

ANDREW J. HUGHES HALLETT
SIMON WREN-LEWIS ¹

DIVERGENCES PAR RAPPORT À CLAUDE LEROY

En réponse à l'analyse de Claude Leroy publiée dans cette livraison d'*Economie internationale*, nous voudrions souligner que les conséquences qualitatives de l'abandon du SME par le Royaume-Uni en septembre 1992 suscitent peu de désaccord entre nous.

Nous avons en particulier précisé dans l'article d'origine ² que :

- les bénéfices pour l'économie britannique s'exerçaient essentiellement sur le court terme, dans un laps de temps de 2 à 5 ans, tous les effets de long terme étant plus faibles et de signe incertain ;
- les gains en termes de production seraient accompagnés d'une inflation un peu plus élevée que celle qui aurait été observée en cas de maintien de la livre au sein du SME ;
- les effets positifs sur la production étaient dus autant à des taux d'intérêt plus faibles qu'à la dépréciation du taux de change nominal.

Si nous convergions sur ces points, notre désaccord porte sur la taille des effets estimés et sur les implications qui peuvent en être tirées en termes de politique économique.

1. Claude Leroy refait nos simulations avec un autre modèle, NIGEM, et trouve des effets plus faibles sur la production.

Quiconque a travaillé sur des modèles économétriques sait que des modèles différents produisent des résultats quantitatifs différents. Dans la mesure où l'un d'entre nous a mis au point la première version de NIGEM, ainsi que COMPACT, nous ne voudrions pas prendre argument du fait qu'un modèle serait "meilleur" que l'autre. Cependant, deux remarques peuvent être faites. D'abord, les différences de résultats selon les deux modèles peuvent refléter la plus grande importance accordée aux comportements d'anticipation dans COMPACT. En particulier, les gains de production dans ce modèle conduisent à des augmentations rapides de l'inflation qui diminuent les taux d'intérêt réels et stimulent donc à nouveau la production. De plus, même si les effets sur la production sont plus

1. Andrew J. Hughes Hallett est professeur d'Economie à l'université de Strathclyde, Glasgow, et Simon Wren-Lewis à l'université d'Exeter ; l'un et l'autre sont *Research Fellow* en macro-économie au Centre for Economic Policy Research, Londres.

La traduction de ce texte a été réalisée par Amina Lahrèche.

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

faibles dans NIGEM que dans COMPACT, ils restent substantiels, de sorte que les deux modèles indiquent nécessairement que l'abandon du SME est une explication essentielle de la reprise britannique.

Il convient ici d'insister sur un point technique. Les utilisateurs de NIGEM savent que le modèle n'a pas de solution d'équilibre stationnaire. Celle-ci doit être imposée au modèle, peut-être par le biais de contraintes extérieures supplémentaires. Par conséquent, on ne peut savoir avec certitude si l'absence de gains à long terme dans les simulations de Leroy reflète vraiment les caractéristiques de l'économie britannique, ou si elle est liée à des hypothèses commodes de modélisation.

2. Leroy met également en doute l'importance des gains en termes de taux d'intérêt, liés à l'abandon du SME. Nous avons fait l'hypothèse que les taux d'intérêt étaient de trois points inférieurs dans la première année suivant la sortie du SME, de deux points plus faibles la seconde année, et d'un point plus bas la troisième année. Ceci est bien sûr très difficile à estimer, mais nous considérons notre hypothèse comme relativement conservatrice. Tout d'abord, les taux britanniques ont de fait diminué de quatre points, c'est-à-dire davantage, immédiatement après la sortie hors du SME (GRAPHIQUE 1, Leroy, p. 83). En réalité, si nous étions restés au sein du SME, la pression spéculative annonçait des taux d'intérêt supérieurs à 10 %. Et si, comme COMPACT et NIGEM le suggèrent tous deux, la récession s'était prolongée au Royaume-Uni, du fait du maintien de la livre au sein du SME, la pression spéculative sur la livre aurait bien pu s'accroître encore. Dans ces circonstances, il est difficile de croire que les taux d'intérêt britanniques auraient alors diminué rapidement, compte tenu particulièrement de ce qui est effectivement arrivé par la suite aux autres monnaies appartenant au mécanisme de change.

Quand bien même les taux d'intérêt nominaux auraient-ils diminué au sein du SME, l'inflation plus faible associée à ce régime de change aurait conduit à des taux d'intérêt réels plus élevés. Le moindre effet expansionniste a alors toutes les chances de se révéler fuyant, ainsi que l'ont découvert, à leurs dépens, ceux qui sont restés au sein du SME. Enfin, il n'apparaît pas clairement pour quelle raison l'impact principal de l'abandon du SME passerait par une diminution des taux d'intérêt et non par la dévaluation, alors que le principal intérêt du maintien au sein du SME proviendrait d'une monnaie plus forte, et non de taux d'intérêt plus élevés. Il y a là une incohérence manifeste.

Quoi qu'il en soit, si l'effet principal de la sortie de la livre hors du SME provient de la baisse des taux d'intérêt, alors les perspectives pour l'Europe en général sont somme toute plus encourageantes, puisque qu'il y aurait très peu de *free riding*. Les autres pays bénéficieraient de l'effet de locomotive britannique, au lieu de souffrir d'un détournement compétitif de flux commerciaux.

3. Leroy estime que l'effet inflationniste de la dévaluation est significatif. Si la livre était restée au sein du SME, l'inflation aurait été inférieure de 1,4 % au bout de 5 ans. Cet argument est peut-être vrai. Mais si l'inflation était l'unique critère d'évaluation du succès, il aurait alors mieux valu réévaluer la livre. La réévaluation aurait comprimé l'inflation bien en deçà de 1,4 %. Sur la base de cet argument, plus la réévaluation est importante, plus la situation s'améliore !

4. Le dernier point de désaccord est peut-être le plus important. Il porte sur l'interprétation des résultats. L'abandon du SME a permis au Royaume-Uni d'avoir une production plus élevée, au prix d'une inflation supérieure. Selon les circonstances, ce surcroît de production vaut ou non une inflation plus élevée. Nous considérons qu'en 1992, il y aurait eu peu à gagner à diminuer davantage l'inflation en restant au sein du SME, mais beaucoup à perdre à repousser la reprise. La situation d'autres pays, dans d'autres circonstances, aurait bien sûr pu être différente. Les deux effets sont essentiellement de court terme. Cependant, des effets de cette taille ne peuvent être ignorés pour le simple prétexte qu'ils sont de court terme – les récessions sont après tout, et normalement, de court terme ; pourtant, nous nous en préoccupons.

Un gain de court terme associé à une neutralité de long terme (c'est le résultat de nos simulations), est toujours une amélioration au sens de Pareto, par rapport au *statu quo* ; ne serait-ce que pour cette raison, il est avantageux. Ce gain est important car il offre au gouvernement et à l'économie une marge de manœuvre de cinq ans pour ajuster les politiques de l'offre, améliorer la productivité, ou mettre en place une consolidation budgétaire nécessaire. Une grande part de l'analyse économique moderne s'attache à mettre à jour la possibilité d'introduire des mesures portant sur l'offre, l'éducation et la formation, afin de modifier le taux de chômage naturel de long terme dans un sens favorable, au lieu de le traiter comme fixe. Ce serait vraiment une mauvaise politique que d'interdire aux gouvernements d'exploiter cette possibilité et de les obliger au contraire à se concentrer sur des problèmes de lutte à court terme contre l'inflation, négligeant ainsi les possibilités qui s'offrent à long terme pour améliorer leurs économies. Dans cette perspective, une politique de "livre forte" n'aurait pas été de grand secours.

5. Ceci dit, notre analyse n'est pas faite pour démontrer que la dévaluation provoquée par les taux d'intérêt faibles à court terme est toujours une bonne chose. Ce que nous voulions montrer, contrairement à ce que beaucoup prétendaient avant septembre 1992, est que la dévaluation a des effets significatifs sur l'inflation et sur l'activité. Il y a des circonstances où cela peut-être utile, et d'autres où cela ne l'est pas.

A. J. H. H., S. W.-L.

