefranc (2003) : « Les évolutions des prix de l'immobilier au Royaume-Uni font-elles peser un risque sur la croissance britannique ? », DP - Analyses Économiques n°3) que la seule hausse des prix de l'immobilier a contribué sur la période à

3. L'effet des « stabilisateurs automatiques » (c'est-à-dire le fait que spontanément les recettes des administrations baissent, et que certaines dépenses croissent, face à un choc défavorable et viennent donc soutenir le revenu des agents) est déjà pris en compte dans les résultats de variante présentés auparavant.

accroître la croissance de la consommation de $\frac{3}{4}$ point par an environ, soit un demi-point de PIB, ex ante, avant bouclage macroéconomique.

Graphique 4 : taux d'épargne des ménages britanniques



Source : OCDE

Dans ces conditions, on peut se demander si le Royaume-Uni n'a pas bénéficié d'un cercle vertueux, selon lequel l'appréciation de la livre, en favorisant la baisse des taux d'intérêt, aurait pu entraîner une hausse des prix immobiliers suffisante pour compenser les effets négatifs de l'appréciation du change.

Pour séduisante qu'elle soit, cette thèse ne résiste pas à un examen attentif. Tout d'abord, même si la hausse des prix de l'immobilier était intégralement due à l'appréciation de la livre, elle serait insuffisante pour compenser en totalité les effets négatifs sur la croissance. Le bouclage macro-économique conduit en effet, dans une économie ouverte comme l'est l'économie britannique, à amortir progressivement l'effet sur la croissance de la hausse de consommation associée : les importations sont relancées et le surcroît de demande entraîne des hausses de prix et de salaires, qui affectent la compétitivité de l'économie et poussent la banque centrale à relever ses taux. Les simulations effectuées avec NIGEM conduisent alors à évaluer à moins de 0,2 point l'effet ex post, après bouclage macroéconomique, de la hausse des prix de l'immobilier sur la croissance moyenne de la période. Le multiplicateur de NIGEM est certes un peu faible (une augmentation de demande équivalent à un point de PIB ne se traduit, que par une hausse de 0,6 point de PIB la première année et nulle dès la quatrième année) mais même si on le multipliait par 2, cela suffirait à peine à compenser l'effet restrictif du change.

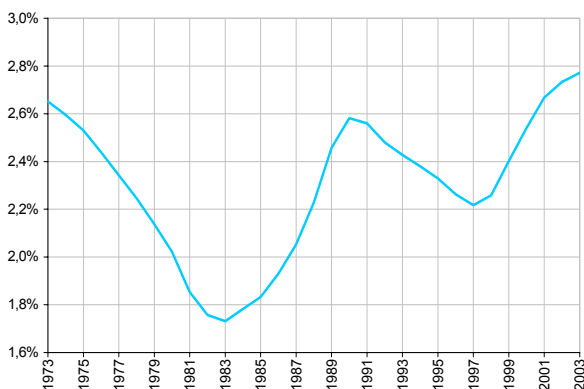
Il serait en outre excessif d'attribuer à l'appréciation de la livre l'intégralité de la hausse des prix de l'immobilier. En effet, celle-ci renvoie pour une bonne part à un processus de rattrapage : selon les estimations disponibles, les prix étaient en effet tombés très en dessous de leur niveau fondamental suite à la crise qui

avait affecté le secteur au début des années quatre-vingt-dix (cf. aussi sur ce point S. Lefranc (2003), op. cit.). Au total donc, il est extrêmement peu probable que l'appréciation de la livre ait pu entraîner une hausse des prix de l'immobilier suffisante pour en compenser les effets négatifs passant par les échanges extérieurs.

4. Le Royaume-Uni n'a pu supporter aussi bien l'appréciation de sa monnaie que parce qu'il enregistrait dans le même temps une élévation de sa croissance potentielle

En fait, si la croissance britannique est restée aussi forte, c'est principalement grâce à une amélioration de sa capacité d'offre, que retracent les évaluations de croissance potentielle des organisations internationales. Selon les calculs de la Commission européenne, le Royaume-Uni aurait ainsi enregistré au cours des années 1996 à 2003 une croissance potentielle égale en moyenne à 2,8%, soit plus qu'au cours de toute autre période de 8 ans depuis le début des années 1970 (cf. graphique 5).

Graphique 5 : croissance potentielle britannique

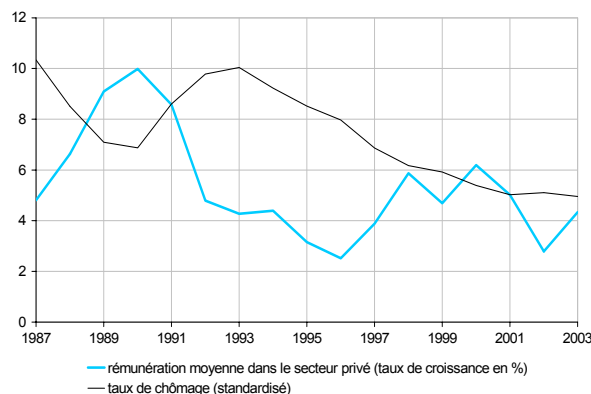


Source : Commission Européenne, calculs DP ; les données d'origine de la Commission ont été lissées sur 8 ans.

Cette hausse de la croissance potentielle britannique renvoie à une diminution sensible du taux de chômage d'équilibre, c'est-à-dire le taux de chômage que peut soutenir durablement l'économie sans connaître de pressions inflationnistes ou au contraire de baisse continue de son inflation : selon la Commission Européenne, il aurait perdu 3 points entre 1995 et aujourd'hui, passant de 8% à 5%. Cette baisse du taux de chômage d'équilibre peut s'expliquer par diverses modifications du fonctionnement des marchés du travail et des biens impulsées par les gouvernements successifs, mais dont il est difficile d'isoler l'influence exacte⁴ : amélioration du processus de négociation salariale ; chute de la conflictualité y compris dans les secteurs industriels traditionnels ; durcissement des

conditions d'indemnisation du chômage ; diminution du « coin fiscal » (écart entre le salaire versé par l'employeur et celui reçu par le salarié) ; mise en œuvre du « New Deal », programme d'aide à la réinsertion des publics fragiles (jeunes, chômeurs de longue durée, ...) ; mise en place du Working Families Tax Credit apportant un complément de revenu aux travailleurs avec enfant ; renforcement de la concurrence, notamment dans les industries de réseau ; ...

Graphique 6 : taux de chômage et rémunérations dans le secteur privé



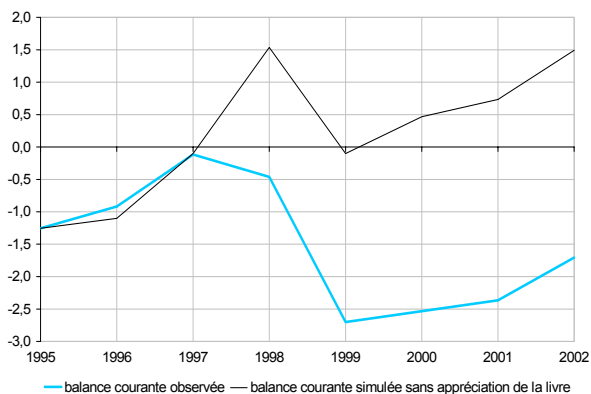
Source : OCDE

Ces estimations sont certes fragiles. Mais elles sont corroborées par deux observations. Tout d'abord, le taux de chômage britannique (standardisé) a pu tomber en dessous de 5% en 2004 sans entraîner d'accélération notable des salaires, tandis qu'à la fin des années 1980, les salaires avaient nettement accéléré (passant d'une croissance de moins de 5% en 1987 à 10% en 1990), alors que le taux de chômage n'était descendu qu'à 7% (cf. graphique 6).

Ensuite, la balance courante ne s'est pas beaucoup détériorée malgré l'appréciation de la livre et une croissance soutenue : en l'absence d'appréciation de la livre, la balance courante britannique serait, selon les simulations réalisées avec NIGEM, devenue excédentaire (cf. graphique 7). Certes des facteurs particuliers ont joué : la hausse des prix du pétrole (le Royaume-Uni était, jusqu'à juillet de cette année, exportateur net de pétrole) ; la spécialisation du Royaume-Uni dans les services financiers (où il entre en concurrence plutôt avec les États-Unis, dont la devise s'est également appréciée sur la période, qu'avec la zone euro) ; l'amélioration inattendue de la balance des revenus. Mais ils ne suffisent pas à expliquer l'amélioration de la position extérieure sous-jacente de l'économie britannique.

4. Cf. par exemple S. Nickell et G. Quintini (2002) : « The recent performance of the UK labour market », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 18, n°2.

Graphique 7 : balance courante britannique



Source : simulations DP à l'aide du modèle NIGEM

Au total, il semble que si l'économie britannique a pu supporter aussi bien l'appréciation de sa monnaie, c'est parce qu'en fait l'appréciation de la livre a accom-

pagné une amélioration de sa croissance potentielle. Sans l'amélioration de la croissance potentielle, l'appréciation n'aurait guère été soutenable et aurait vraisemblablement été très vite inversée.

Éric DUBOIS

Karine HERVÉ

Sylvie LEFRANC

Directeur de la Publication : Jean-Luc TAVERNIER
Rédacteur en chef : Philippe GUDIN DE VALLERIN
Mise en page : Maryse DOS SANTOS
(01.53.18.56.69)

