

Février 2005

Recherches & Régulation Working Papers

*TRANSFORMATIONS DES FLUCTUATIONS CYCLIQUES ET
CHANGEMENTS STRUCTURELS :*

LE CAS DU ROYAUME-UNI DE 1873 À 2002

Jean-François Vidal

RR série M 2005-2

www.theorie-regulation.org

Association Recherche & Régulation

c/o LEPII-CNRS

Université Pierre Mendès France

1241, rue des Résidences

BP 47 - 38040 Grenoble Cedex 9

Communication présentée à l'Université de Reims le 31 mars 2004 au Colloque « Les mutations du capitalisme contemporain » ; légèrement modifiée en juillet 2004

TRANSFORMATIONS DES FLUCTUATIONS CYCLIQUES ET CHANGEMENTS STRUCTURELS :

LE CAS DU ROYAUME-UNI DE 1873 À 2002

Jean-François Vidal,
Professeur de sciences économiques à l'Université Paris XI.
Vidal-JF-PR-universite-P11@wanadoo.fr

La croissance économique n'a rien d'un processus homothétique reposant sur la reproduction des mêmes comportements pour l'éternité. Elle s'accompagne et se nourrit de la transformation des structures économiques, qui orientent les comportements. Nous employons ici le terme de structures économiques dans un sens large, qui recouvre d'une part les principales caractéristiques du système productif, telles que le poids des différents secteurs, le degré d'ouverture de l'économie nationale, la taille des entreprises, et d'autre part les principales institutions économiques, telles que le système monétaire national et international, les mécanismes de répartition des revenus, le poids du secteur public. L'objet de ce travail est d'étudier les conséquences de la transformation des structures économiques sur la conjoncture de l'économie anglaise depuis 1870. Son but est double : *mieux comprendre les fluctuations et les cycles en introduisant le changement structurel comme variable explicative ; mieux discerner, parmi les changements structurels, ceux qui ont eu des conséquences significatives sur le fonctionnement de l'économie*, car il en est qui sont surtout symboliques et politiques. Dans la dernière partie de ce travail, nous étudions dans quelle mesure les réformes libérales des années 1980 ont véritablement modifié le comportement conjoncturel de l'économie anglaise.

Les relations entre évolutions des structures et transformations des conjonctures ont été surtout étudiées par l'école historique des Annales à partir du cas de la France des XVIII^e et XIX^e siècles, par l'école française de la Régulation avec la dynamique des prix en France au XX^e siècle, et par le NBER américain, qui a mis en évidence la déformation des cycles aux Etats-Unis au cours du XX^e siècle. Nous avons choisi de réaliser cette recherche sur le cas du Royaume-Uni pour plusieurs raisons. C'est l'un des pays dont l'histoire économique quantitative a été la plus étudiée (voir l'annexe sur les sources statistiques). L'économie britannique a été sans doute l'une des plus « cycliques » parmi les pays développés, ce qui facilite le repérage des périodes de continuité et de ruptures en étudiant l'apparition et la disparition des différents types de cycles. Le Royaume-Uni est l'un des pays développés dans lequel le contrat social du fordisme, et les institutions qui lui sont associées, ont été le plus fortement remises en cause, avec les réformes libérales de M. Thatcher ; il est intéressant d'en examiner les conséquences sur la nature des fluctuations macroéconomiques.

Dans une première partie, nous donnons une première vue des principales fluctuations anglaises entre 1870 et 2003. Dans une seconde partie, nous montrons comment, entre 1914 et 1945, le passage de la régulation libérale traditionnelle à la régulation keynésio-fordiste, et l'affaiblissement de la position extérieure du Royaume-Uni ont entraîné *la disparition des fluctuations cycliques de type Juglar, Kuznets et Kondratieff, et l'émergence d'un cycle quadriennal de croissance, qui a dominé la conjoncture de 1950 à 1972*. Ensuite, nous analysons les deux principales conséquences des réformes libérales des années 1980 : d'une part, les politiques économiques sont passées d'un arbitrage entre équilibre extérieur et croissance (que nous appelons « stop go 1 ») à un arbitrage entre inflation et croissance (que nous appelons « stop go 2 »), ce qui a changé la durée du cycle du stop go ; d'autre part, la libéralisation a entraîné le retour des cycles financiers. La récession de 1991-1992, très violente, résulte de la rencontre de ces deux types de cycles. Mais en 2001-2002, l'économie anglaise a très bien résisté à la récession internationale. *Cette atténuation considérable du cycle en Angleterre résulte-t-elle seulement de la conjonction de hasards favorables, en sorte qu'elle ne serait que provisoire, ou résulte-t-elle des changements institutionnels réalisés à l'issue des réformes libérales, en sorte que l'économie anglaise serait devenue structurellement plus stable ?*

1/ fluctuations et récurrences de 1870 à 2003 : une première vue

Entre 1870 et 1913, l'économie anglaise a subi trois types de fluctuations définies par leurs périodicités : le cycle de Juglar (6 à 10 ans), le cycle de Kuznets (16 à 24 ans), et le cycle de Kondratieff (40 à 60 ans). Comme le cycle de Juglar a été observé au XIXe siècle dans plusieurs pays développés et émergents, on peut le tenir pour un véritable cycle, tout en soulignant que sa régularité est toute relative. En revanche, les « cycles » de Kuznets et de Kondratieff sont de longue durée, et il n'est pas possible de démontrer que ceux que l'on peut observer dans les séries disponibles sont en nombre suffisant pour être significatifs ; il s'agit plutôt de « récurrences », que les économistes ont pour coutume d'appeler « cycles »

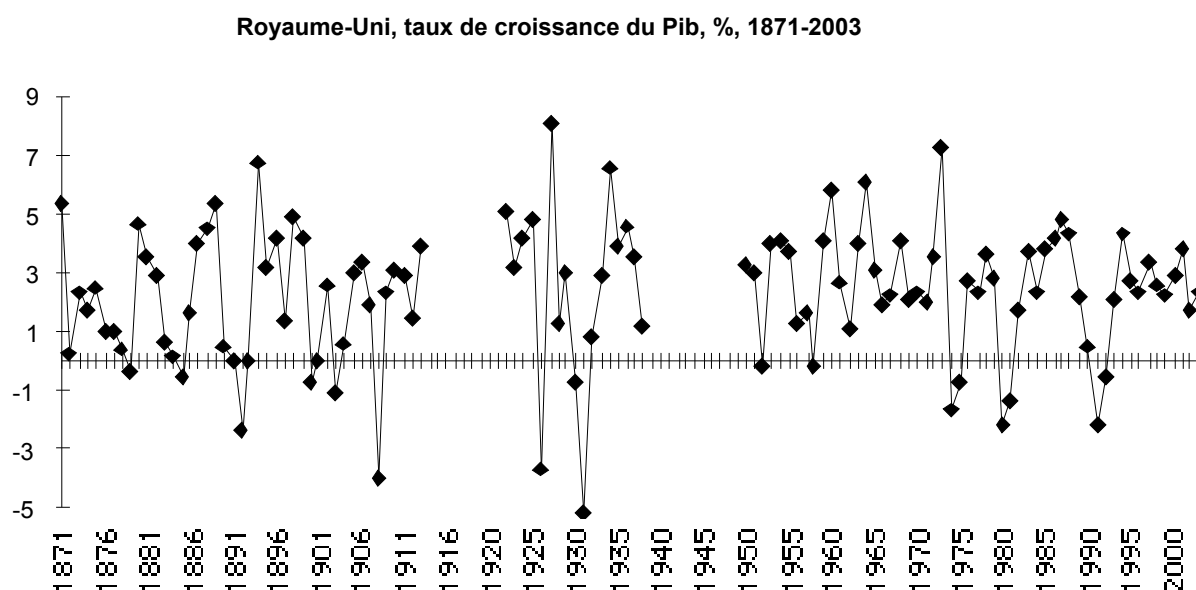
Le cycle de Juglar en Angleterre au XIXe siècle a fait l'objet de nombreuses études, et plusieurs auteurs ont rédigé des mises au point à son sujet : D. Aldcroft et H. Richardson (1969), D. Aldcroft et P. Fearon (1972), R. Matthews (1972), D. Coppock (1972), A. Ford (1981), R. Matthews, C. Feinstein, J. Odling Smee (1982). Il apparaît à la fin du XVIIIe siècle ou au début du XIXe siècle, ce qui correspond à l'émergence du capitalisme industriel. Jusqu'aux années 1860, l'Angleterre subit aussi des fluctuations plus courtes liées à l'agriculture. Mais celles-ci disparaissent au cours des années 1860, avec l'industrialisation et l'adoption du libre-échange, qui ont fortement réduit le poids de l'agriculture dans le Pib. Entre 1870 et 1913, le cycle de Juglar domine la production industrielle et donc le Pib, comme le montre le graphique 1. Il y a eu 6 épisodes au cours desquelles le taux de croissance annuel du Pib a été nul ou négatif, et que l'on peut donc qualifier de récessions : 1879, 1885, 1892, 1900, 1903, 1908, soit une récession en moyenne tous les 7 ans. Pendant l'entre-deux-guerres, il y a eu 3 épisodes de récession : 1921-1922 (non donné dans le graphique), 1926, 1930-31. Il est difficile de déterminer si le cycle de Juglar se maintient pendant l'entre-deux-guerres, car plusieurs épisodes conjoncturels sont liés aux deux guerres mondiales : la récession de 1920-1921 est un réajustement des déséquilibres créés par la première guerre mondiale ; le recul de la production de 1926 est lié à une vague de grèves d'une ampleur exceptionnelle, qui résultait des politiques prolongées d'austérité destinées à restaurer la livre sterling à sa parité de 1914. En 1938, il y a eu une récession dans l'économie internationale, mais non en Angleterre, où la conjoncture a été soutenue par les dépenses d'armement pour préparer la seconde guerre mondiale. Ces chocs, qui sont habituellement considérés comme exogènes par l'économiste, rendent difficile la mise à jour de

régularités. En revanche, il est tout à fait clair que *le cycle de Juglar disparaît entre 1950 et 1973* : il n'y a pas d'année pendant laquelle le taux de croissance est franchement négatif. Il y a des phases de croissance soutenue, et des phases de croissance faible. *On passe donc du cycle traditionnel (Business Cycles), marqué par de vrais reculs de l'activité, à des cycles croissance (Growth Cycles)*, comme il a été constaté lors d'un colloque célèbre organisé par le NBER (Bronfenbrenner, 1969). On observe des ralentissements en 1953, 1958, 1962, 1966, 1970. Ce cycle, d'une durée de 4 à 5 ans, est habituellement expliqué par les politiques de « stop and go 1 » qui cherchaient à concilier équilibre extérieur et croissance ; on l'appelle ici le « cycle quadriennal de croissance » ; il domine la période 1950-1973 de régulation keynésio-fordiste.

À partir de 1974, le cycle quadriennal de croissance est remplacé par de vraies récessions, plus espacées, caractérisées par des taux de croissance nettement négatifs en 1974-75, en 1980-81 et en 1991-92. Ceci pourrait suggérer que le cycle de Juglar traditionnel est revenu. Mais il n'en est rien, car le cycle de Juglar affectait aussi les prix, qui baissaient pendant les phases de contraction de l'activité, comme le montre les séries de prix des graphiques 4 et 5. Au contraire, au cours des récessions de 1974-75, 1981-82 et 1991-92, les prix augmentent très fortement. Les années 1973 à 1993 sont donc marquées par la récurrence de *récessions inflationnistes*, alors qu'entre 1870 et 1933, les récessions ont été accompagnées de *déflation*. Nous appelons ces récessions consécutives à l'accélération de l'inflation "cycle du stop go 2", car elles résultent en grande partie de la mise en place de politiques macroéconomiques restrictives pour freiner l'inflation.

Après 1995, il semble qu'une *nouvelle phase s'est ouverte, caractérisée par une croissance assez régulière, et un taux d'inflation faible et rigide* : en 2001-2002, l'économie anglaise est l'un de celle qui a le mieux résisté à la récession internationale consécutive au dégonflement de la bulle spéculative des années 1990 : le Pib anglais a augmenté de 2,1 % en 2001, 1,7 % en 2002, et 2,3 % en 2003. Il n'y a donc pas eu de récession, et l'économie anglaise a connu un cycle de croissance très atténué.

graphique 1, taux de croissance du Pib, 1871-2003

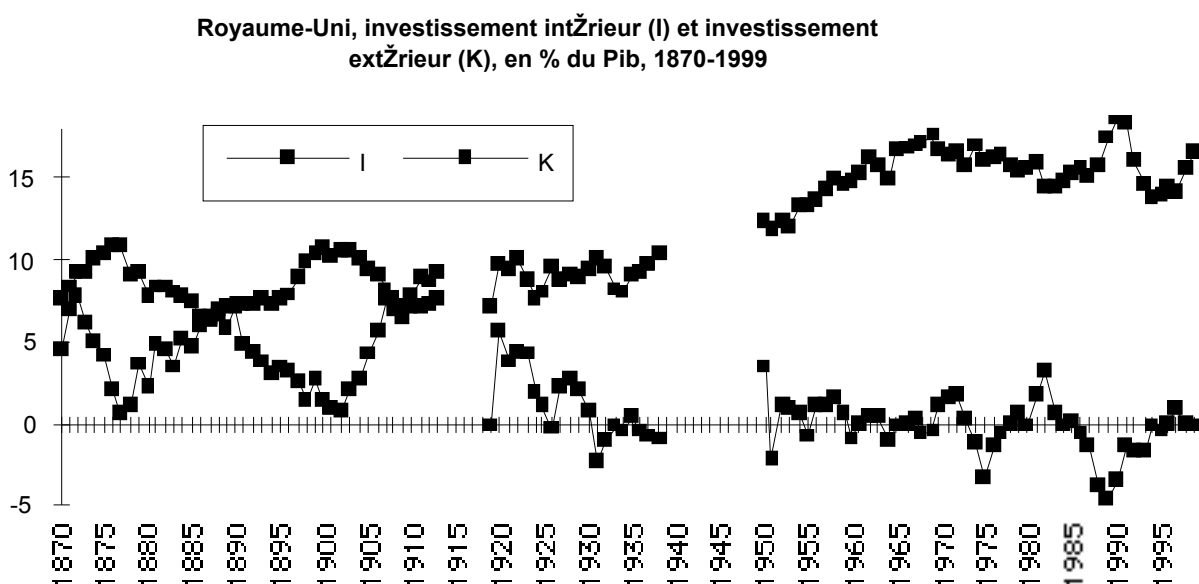


La périodicité de type Juglar a été mise en évidence par les économistes au cours du XIX^e siècle. La découverte (ou l'invention) de la récurrence de type Kuznets est beaucoup plus tardive : elle a été mise en évidence pour l'économie américaine par S. Kuznets (1930), et pour l'économie anglaise par A. Cairncross (1953). Cette périodicité a surtout affecté les relations économiques et financières du Royaume-Uni avec le reste du monde, et ses investissements intérieurs (Thomas, 1973). Mais le Pib, la production industrielle et le niveau général des prix ne sont pratiquement pas affectés au Royaume-Uni par le cycle de Kuznets. Le graphique 2 donne les investissements extérieurs nets (très proches du solde de la balance des paiements courants), et les investissements intérieurs. *Le cycle de Kuznets apparaît nettement entre 1870 et 1913, avec des variations opposées des investissements intérieurs et des investissements extérieurs, d'une durée d'environ 10 ans, ce qui donne un cycle d'une durée totale de 20 ans environ.* Les dates-clés en sont 1876-1877, 1888, 1900-1902, 1913.

Le « cycle » de Kuznets disparaît avec la première guerre mondiale, car on observe un net raccourcissement des fluctuations de la balance courante, avec des creux en 1926, 1931 et 1938. De plus, la balance courante anglaise était structurellement excédentaire avant 1914, avec des surplus élevés. Ceux-ci s'amenuisent au cours des années 1920, et disparaissent pendant les années 1930. Après 1945, la fragilité de la balance courante anglaise se confirme. De 1950 à 1973, elle suit le cycle quadriennal de croissance, autour d'une moyenne nulle. Quand la croissance s'accélère, le solde extérieur se dégrade rapidement, et il s'améliore avec le ralentissement de la croissance. Après 1973, le cycle quadriennal de la balance courante disparaît, et le processus de dégradation tendanciel de la balance courante se poursuit, car les déficits sont très importants en 1974 et en 1989-1990.

Les fluctuations de la balance des paiements anglaise ont donc connu des mutations radicales au XX^e siècle. L'une des causes en est que *le Royaume-Uni a perdu sa position dominante dans l'économie internationale*. Une autre en est que le système monétaire international a connu plusieurs changements importants au XX^e siècle ; on reviendra sur ce point dans les parties suivantes.

graphique 2 Royaume-Uni, investissement extérieur, et investissement intérieur 1870-1999



Le cycle, ou plutôt *la récurrence de type Kondratieff a surtout affecté les variables nominales, en premier lieu le niveau général des prix* (Bosselle, 1994 et 2001) : par exemple, entre 1873 et 1896, il y a une baisse du niveau des prix internationaux qui affecte beaucoup de pays ; mais il n'y a ni recul de l'activité, ni même stagnation dans l'ensemble de ces pays pendant cette période. Le Royaume-Uni en est un excellent exemple : il subit un ralentissement de sa croissance, mais seulement après 1900 (Vidal, 2000) ; la grande majorité des spécialistes anglais ont renoncé à la notion de « grande dépression 1873-1896 ». En principe, le rythme de Kondratieff est une succession de phases d'inflation et de déflation durant chacune une vingtaine d'années. Le tableau 1 donne l'évolution du niveau des prix pendant des périodes successives d'une vingtaine d'années chacune. L'indice des prix des produits de base (incluant les combustibles) est l'indice de la valeur unitaire des échanges internationaux, tiré des séries de Lewis (1981) pour la période 1873-1913, et des annuaires statistiques de l'ONU pour les années 1913 à 1999, et convertis en livres sterling. Il montre *qu'il y a eu une phase de baisse des prix de 1873 à 1896, une phase de remontée de 1896 à 1920 (ou 1913, si on gomme les phases de guerre), une rechute de 1920 à 1933. Mais depuis 1953, le prix du Pib anglais a toujours augmenté : l'inflation rampante a remplacé le cycle de Kondratieff des prix.* En revanche, les prix des produits de base, qui ont augmenté beaucoup entre 1965 et 1980, ont baissé depuis 1982 ; l'alternance de phases d'inflation et de déflation s'est donc perpétuée sur les marchés des matières premières jusqu'à aujourd'hui. Une conséquence importante en est l'énorme baisse des prix réels des produits de base depuis 1980.

Tableau 1 : indices des prix , en £, 1873-2001, 1000 en 1938

	1873	1896	1913	1921	1933	1953	1980	1999
Prix du Pib	601	477	552	1331	938	2369	16002	38690
Prix des produits de base	1454	938	1238	1532	872	5567	36690	29874

À long terme, la corrélation entre prix des produits de base d'une part, et le niveau général des prix d'autre part, s'est affaiblie. Jusqu'à la seconde guerre mondiale, le niveau des prix des produits de base a un impact important sur le niveau des prix des autres produits. Après 1945, les variations du niveau des prix des produits de base sont seulement l'un des facteurs qui influence le taux de croissance du niveau général des prix dans les pays développés. Ceci résulte bien entendu de la baisse à long terme du poids du secteur primaire, mais aussi du fait que dans les pays développés, se sont mis en place des mécanismes de formation des prix et des revenus nominaux tels que ceux-ci augmentent constamment (régulation keynésio-fordiste). *L'inflation rampante a fait disparaître la périodicité de type Kondratieff qui affectait le niveau général des prix dans les économies développées.*

Les transformations successives des fluctuations cycliques en Angleterre peuvent être résumées de la façon suivante.

De 1870 à 1913, on observe 3 types de fluctuations cycliques :

- le cycle de Juglar, d'une durée de 6 à 10 ans affecte le Pib, la production industrielle, les prix non agricoles, le taux d'intérêt à court terme, les exportations.
- le cycle de Kuznets, d'une durée de 16 à 24 ans, est caractérisé par des fluctuations de sens opposés des investissements intérieurs et extérieurs. Il affecte aussi le prix réel des produits de

base, et la prime de risque (écart de taux d'intérêt) sur les emprunts des pays émergents. Il affecte peu ou pas du tout la production industrielle et les prix nominaux

- le cycle de Kondratieff d'une durée de 45 à 60 affecte les variables nominales : prix des produits de base (y compris les prix agricoles) et des produits manufacturés, taux d'intérêt à long terme.

Une même variable peut être affectée par plusieurs fluctuations cycliques ; par exemple, les prix industriels suivent les cycles Juglar et de Kondratieff.

De 1914 à 1933, ont lieu les transformations suivantes :

- le cycle de Kuznets disparaît avec la première guerre mondiale
- les récessions s'accompagnent de très violentes déflations

La période 1950-1972 a les caractéristiques suivantes :

- le cycle de Kondratieff disparaît, car il n'y a plus de mouvements de baisse du niveau général des prix (sauf pour les produits de base). L'inflation rampante se substitue au cycle long des prix
- les récessions sont très atténuées ; le cycle traditionnel des affaires (Business Cycle) est remplacé par un cycle de croissance (Growth cycle)
- le cycle de croissance a une durée de 4 à 5 ans (stop go 1)

La période 1972-1993 a les caractéristiques suivantes

- les récessions sont plus violentes, et accompagnées d'une forte inflation (stop go 2)
- les variables monétaires (taux de change, taux d'intérêt) et financières (prix des actifs, crédits) deviennent très instables, et entraînent l'émergence de cycles financiers

Depuis 1995, la croissance a été assez stable, accompagnée d'une inflation très modérée. Il n'y a pas eu de récession de l'économie anglaise en 2001-2002. Il y a un simple cycle de croissance accompagnée d'inflation rampante.

L'évolution des fluctuations de l'économie anglaise est assez représentative de l'ensemble des économies développées. Elle présente cependant quelques particularités nationales, que l'on peut mettre en lumière en comparant avec d'autres pays. En France aussi, on observe la disparition du cycle de Juglar et des mouvements longs de baisse des prix, avec le développement d'une inflation continue à partir de 1936. Ceci est mis en évidence dans le rapport du CEPREMAP sur l'inflation et dans l'article rédigé par J.P. Benassy, R. Boyer, et R.M. Gelpi (1979). Mais entre 1870 et 1913, on n'observe pas vraiment en France de périodicité de type Kuznets, car la France n'a pas eu la même insertion dans l'économie internationale que l'Angleterre. De 1950 à 1973, il n'y a pas vraiment de cycle quadriennal en France, car la croissance a été très régulière ; les politiques de « stop » ont été moins fréquentes en France qu'en Angleterre, car la compétitivité de l'industrie française a été mieux assurée que celle de l'économie anglaise, grâce à des gains de productivité plus élevés, et aussi des dévaluations plus fréquentes. L'expression de « Trente glorieuses » vaut beaucoup plus pour la France que pour le Royaume-Uni.

Pour l'économie américaine, il existe de nombreux travaux sur l'histoire des cycles, qui ont été réalisés notamment par le NBER (Gordon, 1986 ; Zarnovitz, 1992 ; V. Zarnovitz et G. Moore, 1986) ont établi les constats suivants. Le cycle de Kuznets, qui a affecté l'économie américaine au cours du XIXe siècle, a disparu au début du XXe. En revanche, au XIXe et au XXe siècles, l'économie

américaine est affectée par un cycle d'une durée moyenne de 50 mois, qui est donc plus courte que celle du cycle de Juglar ; de 1945 à 1982, la durée moyenne du cycle n'est pas différente de ce qu'elle a été entre 1846 et 1938. Mais le cycle américain a subi deux importantes transformations entre 1938 et 1950. D'une part, la durée et la sévérité des contractions de l'activité se sont réduites ; comme la durée des cycles n'a pas varié de façon significative (du moins jusqu'en 1982), ceci signifie que la durée des phases d'expansion s'est allongée. D'autre part, depuis 1950, les phases de contraction de l'activité ne s'accompagnent plus de la baisse du niveau des prix, mais du ralentissement de l'inflation, qui intervient avec retard par rapport au pic de l'activité ; *la désinflation remplace la déflation*. Cette transformation de la dynamique des prix s'accompagne de celle du salaire nominal : *depuis la seconde guerre mondiale, le salaire nominal ne baisse plus pendant les phases de contraction, et sa sensibilité à l'état du marché du travail s'est réduite*.

Les travaux sur l'histoire des conjonctures anglaises, françaises et américaines montrent donc que la transformation la plus évidente qui a eu lieu entre 1933 et 1953 est la disparition des phases de déflation qui accompagnaient à court terme les récessions de type Juglar, et qui à long terme constituaient les phases descendantes du cycle de Kondratieff ; depuis 1953, en données annuelles, le niveau des prix a toujours augmenté, et au cours des années 1973 à 1993, les récessions se sont accompagnées d'une accélération de l'inflation. Une seconde transformation est que pendant la période 1950-1972, les récessions ont été très atténuées par rapport aux périodes antérieures aux deux guerres mondiales. Certes, entre 1973 et 1993, il y a eu des récessions graves, liées à la longue crise du fordisme et aux chocs pétroliers. Mais depuis 1995, la croissance est redevenue assez régulière, et la récession de 2001-2002 a été l'une des moins violentes de l'histoire économique des Etats-Unis, du Royaume-Uni et de la France.

Les travaux du NBER mettent l'accent sur les institutions pour expliquer les transformations de la conjoncture américaine depuis 1950 (Zarnovitz, 1992). Au cours des années 1950 et 1960, la composante de la demande globale qui a le plus augmenté est l'achat de biens d'équipement par les ménages et les entreprises ; comme cette composante est instable, ce changement structurel tendait à renforcer le cycle. *Ce sont des changements institutionnels qui ont atténué l'amplitude des cycles après 1950 aux États-Unis*. La hausse considérable des budgets publics depuis la seconde guerre mondiale a eu des effets puissants de stabilisateur automatique. Les crises financières ne s'accompagnent plus, depuis 1945, de paniques bancaires aboutissant à des destructions massives de monnaie scripturale, grâce à la création du système d'assurances des dépôts et aux interventions énergiques du Système Fédéral de Réserve. Il y a eu au cours des années 1940 et 1950 un renforcement des syndicats qui pourrait expliquer les changements dans la dynamique des salaires ; mais V. Zarnovitz (1992) relativise la portée de ce changement pour les Etats-Unis, en remarquant que les syndicats américains se sont affaiblis depuis les années 1950, alors que la rigidité à la baisse du salaire nominal s'est maintenue. Pour V. Zarnovitz, le rôle stabilisateur des budgets et l'endiguement des paniques financières ont été incorporés dans les anticipations des agents économiques, qui prévoient des récessions courtes et d'ampleur limitées, ce qui les conduit à maintenir les prix et les salaires. Ces transformations de l'économie américaines ont aussi été analysées par M. Aglietta (1976) à partir du concept de transformations des procédures de régulation. Pour M. Aglietta (1976), l'abandon de l'étalon-or et la diffusion des contrats de travail triennaux ont été deux changements fondamentaux dans les procédures de régulation, qui contribuent le plus à expliquer les changements observés dans le cycle de l'activité et l'évolution des prix depuis 1950.

Entre 1914 et 1945, le Royaume-Uni est passé lui aussi du libéralisme traditionnel caractérisé par la régulation concurrentielle, à un système d'économie mixte associé à des régulations keynés-

fordistes (ou administrées). De plus, sa position internationale a été très affectée par les deux guerres mondiales. Ces changements expliquent les profondes transformations de sa dynamique cyclique.

2/ changements institutionnels et transformations de la conjoncture entre 1914 et 1945 : disparitions des cycles de Juglar, Kuznets et Kondratieff, et émergence du cycle quadriennal de croissance (stop go 1)

Entre 1914 et 1945, l'économie anglaise a connu de profonds bouleversements dans son organisation. Ils ont eu pour conséquence d'entretenir de fortes pressions à la hausse des revenus et de la demande globale, en sorte que les prix ont constamment augmenté, et que l'activité n'a jamais connu de chutes sévères. Ces bouleversements sont au nombre de quatre, que nous présentons successivement : l'abandon de l'étalon or et l'adoption de politiques monétaires discrétionnaires ; la désactivation ou la disparition de la courbe de Phillips ; le développement de l'Etat-Providence ; la disparition des excédents structurels de la balance des paiements courants, associée à la perte de la prééminence de la position internationale.

2.1 les transformations du système monétaire.

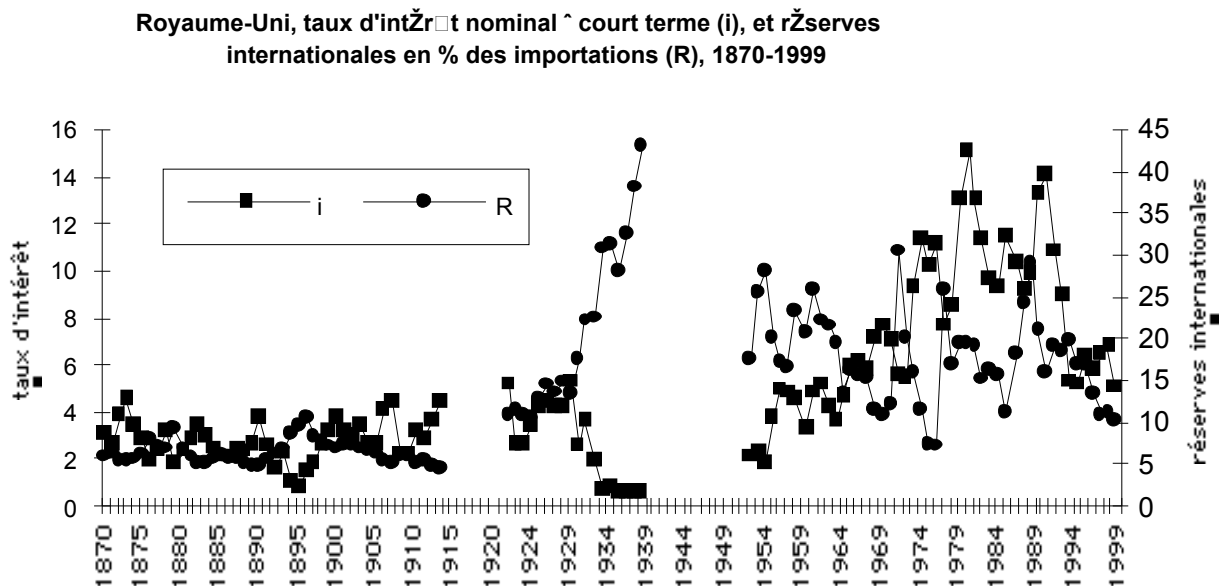
L'action des institutions monétaires sur les fluctuations s'exerce surtout à travers les changements de la politique monétaire, et à travers les paniques bancaires. Nous avons rappelé plus haut qu'aux Etats-Unis, il y a eu jusqu'en 1933 de violentes paniques bancaires qui aboutissaient à des destructions de dépôts, entraînant contractions du crédit et pertes de confiance. L'économie anglaise était depuis longtemps beaucoup moins exposée à ces chocs. Deux épisodes sont significatifs. Dans les années 1890, il y a eu une grave crise financière internationale, qui résultait du surendettement des pays émergents de cette époque (notamment l'Argentine, les Etats-Unis, l'Australie, l'Italie), et qui impliquait des banques anglaises, qui avaient soutenu leurs emprunts. En Angleterre, les interventions du prêteur en dernier ressort ont limité la récession (Kindleberger, 1978). Aux États-Unis, la crise de 1893-1898 a été grave, et accompagnée de multiples faillites bancaires. On retrouve la même différence pendant la crise de 1929 : un tiers des banques américaines a fait faillite, alors que les banques anglaises ont assez bien résisté. Cette solidité du système bancaire observée dès avant 1945 a deux raisons. La Banque Centrale d'Angleterre (BOE) avait la possibilité, dans des conditions exceptionnelles, de dépasser l'émission de monnaie limitée par la loi bancaire de 1844, ce qui lui permettait de jouer son rôle de prêteur en dernier ressort. De plus, le système bancaire anglais était très concentré depuis la fin du XIXe siècle, en sorte que la grande taille donnait aux banques la capacité de résistance devant des fuites de dépôts.

Cependant, en dehors des épisodes de crises financières aiguës, la politique monétaire anglaise est restée régie jusqu'en 1931 par *une règle essentielle de la régulation libérale traditionnelle, à savoir que la création de monnaie devait être proportionnée aux réserves d'or de la Banque centrale*. Avant 1914, les Banques centrales faisaient varier leur taux d'escompte en fonction de leurs réserves métalliques. Ceci est illustré pour l'Angleterre par le graphique 3, qui donne les réserves internationales officielles en pourcentage des importations de biens et services, et le taux d'intérêt nominal sur le marché monétaire. Jusqu'en 1938, les réserves internationales sont les réserves d'or; après 1945, elles incluent l'or, les devises-clés, et les avoirs sur le FMI.

Entre 1871 et 1913, il y a une corrélation négative entre le taux d'intérêt nominal et le ratio réserves/importations, ce qui illustre le jeu de la politique monétaire en régime d'étalon-or. La Banque centrale relève son taux d'escompte, si ses réserves d'or diminuent, et elle abaisse son taux

d'escompte si elles augmentent. L'objectif principal de la Banque centrale est de stabiliser ses réserves d'or pour assurer la convertibilité de la monnaie qu'elle a émise. Si les réserves sont suffisantes, elle abaisse son taux d'intérêt pour améliorer les revenus tirés de son activité de crédit, et pour satisfaire les industriels qui appréciaient un faible coût du crédit. Le graphique 3 montre que *le taux d'intérêt à court terme et les réserves d'or suivaient le cycle de Juglar*. Par exemple le taux d'intérêt atteint des maxima locaux en 1873, 1882, 1890, 1900, 1907, ce qui correspond à la chronologie canonique des pics de Juglar. La corrélation négative entre réserves et taux d'intérêt persiste apparemment entre 1920 et 1938. Mais il faut souligner qu'en 1931, la livre sterling a été dévaluée, ce qui a mécaniquement revalorisé les réserves d'or en monnaie nationale ; la dévaluation a permis aussi d'abaisser le taux d'intérêt, car les capitaux ont cessé de fuir l'Angleterre. Ce moyen d'améliorer la couverture or de la monnaie n'était pas conforme à l'orthodoxie de l'étalon-or : l'Angleterre a cessé de pratiquer ce régime en 1931.

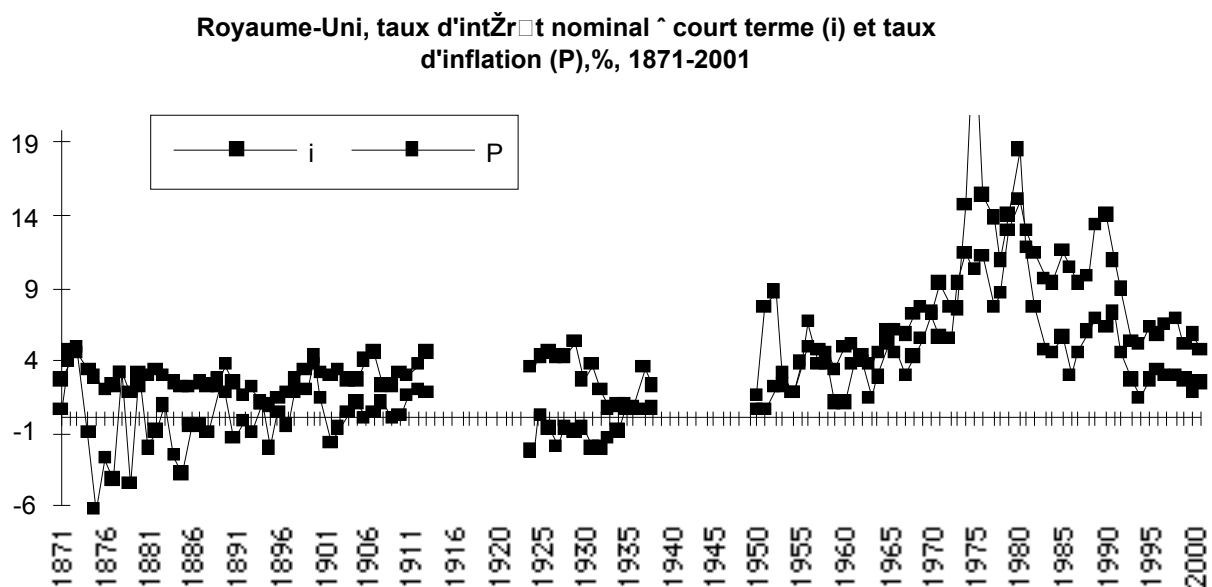
graphique 3 Royaume-Uni, réserves internationales et taux d'intérêt, 1871-1999.



Les évolutions enregistrées après 1950 sont instructives. Le taux d'intérêt nominal est moins corrélé avec les réserves internationales qu'avant 1914. Il est d'abord lié au taux d'inflation (voir le graphique 4). Cette rupture est surtout liée au développement de l'inflation rampante. D'une part, les autorités monétaires cherchent à éviter la baisse du taux d'intérêt réel en cas d'accélération de l'inflation ; d'autre part, *la viscosité des variations de prix après 1945 permet de mieux prévoir l'inflation. L'inflation rampante met fin à l'illusion monétaire*. Il y a donc une relation forte entre taux d'intérêt à court terme et taux d'inflation depuis 1950 ; *mais cette relation s'est déplacée vers le haut* partir de 1980 (graphique 4) Ceci traduit un nouveau changement institutionnel, avec lequel la lutte contre l'inflation devient prioritaire (voir la partie suivante). Entre 1950 et 1979, le taux d'intérêt réel a été dans l'ensemble faible ou négatif ; il a cependant été modérément relevé au cours des épisodes de « stop » de la politique économique, en combinaison avec des restrictions budgétaires.

Un dernier constat important que l'on peut tirer du graphique 3 est *qu'avant 1914, les réserves internationales variaient peu, alors qu'après 1918, et jusqu'à aujourd'hui, elles sont très instables*. Ceci illustre un changement structurel important qui se produit avec la première guerre mondiale. *Avant 1914, les porteurs de capitaux avaient confiance dans la stabilité des grandes monnaies*, en sorte que les mouvements de capitaux à court terme évoluaient de façon ordonnée, en fonction des taux d'intérêt, ce qui permettait aux grandes Banques centrales de maîtriser leurs réserves par la variation du taux de l'escompte. Les dépréciations monétaires, parfois considérables, du début des années 1920, ont remis en cause cette belle confiance ; *depuis la première guerre mondiale, les capitaux sont devenus fébriles, et les réserves de change structurellement instables*. Dans ces conditions, *il est devenu très dangereux de pratiquer une politique monétaire selon laquelle l'émission de monnaie centrale doit être strictement liée aux réserves internationales*, car elle soumet la liquidité de l'économie aux paniques qui affectent les mouvements internationaux de capitaux. Entre 1929 et 1933, les pays qui pratiquaient l'étalon-or, ou l'étalon de change-or préconisé par la conférence de Gênes, ont été contraints d'abandonner ce système monétaire. La conséquence en est que *les politiques monétaires sont devenues discrétionnaires et non plus déterminées par des mécanismes automatiques*. Cette marge de manœuvre a été utilisée jusqu'en 1979 pour faire des politiques monétaires structurellement expansives, ce qui permettait ou favorisait une inflation continue. De plus, en cas de crise financière grave, elle permet à la Banque centrale de jouer son rôle de prêteur en dernier sur une échelle bien plus importante qu'avant 1931, et de soutenir la demande.

graphique 4, taux d'intérêt et taux d'inflation, 1870-1913

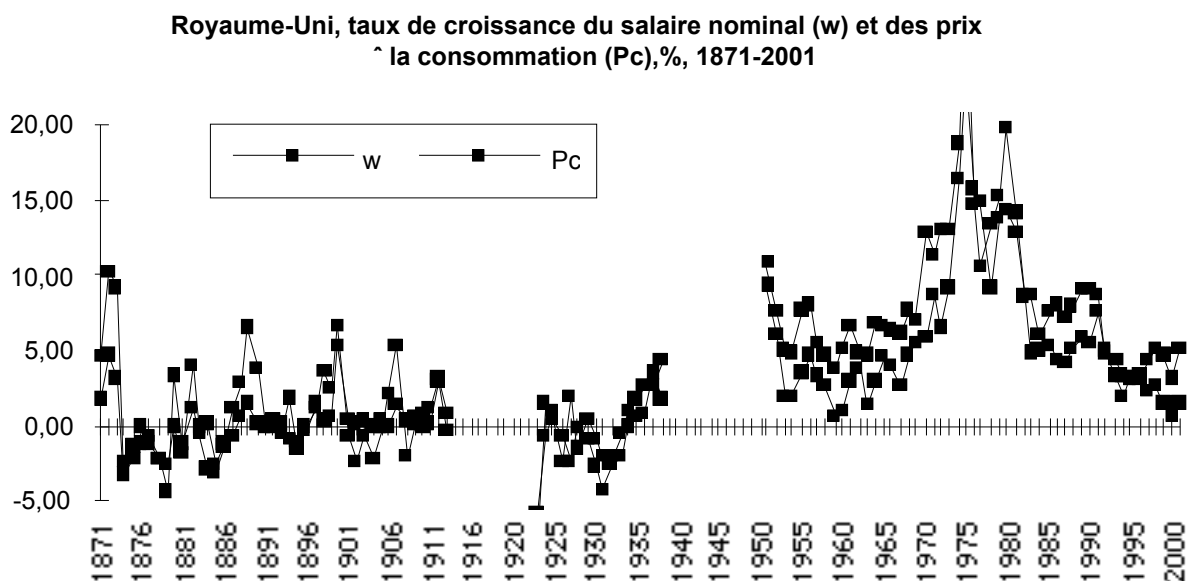


2.2 les transformations du marché du travail

Le Royaume-Uni est l'un des pays qui illustre de la façon la plus nette les conséquences du passage de la régulation libérale à la régulation keynésio-fordiste sur la dynamique des salaires. Jusqu'aux années 1930, *le salaire nominal a une dynamique procyclique, et son niveau baisse pendant les contractions de type Juglar*. Le graphique 5 montre que le taux de croissance du salaire nominal anglais est négatif de 1874 à 1879, en 1886, en 1896, de 1901 à 1904, et en 1908, ce qui

correspond bien aux phases de contraction du cycle de Juglar. Le salaire nominal baisse encore en 1926, 1928 et surtout de 1931 à 1934. Mais *après la seconde guerre mondiale, le salaire nominal ne baisse jamais, pas même pendant les sévères récessions de 1974-75, 1981-82 et 1991-92, pendant lesquelles le taux de chômage a atteint des niveaux historiquement élevés* ; il y a bien eu un déplacement de la courbe de Phillips vers le haut, ou plutôt une transformation de la régulation salariale, qui s'impose après la seconde guerre mondiale, et qui coïncide avec la mise en place de l'Etat-Providence. Le graphique 5 montre aussi que dès avant 1914, il y a une corrélation positive entre la variation du salaire nominal et celle des prix à la consommation. Celle-ci peut résulter, soit de procédures d'indexation des salaires sur les prix, soit du fait que ces deux variables dépendent du cycle de l'activité. Ces deux explications sont compatibles. Le fait qu'au Royaume-Uni, le syndicalisme s'est développé plus tôt que dans les autres pays, et que les conventions collectives ont commencé à être pratiquées dès les années 1860 est un argument en faveur de l'hypothèse de l'indexation. D'après J. Mazier, M. Baslé et J.F. Vidal (1993), le coefficient d'indexation des salaires sur les prix était déjà de l'ordre de 0,6 avant 1914 ; il a été très proche de 1 entre 1923 et 1938, et entre 1965 et 1980. Pendant et après la première guerre mondiale, les agents économiques ont fait l'apprentissage de l'inflation, en sorte que les procédures d'indexation se sont développées.

graphique 5, salaire nominal et prix à la consommation, 1871-2001

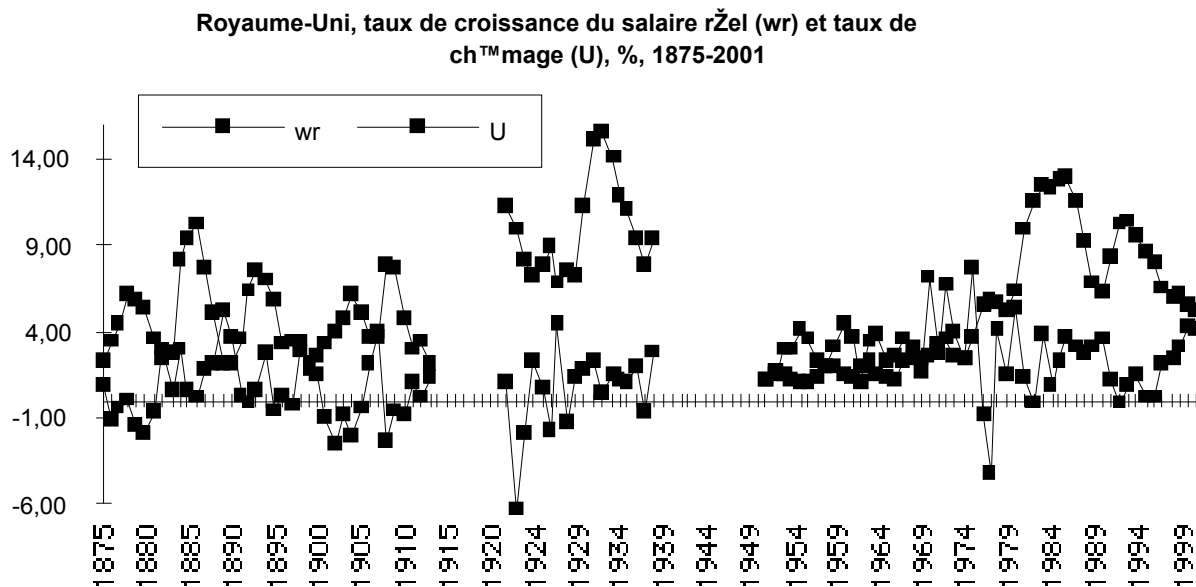


La relation entre salaire et chômage a beaucoup plus varié dans le temps comme le montre le graphique 6, qui donne le taux de croissance du salaire réel (puisque salaire nominal et prix sont liés) et le taux de chômage. Avant 1914, le taux de chômage suit le cycle Juglar : on observe des pics en 1878, 1886, 1893, 1904, 1908 ce qui correspond, avec éventuellement un retard, aux contractions de type Juglar. Le niveau moyen du taux de chômage est élevé dès les années 1920, et il connaît un accroissement massif entre 1930 et 1934. La période 1950-1973 est très différente des autres : le niveau moyen du chômage est bien plus faible que dans toutes les autres périodes ; les variations quadriennales du taux de chômage sont d'une très faible ampleur ; l'économie anglaise reste constamment dans la zone du plein emploi, malgré les fluctuations liées au « stop and go 1 ». L'année 1974 constitue une rupture, car la variabilité du taux de chômage redevient très importante, avec un

niveau moyen très élevé. Le graphique 6 montre aussi que la sensibilité du salaire à l'état du marché du travail a beaucoup varié au cours du temps. De 1871 à 1913, le salaire réel suit le cycle de Juglar : son taux de croissance est nul ou négatif de 1876 à 1879, en 1886, en 1892 et de 1896 à 1898, de 1901 à 1906, et de 1908 à 1910, ce qui correspond aux phases descendantes du cycle de Juglar associées à un chômage élevé. *La sensibilité des salaires nominaux et réels à l'état du marché du travail correspond aux travaux de Phillips, et elle est caractéristique d'une régulation concurrentielle (ou libérale) dans laquelle l'évolution des revenus dépend des marchés.* La relation inverse entre le salaire réel et le chômage se maintient dans les années 1920. Mais elle disparaît quasiment à partir de 1930. Cette rupture de 1930 ne coïncide ni avec un changement du droit du travail, ni avec un accroissement de la pression revendicative. Elle est souvent expliquée par le fait que quand le chômage a atteint des niveaux élevés, son accroissement ne freine plus les salaires ; c'est la partie horizontale de la courbe de Phillips.

De 1950 à 1990, le taux de chômage n'a pratiquement aucune influence sur la croissance du salaire réel. Un examen très attentif du graphique 6 montre qu'entre 1952 et 1966, le taux de croissance du salaire réel et le taux de chômage varient en sens inverse, selon le cycle quadriennal de croissance. La relation inverse entre salaire et chômage perdure, mais elle reste en fait inactive. Il n'y a pas véritablement de régulation par le chômage, car pendant les phases de ralentissement, le taux de chômage augmente très peu : malgré les politiques de « stop and go 1 » liées aux déséquilibres de la balance des paiements, le plein emploi est un objectif important des politiques économiques (Tomlinson, 1994). *En revanche, de 1966 à 1990, il n'y a plus de liens entre le salaire réel et le taux de chômage. La relation de Phillips disparaît complètement.* Plusieurs travaux économétriques comparatifs sur les équations de salaires dans les pays de l'OCDE, montrent qu'au Royaume-Uni, les salaires ont été particulièrement « rigides » entre les années 1960 et les années 1980 (Grubb, Jackman, Layard, 1983 ; Klau et Mittelstädt, 1986 ; Helliwell, 1988). L'indexation des salaires anglais sur les prix est proche de 1, et le coefficient liant le taux de croissance du salaire au taux de chômage est très faible, ou non significativement différent de 0. Cette évolution résulte certainement de la pression revendicative : le taux de syndicalisation était élevé au Royaume-Uni, et le nombre de grèves s'est accru à partir des années 1960 ; au cours des années 1970, le Royaume-Uni a été l'un des pays de l'OCDE dans lequel le nombre de journées de grèves par salarié a été le plus élevé.

graphique 6, taux de croissance du salaire réel et chômage, 1871-2001

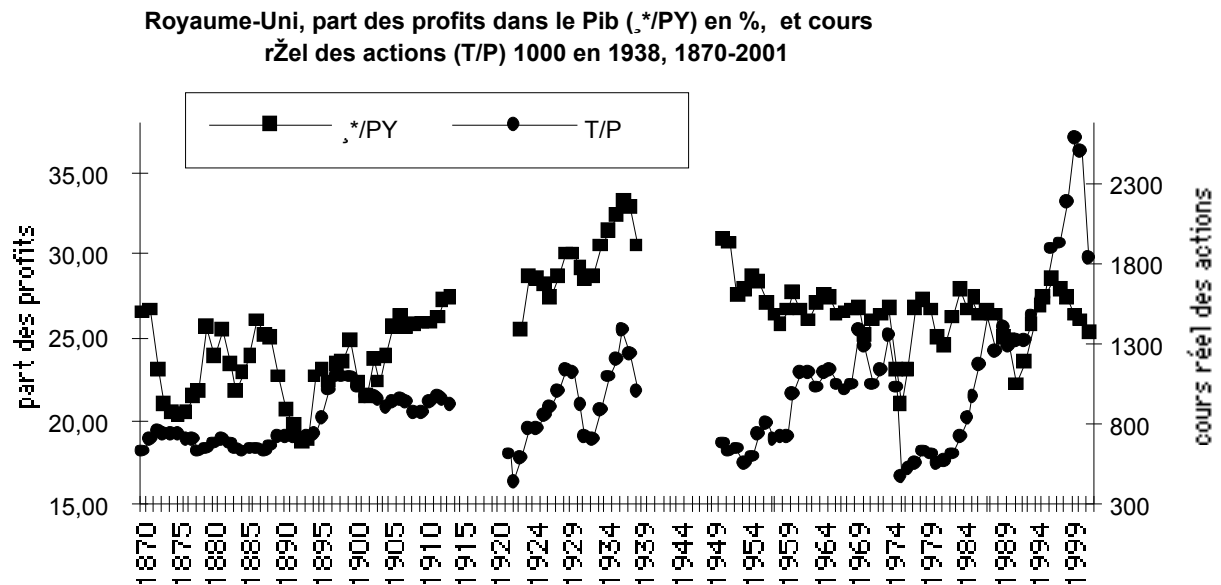


Le dernier cycle représenté sur le graphique 6, qui correspond aux années 1990 à 2000, montre qu'il y a eu une inflexion récente dans la dynamique des salaires : la récession de 1991-1992 ramène le taux de croissance du salaire réel à zéro, puis la baisse importante du chômage entre 1994 et 2000 entraîne une accélération de la croissance du salaire réel. *La courbe de Phillips est donc réapparue à la suite des réformes du marché du travail réalisées au cours des années 1980, mais la sensibilité du salaire à l'état du marché du travail relativement faible* : la violente récession de 1991-1992, n'a pas entraîné de baisse du salaire réel comme il s'en produisant avant 1914, mais seulement une stagnation.

Jusqu'aux années 1920, le mécanisme associé à la courbe de Phillips entraînait des baisses de salaires pendant les récessions : celles-ci s'accompagnaient de nettes contractions de la demande, avec des baisses de coûts, ce qui entraînait des baisses de prix et de l'activité. Depuis la seconde guerre mondiale, ce mécanisme de régulation concurrentielle des salaires a été affaibli, voire supprimé. Il y a presque constamment des hausses de salaires, qui alimentent la hausse des coûts et l'expansion de la demande.

L'explication du cycle de Juglar par la *sous-consommation est infirmée par l'étude de la régulation salariale*. Si la consommation était à l'origine du passage de l'expansion à la dépression avant 1914, on devrait observer qu'au cours de la seconde phase de l'expansion, la hausse des prix réduisait le pouvoir d'achat des salaires, et faisait baisser la consommation ; mais on a vu qu'au Royaume-Uni, les salaires nominaux commencent à être sérieusement indexés sur les prix dès avant 1914, et que le salaire nominal et le salaire réel étaient très sensibles aux variations du chômage avant 1914. En réalité l'expansion faisait baisser le chômage et entraînait la hausse des salaires réels dans l'économie anglaise d'avant 1914, et par conséquent, l'entrée dans la récession ne peut pas s'expliquer par la sous-consommation ouvrière.

graphique 7, Royaume-Uni, profits et cours des actions, 1870-2001



De façon opposée à la théorie de la sous-consommation, il y a des théories qui expliquent le cycle de Juglar par *l'insuffisance des profits*, comme l'ont fait W. Mitchell et J. Lescure : l'expansion entraîne des hausses de salaires et de prix des matières premières, qui font baisser les profits et les investissements, ce qui met fin à la phase de croissance. Mais cette séquence n'est pas vérifiée en Angleterre avant 1914. *Les profits ont un comportement procyclique*, comme le montre nettement le graphique 7. La part des profits dans le Pib recule de 1873 à 1876, de 1882 à 1884, de 1890 à 1893, de 1899 à 1901, ce qui correspond aux récessions de type Juglar. *Le caractère procyclique des profits est fréquent, et résulte de la relative inertie des coûts de production par rapport aux ventes et aux prix de la production*. La comparaison des graphiques 7 et 2 montre aussi qu'avant 1914, les profits et les investissements ne suivaient pas la même périodicité. Les profits suivaient des fluctuations de type Juglar, et aussi de type Kondratieff, avec une baisse de 1873 à 1895, et une hausse de 1895 à 1913. Les investissements intérieurs (FBCF) suivent avant 1914 surtout une périodicité de type Kuznets, avec des pics en 1876-1877 et 1902, et des creux en 1887 et 1907. Il n'y a guère de liens à cette époque entre les fluctuations des investissements et celles des profits en Angleterre ; il en est ainsi parce qu'une partie des investissements portait sur les infrastructures, qui ne sont pas construites en vue d'une rentabilité immédiate, et aussi parce qu'il y avait un arbitrage entre investissement intérieur et investissement extérieur (voir le paragraphe suivant). On en conclut que *le cycle de Juglar au Royaume-Uni ne peut guère s'expliquer par des fluctuations des investissements, puisque l'investissement intérieur suivait une périodicité différente*. Les analyses de A. Ford (1981) montrent que les composantes de la demande globale qui contribuaient le plus aux fluctuations de type Juglar au Royaume-Uni avant 1914 étaient les exportations et les variations de stocks, et non les investissements intérieurs.

La solidité du système bancaire anglais, que l'on observe depuis la fin du XIXe siècle, réduit la portée de l'explication du cycle de Juglar par l'instabilité financière. Il est vrai que les pics de l'activité coïncidaient à peu près avec des crises financières ; ce constat avait été fait par Juglar lui-même, et il a été confirmé depuis par O. Morgenstern (1959) et C. Kindleberger (1978). Pour Juglar lui-même, le cycle résulte du fait que l'expansion déclenche une phase d'euphorie spéculative, qui

porte le cours des actifs financiers, des immeubles, ou des matières premières, à des niveaux trop élevés, ce qui finit par décourager les acheteurs ; les actifs sont liquidés, souvent dans la panique, et les spéculateurs font des pertes. Cependant, on peut objecter que la longue expérience historique des crises financières des XIX^e et XX^e siècles montre qu'elles n'ont pas toujours des conséquences importantes sur l'activité réelle. *La seule dépréciation des cours des actifs n'exerce pas d'effets très négatifs sur l'activité réelle, car les effets de richesse sont en général faibles* ; avant 1914, ils étaient certainement encore plus ténus qu'aujourd'hui, car peu de ménages possédaient des actions ou des logements. De plus, le graphique 7, qui donne le cours des actions corrigé par l'indice général des prix (cours réel des actions), montre qu'avant 1914, les fluctuations du cours des actions restaient limitées, surtout les fluctuations de type Juglar. Le dégonflement d'une bulle spéculative est dangereux quand les agents économiques se sont surendettés au cours de la phase d'euphorie, ou quand la panique s'accompagne de faillites bancaires qui entraînent des contractions du crédit. Avant 1914, ces risques étaient limités au Royaume-Uni, car les banques étaient à la fois solides et prudentes dans leur politique de crédit. En revanche, d'autres pays, avant 1914, avaient des structures financières fragiles, et ils étaient vulnérables au cycle financier. S'ils étaient des partenaires importants du Royaume-Uni, celui-ci pouvait en subir indirectement les conséquences ; c'était une cause importante du cycle de Kuznets.

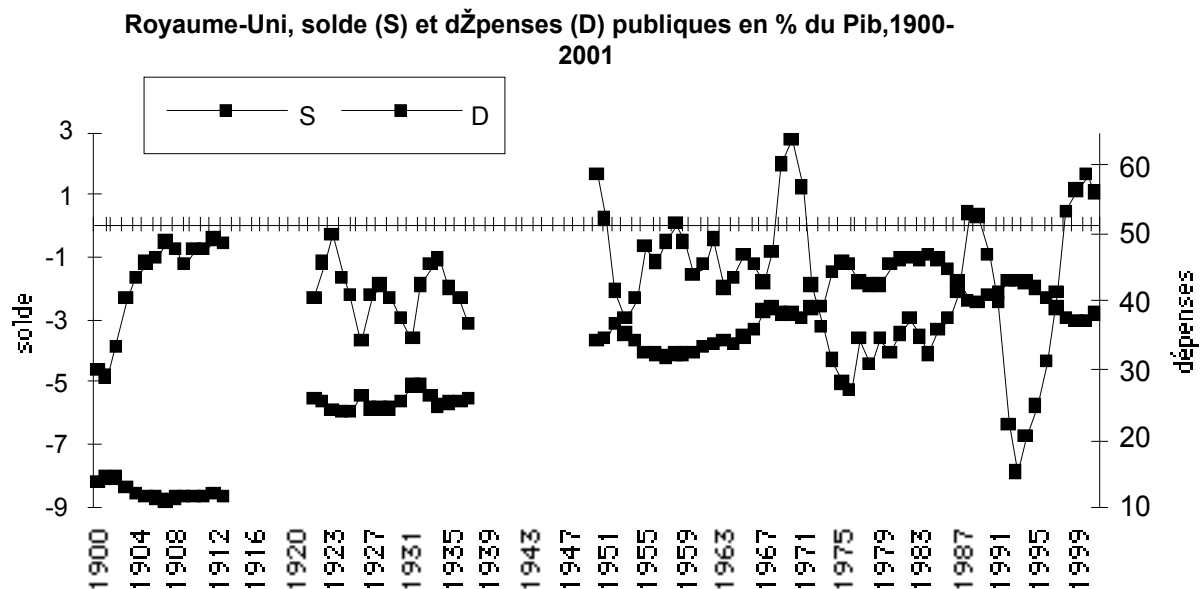
Parmi les grandes explications du cycle de Juglar au Royaume-Uni, celle qui a été proposée par R. Hawtrey semble la plus convaincante : c'est un cycle monétaire, qui résultait de la coexistence, avant 1914, de la monnaie métallique, de la monnaie fiduciaire et de la monnaie scripturale, et qui était lié aux règles du jeu de l'étalon-or. Au cours de la phase d'expansion, les besoins de financement des entreprises à court terme entraînaient l'expansion du crédit bancaire, ce qui entraînait une création de monnaie scripturale. Quand celle-ci circulait, elle était en partie convertie en pièces d'or et en billets, qui servaient à faire des transactions. La Banque centrale devait à la fois émettre des billets et prélever dans ses réserves d'or pour alimenter la demande de monnaie fiduciaire et métallique. La détérioration du ratio réserves métalliques/monnaie centrale conduisait la Banque à relever son taux d'intérêt progressivement, ce qui finissait par freiner l'activité. Cette explication a pour elle que le taux d'intérêt nominal et les réserves suivaient une périodicité de type Juglar (voir plus haut), et surtout que les taux d'intérêt sur les marchés monétaires des grandes puissances évoluaient de façon simultanée, car avant 1914, les taux de changes étaient fixes, et la mobilité internationale du capital était élevée. Au cours de la phase d'expansion, les taux d'intérêt augmentaient partout, plus à l'étranger qu'au Royaume-Uni ; une récession se déclenchait chez les partenaires du Royaume-Uni, dont les exportations de marchandises chutaient. La théorie du cycle proposée par Hawtrey explique facilement son caractère international. Elle a aussi le mérite, en liant le cycle aux mécanismes de l'étalon-or, d'expliquer sa disparition, puisque ce système monétaire a été abandonné l'Angleterre en 1931.

2.3 le rôle stabilisateur des finances publiques

Le rôle des politiques budgétaires délibérées a été très discuté, car il n'est pas certain qu'elles contribuent toujours à stabiliser la conjoncture. D'une part, il y a des décisions budgétaires dont l'objectif principal n'est pas de stabiliser l'économie ; tel le cas des dépenses d'armement dont les variations dépendent des guerres ; d'autre part, des décisions budgétaires de stabilisation macroéconomique risquent d'être mises en œuvre avec retard, quand la conjoncture s'est déjà inversée. En revanche, il est largement admis que les budgets publics ont un rôle automatique de stabilisation, quand le solde se dégrade mécaniquement en phase de récession, et s'améliore en phase d'expansion. On a vu que les travaux du NBER donnent un rôle important à la montée des

stabilisateurs budgétaires dans l'atténuation du cycle aux États-Unis après la seconde guerre mondiale.

graphique 8, dépenses et solde des administrations 1900-2001



La même conclusion peut être avancée pour le Royaume-Uni. Le graphique 8 montre clairement que la réactivité du solde des administrations publiques s'est fortement accrue au cours du XXe siècle. Le déficit assez élevé de 1900 est lié à la guerre des boers. Si on en fait abstraction pour limiter l'analyse du solde public aux seules périodes de paix, on vérifie que les fluctuations de ce solde ont été de plus en plus importantes au cours du XXe siècle. En 1931, le déficit atteint 4 % du Pib ; en 1975-76, 5 % ; en 1992, le déficit dépasse 7 % ; pourtant le Pib a plus reculé en 1930-31 (-6 %) qu'en 1991-92 (-3 %). L'amplification du rôle stabilisateur des finances publiques est d'abord lié à l'accroissement à long terme de leur poids dans l'économie : le poids des dépenses publiques dans le Pib passe de 12 % avant 1914, à 25 % pendant l'entre-deux-guerres, et à 45 % dans les années 1970 ; il est revenu à 40 % dans les années 1990, ce qui reste important. La flexibilité du solde public est liée aussi à l'accroissement de la variabilité des recettes et des dépenses en réponse à la conjoncture. Du côté des recettes, la part des prélèvements directs s'est accrue par rapport aux impôts indirects frappant les produits de consommation courante, dont la demande est rigide. Du côté des dépenses, il y a eu un accroissement à long terme des prestations sociales. Depuis 1985, le ratio dépenses publiques/Pib a quelque peu décliné sous l'impulsion de M. Thatcher ; mais le rôle stabilisateur du budget s'est maintenu ou accru, comme le montre l'évolution enregistrée au cours du cycle 1990-2000. Quand une grande partie des recettes fiscales est composée d'impôts directs et de cotisations sociales, et dépend des revenus, et que des réformes libérales accroissent la flexibilité des salaires et de l'emploi, la sensibilité des soldes budgétaires à la conjoncture s'accroît : de façon paradoxale, cet élément de la régulation monopoliste qu'est le rôle stabilisateur des budgets publics en est accru.

L'abandon de l'étalon-or, les transformations de la dynamique des salaires, et la montée des budgets publics contribuent largement à expliquer la disparition du cycle de Juglar, l'atténuation des récessions, et aussi la disparition des phases longues de baisse des prix. À court terme, les interventions des Banques centrales, et les déficits budgétaires automatiques limitent la gravité des

récessions. À long terme, la création de monnaie, qui n'est plus liée aux réserves d'or alimente ou valide l'inflation rampante. Depuis les années 1950, l'indexation des salaires sur les prix s'est renforcée, alors que l'influence du chômage sur les salaires s'est affaiblie. *La pression à la hausse des salaires est structurellement plus élevée depuis la fin de la seconde guerre mondiale. Elle alimente la boucle salaires-prix, qui est à la base de l'inflation rampante.*

2.4 l'affaiblissement de la position internationale du Royaume-Uni, la disparition de la périodicité de type Kuznets, et l'émergence du cycle quadriennal de croissance.

Avant 1914, le Royaume-Uni a réalisé des investissements extérieurs d'une ampleur tout à fait considérable par rapport à ses investissements intérieurs (graphique 2) : ni ceux des États-Unis dans les années 1950 et 1960, ni ceux du Japon dans les années 1980 n'ont atteint une telle proportion. Comme la plus grande partie des placements à l'étranger se faisait sous forme d'obligations émises sur la place de Londres par des pays émergents et des pays tropicaux, l'importance des investissements extérieurs traduisait le fait que *l'accumulation du capital anglais a été largement internationalisée et financiarisée* (Vidal, 2000, 2001). *Le cycle de Kuznets traduisait la régulation de ce mode d'accumulation.* La particularité du « cycle » de Kuznets était de reposer sur l'opposition des conjonctures du Royaume-Uni et des pays émergents d'avant 1914 (les pays émergents d'avant 1914 étaient d'une part des pays neufs dotés d'un territoire très important comme les États-Unis, le Canada, l'Argentine, et qui inondaient les marchés avec leurs exportations de produits de base, et d'autre part des pays surpeuplés qui commençaient à s'industrialiser comme l'Italie et le Japon). Si l'investissement intérieur anglais était en expansion, les investissements extérieurs anglais connaissaient une baisse (voir le graphique 2), et les pays émergents subissaient une dépression, en sorte que les exportations de marchandises anglaises étaient freinées : tel est le cas des années 1872 à 1878, et des années 1890 à 1902. Inversement, si l'investissement intérieur anglais était déprimé, l'investissement extérieur augmentait, et les pays émergents bénéficiaient d'un boom, ce qui permettait à l'Angleterre d'accroître rapidement ses exportations de marchandises. L'émigration hors d'Angleterre suivait le même cycle que l'investissement extérieur (Thomas, 1973). *Cette transmission inverse des conjonctures entre le Royaume-Uni et des pays émergents* assurait la stabilité de la croissance en Angleterre même ; si les conditions internes de la croissance étaient défavorables, la baisse des investissements intérieurs s'accompagnait d'une hausse des exportations de capitaux et de marchandises. Si la conjoncture à l'étranger se dégradait à la suite d'une crise financière, la baisse des exportations de marchandises et de capitaux anglais était compensée par une reprise de l'investissement intérieur.

Les deux théories les plus souvent avancées pour expliquer le cycle de Kuznets, sont d'une part le délai de réaction des investissements à la demande, et d'autre part l'instabilité financière des pays émergents (Vidal, 1993). D'après Harley (1978, 1980), un niveau élevé des prix réels des produits de base était favorable aux termes de l'échange des pays émergents, qui fournissaient des produits alimentaires et des matières premières à l'Angleterre. Il était rentable d'investir dans les pays émergents, et les capitaux anglais, au lieu de s'investir dans l'économie nationale, s'investissaient dans les pays émergents. Le boom de l'investissement entraînait, avec un délai, un accroissement de la capacité de production du secteur primaire dans les pays émergents. Les prix réels des produits de base baissaient, les termes de l'échange du Royaume-Uni s'amélioraient, ce qui entraînait l'accroissement de la rentabilité de l'investissement en Angleterre ; celle-ci bénéficiait d'un boom de ses investissements intérieurs, et ses investissements extérieurs baissaient, tandis que les pays émergents restaient dans le marasme, en attendant que la baisse de leurs investissements entraîne la remontée des prix de matières premières. Le lecteur aura reconnu la théorie du cycle d'A. Aftalion,

appliquée à une division internationale du travail dans laquelle les pays émergents d'avant 1914 exportaient surtout vers l'Angleterre des produits alimentaires et des matières premières pour l'industrie textile.

Une seconde explication, qui n'est pas contradictoire avec la précédente, consiste à considérer *le cycle de Kuznets comme un cycle financier*. Dans les pays émergents, les booms avaient tendance à s'autoentretenir, grâce à l'immigration et aux entrées de capitaux. Un boom résultant par exemple de la construction de réseaux de transports dans des régions frontalières attirait les capitaux anglais et l'immigration. L'afflux de capitaux, qui pouvait être rapide et important, pouvait déclencher une phase d'euphorie spéculative ; l'immigration nécessitait des constructions nouvelles. Le boom entraînait un endettement excessif et des spéculations risquées, en sorte que l'excès du prix des actifs, ou un choc extérieur, entraînait une grave crise financière et un retournement de la conjoncture. Ford (1971) montre aussi que les réseaux ferrés construits dans les pays neufs mettaient longtemps à être rentables, car il fallait que les terres soient aménagées pour produire ; il y avait donc un intervalle de temps au cours duquel la rentabilité des compagnies ferroviaires était faible, alors qu'elles s'étaient endettées pour construire les réseaux. Si on ajoute que les banques des pays émergents étaient moins concentrées, moins prudentes, moins garanties par les autorités qu'en Angleterre, on conçoit que les pays émergents ont été très vulnérables aux crises financières. Quand ils connaissaient un boom, ils attiraient les capitaux anglais, et l'investissement intérieur anglais était freiné. Au contraire, une crise financière dans les pays émergents favorisait l'investissement intérieur anglais, grâce au rapatriement de capitaux. Tel est le cas de la crise financière des pays émergents de 1890-1893, qui a été suivie en Angleterre d'une hausse du cours des actions (voir le graphique 7) et d'une reprise des investissements intérieurs (graphique 2).

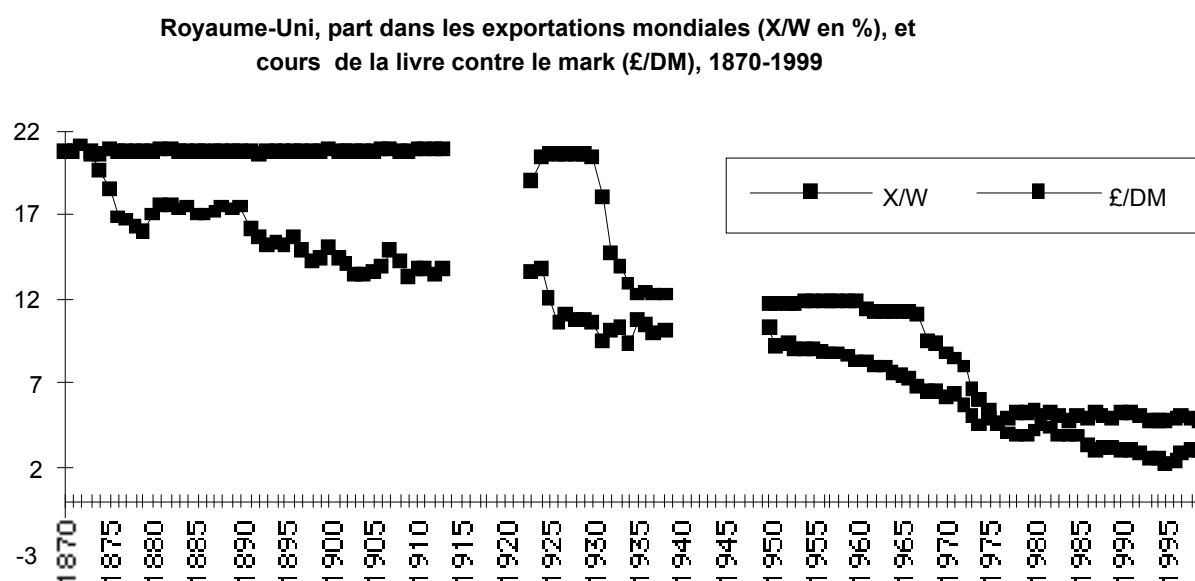
Le cycle de Kuznets a disparu en Angleterre avec la première guerre mondiale. Le graphique 2 permet de voir que *l'investissement extérieur anglais, qui avait été très élevé avant 1914, devient nul pendant l'entre-deux-guerres. La raison fondamentale en est que la balance courante anglaise a cessé d'être structurellement excédentaire après 1914.*

Bien que la part de marché anglaise dans les exportations mondiales de marchandises ait commencé à diminuer à partir de 1872, les excédents de la balance courante ont continué à augmenter jusqu'en 1914, grâce aux invisibles. D'une part, l'accumulation chaque année d'un stock de capital extérieur apportait de plus en plus de revenus ; d'autre part, les recettes liées à la marine ont bénéficié de l'expansion du commerce mondial. Mais les deux guerres mondiales ont détruit les créances extérieures de l'Angleterre, y compris les filiales de firmes multinationales, qui ont dû être cédées aux États-Unis pour financer les guerres (Farnetti, 1994). Elles ont obligé de plus le Royaume-Uni à s'endetter à l'extérieur, vis-à-vis des États-Unis d'une part, et vis-à-vis de pays émergents ou tropicaux qui lui avaient fourni des matières premières à crédit. Une grande partie de ces créances se présentait sous la forme d'avoirs à court terme libellés en livres sterling, les « balances sterling », car la monnaie anglaise avait le statut de monnaie de réserve internationale. D'autre part, surtout à partir de la première guerre mondiale, la part de marché de l'Angleterre dans le transport maritime a sensiblement baissé : beaucoup de pays ont mis en place des politiques de subventions à leurs marines marchandes ; de plus, la baisse de la part de marché dans les exportations mondiales de marchandises réduisait un débouché naturel de la marine anglaise.

Un autre changement structurel très important a été les transformations dans la composition du commerce extérieur anglais par produit, car il a abouti à un profond changement dans les fluctuations de la balance courante. Avant 1914, le solde courant anglais suivait une périodicité de type Kuznets, liée à la conjoncture des pays émergents. Comme les importations de marchandises en Angleterre

étaient composées surtout de produits alimentaires, leur élasticité-revenu était faible, et elles augmentaient modérément avec l'expansion en Angleterre. Au contraire, les exportations de marchandises anglaises étaient en majeure partie composées de produits manufacturés, notamment de métaux et de matériels de transports, dont l'élasticité-revenu était élevée : quand les pays émergents connaissaient un boom, les exportations de marchandises anglaises augmentaient rapidement. Le solde extérieur anglais dépendait surtout de la conjoncture étrangère (Pesmazoglu, 1949-1950 ; Tse Chung Chang, 1951), laquelle était surtout marquée par un « cycle financier ».

graphique 9, part de marché à l'exportation du Royaume-Uni et cours £ contre mark



Après 1945, la structure des importations se transforme de façon radicale, parce que la part des produits alimentaires et des matières premières baisse rapidement, alors que la part des produits manufacturés, notamment la part des biens d'équipement pour les entreprises et les ménages (produits de la section 7 de la nomenclature internationale CTCI) s'accroît rapidement. Ceci est lié au développement du fordisme, dans lequel les gains de productivité élevés sont obtenus par une transformation rapide de l'organisation du travail appuyée par une croissance soutenue des investissements, et dans lequel la consommation de masse de biens de consommation durables joue un rôle moteur. La conséquence en est que l'élasticité-revenu des importations est devenue très élevée, et que le solde extérieur est devenu très sensible à la conjoncture interne de l'Angleterre. Dans la plupart des autres pays industrialisés, il s'est produit des transformations similaires. Mais ceux qui maintenaient ou accroissaient leur part de marché à l'exportation, comme l'Allemagne, la France ou l'Italie, risquaient moins que la croissance interne n'aboutisse à un déficit extérieur.

Il est possible maintenant d'expliquer le cycle quadriennal de croissance qui a dominé la conjoncture anglaise entre 1949 et 1972. Il a résulté de trois changements structurels : premièrement, la mise en place des régulations keynéso-fordistes qui atténuent les récessions et qui permettent de mettre en œuvre des politiques macroéconomiques actives ; deuxièmement, la disparition des excédents extérieurs courants, la baisse de la part de marché à l'exportation, et surtout le changement dans la nature des produits importés ; troisièmement, l'émergence d'un nouveau régime de politique économique, le « stop and go 1 » dont le but était à la fois d'assurer l'équilibre extérieur

et le plein emploi. En effet, à partir de 1945, les autorités ont pour priorité de maintenir le plein emploi par des politiques macroéconomiques de gestion de la demande, conformément aux conceptions keynésiennes. Mais elles se donnent aussi pour règle de stabiliser le cours de la livre sterling. Cette obligation correspondait aux règles du système monétaire international de Bretton-Woods, interprétées strictement, car elles autorisaient les changements officiels de parité. La volonté de stabiliser la livre résultait aussi du fait que l'Angleterre souhaitait que sa monnaie reste une monnaie de réserve internationale, malgré la concurrence du dollar. Les autorités monétaires anglaises surveillaient attentivement les réserves étrangères en sterling (« balances sterling »). Quand le solde du commerce extérieur anglais se dégradait, il y avait des ventes de balances sterling, auxquelles les autorités réagissaient par des politiques macroéconomiques restrictives (Tomlinson, 1994). Le ralentissement les conduisait ensuite à inverser leur politique, pour faire de la relance.

De 1949 à 1966, la politique de « stop go 1 » a été, du point de vue conjoncturel, assez efficace, puisque le taux de chômage est resté bien inférieur à sa moyenne de longue période (Cairncross, 1981), et puisque le cours de la livre a été à peu près stabilisé (voir le graphique 9 qui donne le cours livre /mark). En revanche, ses conséquences à long terme ont été très critiquées. En effet, pendant les Trente glorieuses, la croissance de la production, de la productivité et des exportations anglaises a été nettement inférieure à celle des autres pays européens. De nombreuses explications ont été proposées à ce déclin relatif. La disponibilité de séries longues permet d'en relativiser quelques-unes. Par exemple, on ne peut pas soutenir qu'entre 1949 et 1972, l'investissement extérieur a été une cause importante de déclin, car l'investissement extérieur est pratiquement nul sur cette période (voir le graphique 2). De même, il est difficile de soutenir que la politique monétaire des années 1950-1972 a été globalement trop restrictive, car le taux d'intérêt réel est plutôt faible pendant cette période (graphique 4). Y. Barou (1976, 1978, 1984) a proposé une explication des difficultés anglaises à partir de concepts très proches de la théorie de la régulation : il n'a pas été possible de développer pleinement le compromis fordiste au Royaume-Uni, en sorte que les gains de productivité du travail sont restés limités pendant la période 1949-1972. Le bouleversement des formes d'organisation du travail a été ralenti par l'opposition des travailleurs, que les dirigeants économiques et politiques n'ont pas su surmonter. En 1950, la part de l'agriculture dans l'emploi était déjà très faible ; d'autre part, le Royaume-Uni était traditionnellement un pays d'émigration. Les réserves de main-d'œuvre adaptées au développement du taylorisme étaient donc faibles. Les syndicats étaient puissants, en principe unis dans une même centrale (le TUC), mais en réalité leur organisation est diversifiée et complexe, avec des syndicats de métier, d'industrie, et des syndicats généraux, qui pouvaient être présents en grand nombre dans la même entreprise. De plus, le rôle des délégués d'atelier était important dans les conflits et les négociations. En Angleterre même, l'idée que la faiblesse des gains de productivité a résulté de l'impossibilité de mettre en place un compromis fordiste a été développée par plusieurs auteurs, notamment R. Milward (1994) qui cite des travaux précis portant sur plusieurs industries, et C. Bean et N. Crafts (1996), qui présentent à l'appui de cette thèse des travaux économétriques suggérant que les gains de productivité étaient une fonction décroissante du nombre de syndicats participant aux négociations dans une entreprise.

La faiblesse des gains de productivité s'est autoentretenu, car elle s'est inscrite dans un régime de croissance relativement lente, qui s'est perpétué après 1945. Avec les pressions à la hausse des salaires qui se sont développées après la seconde guerre mondiale, et des gains de productivité limités, *la part des profits dans le Pib a subi une érosion continue entre 1950 et 1972* (voir le graphique 7), qui a plus touché l'industrie que les services. Comme la politique de « stop and go 1 » freinait souvent la demande, le jeu de la rentabilité et celui de l'accélérateur ont freiné les investissements, ce qui limitait aussi les gains de productivité et l'innovation de produits, en sorte que

la part de marché à l'exportation continuait à se dégrader. Progressivement, les anglais ont pris conscience que leur niveau de vie augmentait nettement moins vite que dans les autres pays de l'Europe de l'ouest, en sorte que le régime de politique économique mis en place après la seconde guerre mondiale a été de plus en plus contesté. L'idée que leur pays était en déclin a de plus en plus marqué les esprits anglais dans les années 1960 et 1970 (Supple, 1994). Cette situation a notamment été imputée aux politiques économiques de stop go 1, et a abouti à leur remise en cause.

3/ 1972-1992 : processus de réformes libérales, transformation du « stop go », et émergence des cycles financiers

3.1 crise et changements du régime de politique économique de 1970 à 1992

La crise du fordisme qui a touché les pays industrialisés a eu plusieurs causes, et leur hiérarchie est propre à chaque pays. La première cause dans l'ensemble des pays industrialisés a été le

Tableau 2, taux de croissance annuels moyens de la productivité du travail par tête et du salaire moyen réel, par cycles, branches marchandes, %

	1951-57	1957-64	1964-73	1973-79	1979-89	1989-99
<i>productivité du travail</i>						
Royaume-Uni	1,7	2,6	3,8	1,2	1,9	0,9
RFA	6,3	5,3	4,6	3,3	1,9	1,7
France	5,0	5,3	5,2	3,1	2,7	1,7
<i>salaire réel</i>						
Royaume-Uni	2,8	2,8	3,4	1,4	2,4	1,6
RFA	5,8	4,6	5,7	2,4	0,9	1,0
France	5,2	4,8	4,1	3,4	1,0	0,9

Sources, Comptes Nationaux de l'Ocde

ralentissement des gains de productivité du travail, comme le montre le tableau 2. En France et en RFA, il a été très important, puisqu'ils sont passés d'un taux de croissance supérieur à 5 pendant les années 1951-1973, à un taux de 1,5 % environ au cours des années 1990 ; pour stabiliser la part des profits dans la valeur ajoutée, il a fallu freiner très fortement la croissance du salaire réel, dont le taux de croissance annuel moyen a été divisé par 4 entre les années 1951-1973 et les années 1989-1999. Au Royaume-Uni, les gains de productivité du travail sont restés limités pendant les années 1951-1973, car le développement du fordisme y est resté incomplet (voir plus haut). Le ralentissement y a été moindre, en sorte que la croissance du salaire réel a été beaucoup moins freinée. On remarque que *depuis 1980, le salaire réel moyen a augmenté plus vite au Royaume-Uni qu'en France et qu'en RFA ; une conséquence importante en est que depuis 1980, la part des salaires dans la valeur ajoutée est restée constante à long terme au Royaume-Uni, alors qu'elle a baissé en France et en RFA.*

Au Royaume-Uni, la crise des années 1970 a surtout touché le régime de politique économique de stop go 1, qui a été remis en cause par les médiocres performances anglaises de la période 1950-1973, par l'accroissement de la mobilité internationale du capital, par la multiplication des conflits sociaux, et par les critiques des économistes très libéraux contre les politiques macroéconomiques de gestion de la demande. Les changements les plus importants pour les dynamiques macroéconomiques ont été, dans l'ordre chronologique : la décision de laisser flotter la livre sterling en 1972 ; la priorité donnée à la lutte contre l'inflation avec l'élection de M. Thatcher en 1979 ; la déréglementation du système financier entre 1979 et 1987 ; la déréglementation du marché

du travail au cours des années 1980. Chacun de ces changements institutionnels a contribué à la transformation des cycles.

A/ le flottement de la livre

À partir de la fin des années 1960, le régime monétaire international de Bretton-Woods s'est affaibli. Les opérateurs ont anticipé des dépréciations du dollar et de la livre sterling, et des appréciations du mark et du yen. L'accroissement de la masse des capitaux flottants a amplifié les crises spéculatives (voir le graphique 3 sur les réserves de change). C'est en 1972 que le gouvernement conservateur anglais, dirigé par E. Heath, a décidé de laisser flotter la livre sterling, ce qui mettait fin au régime de politique économique de « stop go 1 » qui cherchait à concilier maintien de la parité de la livre et plein-emploi. Le gouvernement Heath, élu en 1970, avait mis en place une politique de relance en 1971, car la balance courante s'était améliorée à la suite de la dévaluation de 1967. Pour ne pas être contraint d'inverser sa politique macroéconomique sous la pression des sorties de capitaux, il a laissé flotter la livre à partir de juin 1972, en espérant que la baisse de la livre améliorerait la compétitivité-prix de l'industrie. *La baisse de la livre a entraîné une amplification des pressions inflationnistes, qui a contribué à aviver les conflits sociaux. Entre 1972 et 1979, l'inflation s'est accélérée, et elle a été beaucoup plus forte en Angleterre que dans la plupart des pays européens.* Le flottement a donc atténué la contrainte d'équilibre extérieur, car il a finalement permis aux gouvernements anglais de pratiquer une politique de « douce négligence » vis-à-vis des déficits ; mais il a aussi aggravé l'inflation.

B/ la priorité accordée à la lutte contre l'inflation

En 1979, M. Thatcher est devenue Premier Ministre, avec un programme d'inspiration monétariste, qui avait pour priorité la lutte contre l'inflation, ce qui a parachevé l'émergence du cycle de type « stop go 2 ». La politique monétaire est devenue structurellement plus stricte, comme le montre l'écart positif entre le taux d'intérêt et le taux d'inflation (voir le graphique 4 et son commentaire). Le succès de cette politique a été mitigé : l'inflation a été freinée, mais moins que dans d'autres pays européens. En 1988-1989, il y a eu une nouvelle poussée d'inflation, qui a obligé la BOE à relever son taux d'intérêt. De plus, la mise en œuvre pratique de la théorie monétariste s'est avérée être beaucoup plus difficile que l'on ne le pensait, ce qui a entraîné des changements fréquents des objectifs intermédiaires de la politique monétaire (Cairncross, 1994 ; Girard, 1999).

Au départ, M. Thatcher a mis en place une politique strictement monétariste en luttant contre l'inflation par le contrôle de la croissance de l'agrégat monétaire M3. Il s'est avéré que le taux d'inflation a été réduit entre 1980 et 1984, mais que la croissance de M3 était restée très soutenue. En réalité, la désinflation a résulté d'abord de la hausse de la livre sterling, et aussi de la hausse des taux d'intérêt réels. La demande interne a diminué, la hausse de la livre a soumis l'industrie anglaise à une très forte concurrence étrangère par les prix ; il y a eu aussi une accélération des gains de productivité du travail obtenue avec l'affaiblissement des syndicats, qui a permis aux entreprises de réduire les sureffectifs et de réorganiser le travail. Par ailleurs M3 a augmenté beaucoup plus rapidement que prévu, à cause de la libéralisation du système financier, qui a entraîné des transferts entre dépôts monétaires, dépôts quasi-monétaires, devises, et titres courts, qui ont remis en cause les frontières traditionnelles entre actifs monétaires et actifs financiers. La conséquence en a été, qu'après avoir modifié les définitions de l'agrégat monétaire-cible, *la priorité accordée au contrôle de la masse monétaire a été abandonnée*, pour être remplacée, à partir de 1987, par la stabilisation de la parité livre/mark. En 1990, le Royaume-Uni adhéraient officiellement au Système Monétaire Européen (SME).

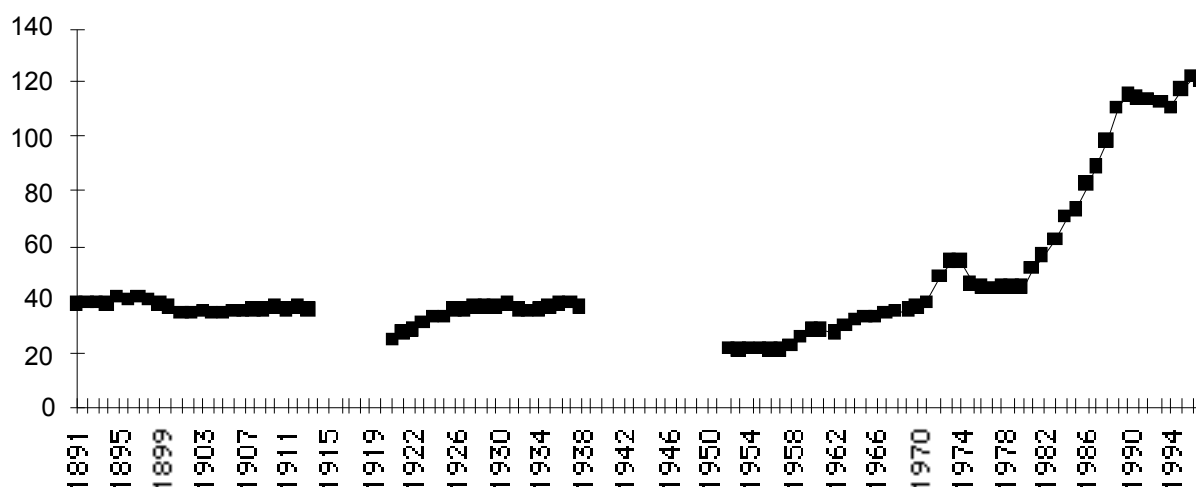
Mais en 1990-1991, l'appartenance au SME a contraint la BOE à pratiquer des taux d'intérêt très élevés, alors qu'une récession était déjà enclenchée. *La livre a abandonné le SME en 1992, pour revenir au flottement.* La politique monétaire est alors devenue beaucoup plus pragmatique : elle consiste maintenant à examiner les différents facteurs influençant le taux d'inflation, prix des matières premières, taux de change, état du marché du travail, pour déterminer comment faire varier le taux d'intérêt, afin d'endiguer, ou mieux de prévenir, une accélération de l'inflation. On lui donne le nom pompeux de politique de « cible d'inflation ».

C) la déréglementation du système financier

En 1979, le contrôle des changes a été complètement supprimé ; en 1980, l'encadrement du crédit (« corset ») a été définitivement levé ; en 1982, les règles limitant le crédit à la consommation ont été supprimées. En 1986, les activités de la Bourse de Londres ont été déréglementées. En 1987, les sociétés mutuelles de construction (« Building Societies ») ont reçu le droit de diversifier leurs activités et de concurrencer les banques. La même année, une loi a uniformisé le statut des banques, tout en renforçant les pouvoirs de surveillance et d'intervention de la BOE. Ces mesures, qui accroissaient fortement la concurrence entre intermédiaires financiers, ont eu pour conséquence que l'offre de crédit s'est accrue très rapidement. *La déréglementation du système financier a entraîné un changement de structure très important : l'endettement du secteur privé s'est accru de façon massive au cours des années 1980*, comme le montre le graphique 10. L'encours de crédits des principaux intermédiaires financiers, des banques et des sociétés mutuelles de construction, était resté stable en pourcentage du Pib, de 1891 à 1971. Des mesures de libéralisation du crédit prises par le gouvernement Heath en 1972 avaient entraîné une première inflation du crédit de 1972 à 1974, qui avait financé une première bulle spéculative dans l'immobilier. La forte accélération des hausses de prix avait conduit le gouvernement Heath à encadrer le crédit. La libéralisation du crédit s'est imposée définitivement au cours des années 1980, et elle a entraîné en 10 ans la multiplication par 2 du ratio dettes privées/revenus. D'après l'Ocde (1990), la libéralisation du système financier a entraîné la hausse massive de l'endettement des ménages (voir le tableau 4), et la baisse de leur taux d'épargne,

graphique 10, en-cours de crédits des banques et des sociétés mutuelles de construction au secteur privé, en % du Pib, 1891-1997

Royaume-Uni, en-cours de crédits des banques et des "building societies" au secteur privé, en % du Pib, 1891-1997



notamment parce que les ménages peuvent utiliser des crédits hypothécaires pour acquérir des biens de consommation. Il faut ajouter que les gouvernements de M. Thatcher ont poussé les locataires à racheter les logements sociaux aux collectivités locales, en proposant des conditions de rachat très avantageuses. La proportion des ménages propriétaires de leur logement est devenue l'une des plus élevées en Europe (C. Riffart, 1995) ; mais ceci a contribué à accroître leur endettement. Par ailleurs, l'instabilité du taux d'intérêt et du taux d'inflation au cours des années 1970 et 1980 a conduit les intermédiaires financiers à accorder une proportion de plus en plus importante de crédits à taux variables (Micolet, 1998). *La hausse massive de l'endettement des ménages à taux variable est l'un des changements structurels qui ont eu le plus de conséquences sur les conjonctures récentes.*

D/ libéralisation du marché du travail

Les mesures prises pour libéraliser le marché du travail ont été nombreuses (F. Lefresne, 1998 ; J. Mazier, 1999). Le déclenchement des grèves a été rendu plus difficile. Les règles d'embauche et de licenciements ont été assouplies. Les allocations de chômage ont été réduites. Cependant, au cours des années 1980, le Royaume-Uni a été l'un des pays européens dans lequel la pression à la hausse des salaires est restée la plus forte (OCDE, 1991), ce qui explique en partie la poussée d'inflation de la fin des années 1980. Les salaires sont restés indexés sur les prix, et les anticipations d'inflation sont restées fortes. De plus, les insuffisances du système de formation ont entraîné, compte tenu de la restructuration rapide du système productif, des pénuries de main-d'œuvre. C'est seulement après la récession de 1991-1992 que la croissance des salaires a été modérée (voir le graphique 6 et le tableau 2 sur les phases de déflation et d'inflation). *À partir de 1990, la croissance du salaire réel est redevenue sensible au taux de chômage. Mais cette sensibilité reste modérée : au cours de la récession de 1991-1992, le salaire moyen réel a stagné, mais il n'a pas vraiment diminué, comme il le faisait avant 1933.*

3.2/ la transformation du cycle du stop go : de stop go 1 à stop go 2

De 1950 à 1972, l'économie anglaise avait subi un cycle quadriennal de croissance lié à l'arbitrage entre équilibre extérieur et croissance (stop go 1). *C'était un cycle court (4 à 5 ans), car la*

balance courante se dégradait vite en cas de reprise. La forte élasticité des importations au revenu national, combinée avec la perte tendancielle de parts de marché à l'exportation avaient pour conséquence qu'au bout de deux années de reprise, le déficit du commerce extérieur menaçait, et contraignait à adopter des politiques restrictives. Au cours des années 1970, deux changements structurels ont entraîné la disparition de ce cycle. Le flottement de la livre sterling a atténué l'obligation d'assurer l'équilibre extérieur, au prix éventuellement d'une inflation plus élevée. À partir

Tableau 3 Royaume-Uni comparaison de 3 récessions et du ralentissement de 2001-2002

	1974	1975	1980	1981	1991	1992	2001	2002
<i>résultats macroéconomiques (%)</i>								
Taux de croissance	-1,7	-0,8	-2,2	-1,3	-2,2	-0,5	2,1	1,8
Taux d'inflation %	14,6	27,6	19,7	10,8	7,1	4,5	2,3	3,2
Taux de chômage	2,4	3,7	6,3	9,9	8,2	10,2	5,1	5,2
Solde courant/Pib	-3,8	-1,4	1,8	2,3	-1,4-1,7		-1,3	-0,9
<i>contributions comptables des composantes de la demande à la variation du Pib</i>								
Consommation privée	-0,6	-0,3	0	0	-1,6	-0,1	3,1	2,9
FBCF	-0,4	-0,3	-0,8	-1,3	-1,6	-0,2	0,0	-0,5
Variations de stocks	-1,1	-2,0	-1,9	0	-0,5	0,5	-0,5	0,5
Solde extérieur en B et S	0,2	1,3	0,4	0,7	0,9	-0,7	-0,6	-0,9
<i>Taux de croissance de l'emploi total et des revenus</i>								
Emploi (%)	0,4	-0,3	-0,3	-4,0	-1,4	-2,2	0,8	0,7
Salaire moyen réel (%)	2,6	7,8	3,5	2,9	1,2	-0,2	4,2	3,2
Revenu disponible réel	-0,1	0,9	1,5	-0,7	2,2	2,7	6,5	2,7
<i>Taux d'intérêt réel à court terme, et variation en % de la parité nominale effective</i>								
Taux d'intérêt réel (%)	-3,2	-17,4	-4,6	2,2	3,8	4,4	2,7	0,8
Parité effective (%)	-4	-8	10,5	3,2	1,9	-2,4	-1,0	1,1
<i>En-cours de dettes, et intérêts versés par les ménages, en % du revenu disponible</i>								
Dettes/RDB	-	-	57	62	116	113	117	
Intérêts/RDB	5,5	4,6	6,9	7,0	12,6	10,7	7,8	

La contribution d'une composante de la demande à la variation du Pib résulte de l'équation comptable $Y = C + I + \dots$ transformée en $\Delta Y/Y = (C/Y).(\Delta C/C) + (I/Y).(\Delta I/I) +$

de 1977, les pertes de part de marché à l'exportation sont devenues beaucoup moins importantes (voir le graphique 9). Cette évolution favorable était en partie due à l'exploitation de gisements pétroliers en mer du Nord : l'Angleterre est devenue autosuffisante en 1978. À partir de 1979, la politique monétaire a eu pour priorité la lutte contre l'inflation. Une nouvelle forme de politique du *stop go* est apparue : la croissance finit par entraîner des pressions inflationnistes, qui conduisent à adopter des politiques restrictives. Quand l'inflation diminue, la politique macroéconomique est assouplie. Il est probable que le *stop go 2* lié à la lutte contre l'inflation entraîne des cycles plus longs et moins réguliers que le *stop go 1* lié à la lutte contre le déficit extérieur. En effet, la relation entre importations et revenu national est empiriquement très forte : une reprise entraîne rapidement une forte hausse des importations. Au contraire, la relation entre croissance et inflation est instable et

assez floue. Ce problème de l'instabilité de la relation entre inflation et chômage ou entre inflation et croissance a été très discuté dans les années 1970, et de nombreux facteurs peuvent entraîner son « déplacement ». Les prix ne dépendent pas que des salaires. Le coût salarial est égal au quotient du salaire nominal divisé par la productivité du travail. Au cours du cycle, la productivité du travail augmente rapidement au moment de la reprise, car les capacités de production sont mieux utilisées. La première partie d'une phase d'expansion est en général marquée par le ralentissement de l'inflation. Par ailleurs, les prix intérieurs dépendent aussi des prix à l'importation, qui sont influencés par le taux de change et les prix mondiaux des matières premières. On ne peut pas ramener exclusivement la relation entre inflation et croissance à la courbe de Phillips qui lie le taux de croissance du salaire au taux de chômage.

L'accélération de l'inflation a plusieurs effets récessionnistes. Le premier est qu'il pousse normalement la Banque centrale à durcir sa politique. Le tableau 4 montre que ce mécanisme de stop go n'a pas joué en 1974 et 1975, car les taux d'intérêt réels ont été nettement négatifs. Mais il a joué en 1981, et en 1990-1991 ; en 1981, la hausse du taux d'intérêt réel s'est accompagnée de la hausse de la livre sterling, qui a aggravé le recul des exportations industrielles. Le second effet récessionniste de l'inflation passe par la séquence stockage-destockage. L'accélération des hausses de prix incite à constituer des stocks de précaution, ce qui stimule la demande globale pendant quelques mois. Puis la saturation de la capacité de stockage, ou des restrictions monétaires, conduisent au destockage, c'est-à-dire à l'interruption des commandes passées aux fournisseurs en amont. Ce mécanisme a joué de façon importante lors des deux chocs pétroliers, comme le montre la contribution des variations de stocks (tableau 3). Enfin l'inflation réduit la valeur réelle des actifs monétaires et quasi-monétaires, ce qui pousse les ménages à accroître leur épargne pour la reconstituer : c'est l'effet d'encaisse réelle, qui a joué au cours des années 1970, caractérisées par une forte épargne et un taux d'inflation élevée (voir l'analyse ci-dessous). La récession de 1991-1992 a aussi montré que les facteurs financiers avaient désormais un rôle plus important dans le cycle.

3.3 l'apparition des cycles financiers, et ses conséquences sur l'économie réelle

À l'échelle internationale, le nombre de crises financières graves s'est accru depuis 1982 (date de la crise du marché des eurocrédits). Ce sont les pays en voie de développement qui en ont subi les conséquences les plus graves. Mais elles ont eu aussi un impact sur les conjonctures des pays développés, notamment au Royaume-Uni. *Les crises et les cycles financiers sont liés à des déséquilibres de bilans qui entraînent des réajustements brutaux. Les cycles liés aux actifs financiers passent par des bulles spéculatives, au cours desquelles les agents spéculent à la hausse sur des actions, des devises, ou aussi des immeubles, ce qui amène les cours à des niveaux bien plus élevés que les niveaux d'équilibre qui correspondent aux « fondamentaux » ; un choc extérieur, une politique monétaire restrictive, ou la prise de conscience des excès de la spéculation font éclater la bulle. La chute des cours peut entraîner une récession à cause de l'effet de richesse. Mais il faut souligner que les travaux empiriques montrent en général que les effets de richesse sont faibles ; de plus, l'histoire des crises financières montre que certaines n'ont pas été suivies par des récessions. L'effondrement du cours des actifs a un impact important sur l'économie réelle, s'il s'accompagne de faillites en chaîne, ou si la phase spéculative s'est accompagnée d'un endettement important. Les cycles financiers associés à des déséquilibres de passifs sont plus dangereux pour l'économie réelle. Ils résultent d'une phase d'accroissement rapide de l'endettement pour financer des spéculations ou des investissements productifs. Ce type de phase se déclenche dans un contexte d'abondance de financements résultant de politiques monétaires trop expansives, ou d'innovations financières au sens large, ou d'afflux de capitaux étrangers. La crise financière éclate quand les agents prennent conscience du fait que la*

charge de la dette est devenue trop importante par rapport au revenu. Ils se désendettent en réduisant leurs dépenses d'investissement ou de consommation. Lors de la récession de 1991-1992, le cycle financier par le passif des ménages a joué un rôle important ; lors du ralentissement de 2001-2002, c'est le cycle financier par les actifs et éventuellement par les passifs de grandes entreprises qui a joué le rôle le plus important, avec l'effondrement des actions liées aux NTIC (tableau 4).

En 1991-1992, la consommation des ménages a joué un rôle récessif exceptionnel (voir les données sur les contributions des composantes de la demande dans le tableau 4). La raison en est que l'endettement des ménages a fortement augmenté au cours des années 1980, et que la BOE a relevé son taux d'intérêt à la fin des années 1980 pour lutter contre l'accélération de l'inflation. La charge de la dette est devenue très élevée (voir dans le tableau 4 le ratio intérêts payés/revenu), et les ménages ont dû se désendetter en accroissant brutalement leur taux d'épargne. Il y a donc bien eu combinaison du cycle de stop go 2 avec un cycle financier qui explique la gravité de la récession. Le ralentissement de 2001-2002 est surtout lié à un cycle financier d'actifs. Au cours des années 1990, il y a eu à la fois une bulle spéculative sur les actions finançant les entreprises du secteur des NTIC, et des investissements importants réalisés par l'ensemble des entreprises, convaincues des bienfaits de la « nouvelle économie ». Quand la bulle s'est dégonflée, les investissements des entreprises ont diminué ; mais la consommation des ménages a continué à progresser de façon soutenue, ce qui a permis à l'économie anglaise d'éviter la récession.

4/ depuis 1995 : les cycles de l'économie anglaise se sont-ils structurellement atténués ?

Pour l'ensemble des pays développés, l'Ocde avance que l'amplitude des cycles s'est réduite (Perspectives économiques de l'Ocde, juin 2002 ; Dalsgaard, Elmeskov, Park, 2002). Effectivement, la récession de 2001-2002 a été peu sévère dans beaucoup de pays. Les explications les plus couramment avancées sont les suivantes : le rôle conjoncturel joué par les variations de stocks a diminué, car les entreprises ont tendancielllement réduit l'importance de leurs stocks, grâce à l'amélioration des méthodes de gestion permise par les NTIC, et grâce à l'accroissement du poids des services, qui ne sont pas stockables ; les Banques centrales ont mieux su stabiliser les taux d'inflation ; le poids des secteurs les moins cycliques (services) s'est accru. Les données statistiques relatives aux variations de stocks sont imprécises ; de plus, les mouvements de stockage et de destockage se sont atténués grâce à la modération de l'inflation ; c'est pourquoi il est difficile d'apprécier le rôle joué par les politiques réduction tendancielle des stocks. Dans le cas du Royaume-Uni, il est possible de mettre en avant *trois causes de stabilité conjoncturelle : le dépérissement du cycle de stop go 2, la stabilité de la consommation des ménages, et l'efficacité accrue de la politique monétaire.*

4.1 un dépérissement du cycle du stop go 2

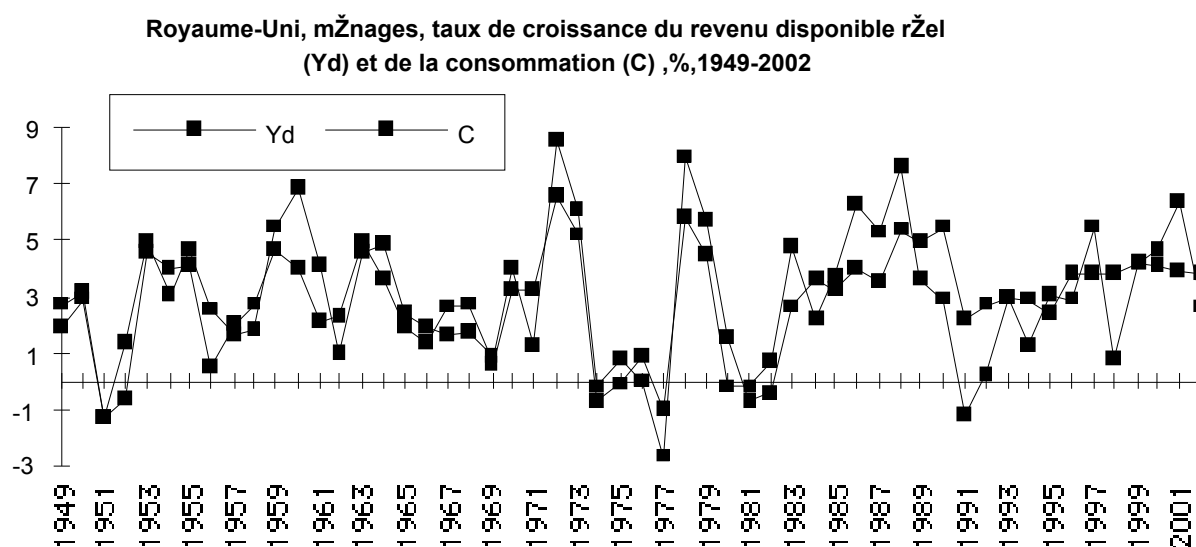
Depuis le milieu des années 1980, le taux d'inflation est devenu de plus en plus faible, et de plus en plus rigide. Ce constat peut être fait pour le Royaume-Uni et la majorité des pays de l'Ocde. Une première raison est que *la consommation de matières premières par unité de valeur ajoutée produite a diminué tendancielllement, du fait notamment de la disparition des industries lourdes.* Le prix du Pib est de moins en moins dépendant des marchés mondiaux des matières premières, qui sont instables. On constate aussi que les prix des services sont dans l'ensemble plus rigides que ceux des produits manufacturés, car les services sont extrêmement diversifiables, en sorte que la concurrence dépend en grande partie de la qualité des prestations fournies par la main-d'œuvre. Une autre raison importante est que les Banques centrales ont eu la volonté ferme de lutter contre l'inflation, et qu'elles ont été de plus en plus efficaces. Le cas de la BOE est très significatif, comme il été indiqué plus haut : après

avoir hésité sur les objectifs intermédiaires de la politique monétaire, la BOE a adopté la stratégie de cible monétaire, qui est plus raisonnable. Enfin, il faut souligner qu'au Royaume-Uni, la pression à la hausse des salaires a été atténuée par les réformes du marché du travail qui ont restauré en partie la courbe de Phillips. Il n'y a eu aucune accélération de l'inflation depuis 1991. Le ralentissement modéré de 2001-2002 n'est pas dû à des politiques restrictives, mais au dégonflement de la bulle spéculative sur les NTIC. La modération et la viscosité du taux d'inflation résultent donc de changements structurels. Cependant, l'expérience du XXe siècle a montré que les facteurs les plus importants d'inflation sont les guerres, quand elles prennent de l'extension dans l'espace ou dans le temps. De tels événements peuvent malheureusement se reproduire à l'avenir.

4.2 la stabilité de la consommation des ménages

L'analyse des contributions des composantes de la demande à la croissance (tableau 4) montre qu'en 2001-2002, *la récession a été évitée grâce à la consommation des ménages* ; ce constat est également fait par Artus (2002) et par l'étude de l'Ocde (2002) sur le Royaume-Uni. *Ce rôle fortement stabilisateur des ménages est nouveau au Royaume-Uni*, comme le montre le graphique 11.

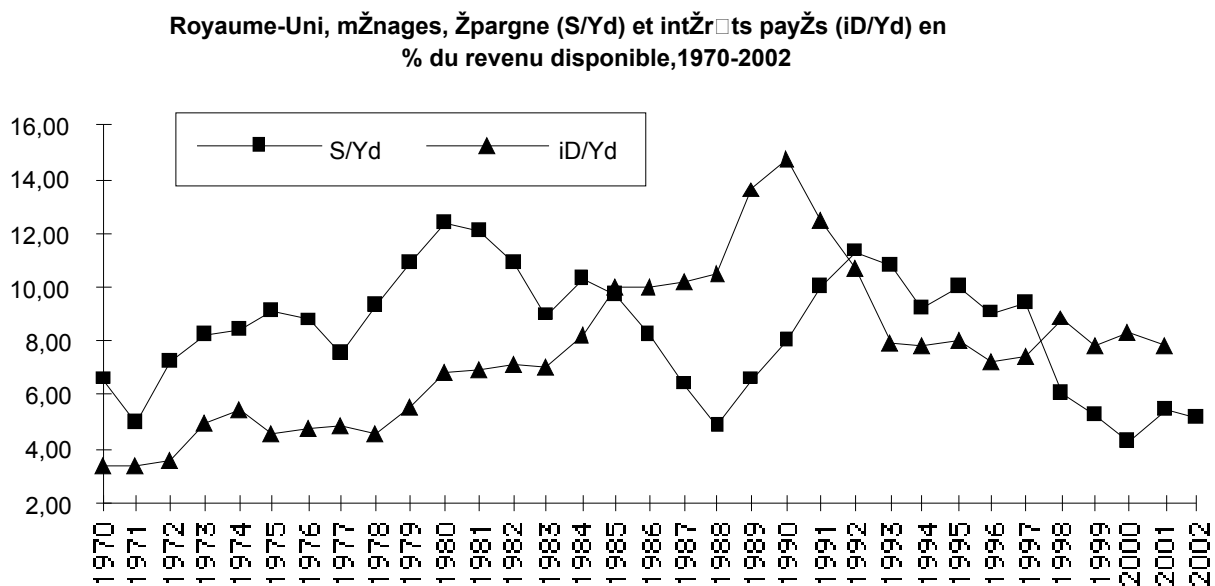
graphique 11 taux de croissance du revenu disponible et de la consommation de ménages (volumes), %, 1949-2002.



De 1949 à 1985, il y a un parallélisme très étroit entre les variations du revenu disponible brut et celles de la consommation. La consommation ne joue donc pas un rôle indépendant dans les fluctuations économiques. Elle joue un rôle dépendant, qui est d'amplifier la propagation des fluctuations par le jeu du multiplicateur. À partir de 1985, il y a un relâchement (mais non une disparition) du lien entre consommation et revenu, autorisé par la déréglementation du système financier et l'accroissement rapide des crédits accordés aux ménages. De 1985 à 1992, les fluctuations de la consommation ont été plus amples que celles du revenu. Celle-ci accroît l'instabilité de la conjoncture, avec le cycle financier surendettement-désendettement, aggravé par la hausse des taux d'intérêt de 1988-1990. Au contraire, entre 1993 et 2003, *la relative déconnection de la consommation par rapport au revenu, permise par le crédit, stabilise la conjoncture, car la consommation progresse de façon très régulière.*

Cette stabilité peut recevoir deux explications, dont les implications sont très différentes pour la théorie et la politique économiques. La première fait intervenir les effets de richesse. L'effondrement de la valeur des actions en 2001 a été en partie compensé par la hausse du prix de logements, stimulée par la baisse des taux d'intérêt, et l'amorce d'une bulle spéculative dans l'immobilier. De plus, les ménages anglais sont peu sensibles aux effets de richesse liés aux actions, car celles-ci sont détenues indirectement, notamment par l'intermédiaire de fonds de pension ; les effets de richesse liés aux prix immobiliers seraient plus importants (INSEE, note de conjoncture internationale, octobre 2002). L'économie anglaise aurait échappé à la récession de 2001-2002 parce que la bulle immobilière aurait pris le relais de la bulle sur les actions. Cette thèse est peut-être exagérée. Si les effets de richesse des actions sont faibles, l'effondrement du cours des actions a eu de toute façon peu d'effets sur la consommation. Et surtout, cette thèse néglige le fait que le *taux d'épargne des ménages est resté à peu près stable entre 1998 et 2001* (graphique 12). Par conséquent, *c'est d'abord parce que le revenu réel des ménages a progressé de façon soutenue de 1999 à 2002 que la consommation a été vigoureuse.*

graphique 12, ménages, taux d'épargne et charges d'intérêts , 1970-2002



De 1970 à 1979, la dynamique du taux d'épargne anglais a été dominée par l'effet d'encaisse réelle, comme dans d'autres pays (Aglietta, 2001) : l'accélération de l'inflation a incité les ménages à reconstituer la valeur réelle de leurs avoirs monétaires en augmentant leur épargne, ce qui a été un facteur de récession. De 1980 à 1985, la désinflation a eu un effet symétrique. De 1985 à 1992, le taux d'épargne a fortement varié à cause du cycle endettement-desendettement. Après 1992, le taux d'intérêt est revenu progressivement à des valeurs plus normales, et le taux d'endettement a un peu diminué. Les ménages ont retrouvé la possibilité d'emprunter, et le taux d'épargne a recommencé à diminuer, ce qui a favorisé la reprise de la croissance depuis 1993. *Le taux d'épargne est resté stable depuis 1999 parce que le taux d'inflation est resté stable et faible, parce que le revenu réel a progressé de façon assez régulière, et parce que la baisse du taux d'intérêt a ramené la charge d'intérêt à un niveau supportable (voir iD/Yd dans le graphique 12).*

La croissance assez rapide du revenu réel entre 1999 et 2002 est due en grande partie à la croissance soutenue du salaire réel (voir le tableau 3), favorisée par le faible taux de chômage. Le retour de l'économie anglaise à une situation proche du plein emploi au cours des années 1990 a eu deux raisons principales. D'une part, la violente récession de 1991-1992 a entraîné une baisse définitive du taux d'activité de la main-d'œuvre ouvrière. D'autre part, de 1993 à 2000, la croissance du Pib a été assez soutenue, et accompagnée de gains de productivité modérés, en sorte que les créations d'emplois ont été nombreuses : le taux de chômage est passé de 10,2 % en 1993 à 5,3 % en 2000, ce qui a entraîné une accélération progressive de la croissance du salaire moyen réel, dont le taux de croissance est passé de 0,9 % à 4,3 %. L'économie anglaise a retrouvé le cercle vertueux associé au plein emploi : la faiblesse du taux de chômage permet des hausses importantes de salaires, qui soutiennent la consommation et la croissance.

4.3/ une efficacité accrue de la politique monétaire ?

Les changements structurels des années 1980 ont accru les incidences de la politique monétaire sur l'activité économique réelle. *Par le jeu d'un endettement important des ménages à taux variable, la Banque centrale influence fortement et directement l'évolution du revenu disponible.* De plus, comme la croissance du salaire réel est redevenue sensible au taux de chômage, la Banque centrale influence aussi indirectement les revenus. En 2001 et 2002, la baisse du taux d'intérêt a eu des effets contracycliques significatifs. De plus, le gouvernement a lancé un programme important d'investissements pour rénover les services publics, en sorte que la politique budgétaire a été expansive.

Le rôle prépondérant joué par la politique monétaire dans la régulation macroéconomique a cependant des limites. *La principale est qu'avec un système financier déréglementé, la Banque centrale ne dispose que d'un instrument, le taux d'intérêt, alors qu'elle poursuit au moins trois objectifs* : stabiliser le taux d'inflation à un faible niveau, stimuler la croissance, et empêcher le développement de bulles spéculatives susceptible de déstabiliser le système financier. En 2001-2002, il était possible de concilier la stabilité des prix avec la relance, car le taux d'inflation était faible, ce qui permettait à la BOE de pratiquer une politique monétaire expansive. Mais le développement de la bulle immobilière, permis par cette baisse des taux, a limité les marges de manœuvre de la BOE. On peut facilement imaginer d'autres configurations dans lesquelles la BOE serait obligée de sacrifier un ou deux objectifs, à commencer par les conjonctures de « stagflation », qui pourraient résulter de chocs internationaux, ou d'une brutale dépréciation de la livre sterling.

Conclusions

Cette analyse des fluctuations de l'économie anglaise depuis 130 ans montre que *les transformations les plus importantes ont eu lieu entre 1914 et 1950, car les profonds changements de la régulation ont entraîné la disparition des cycles de Juglar, de Kuznets et de Kondratieff, et leur remplacement par le cycle quadriennal de croissance lié aux politiques économiques de « stop go 1 », qui a dominé la conjoncture anglaise de 1950 à 1972. Les changements structurels les plus importants ont été l'abandon de l'étalon-or, la désactivation ou la disparition de la courbe de Phillips, l'adoption de politiques macroéconomiques actives, la disparition des excédents extérieurs courants,*

et la transformation de la structure des importations par produits.

De 1972 à 1997, les régulations ont été à nouveau transformées. Le flottement de la livre sterling, décidé en 1972, a fait disparaître le régime de politique économique de « stop go 1 » lié à l'arbitrage entre équilibre extérieur et croissance, et fait émerger de façon transitoire le régime du « stop go 2 » lié à l'arbitrage entre inflation et croissance, qui a eu une périodicité plus longue ; mais au cours des années 1990, le taux d'inflation est devenu très stable et très faible, en sorte que le cycle du « stop go 2 » a disparu. *Les réformes libérales ont donc fini, à long terme, par atténuer ou faire disparaître les cycles du « stop go », mais elles ont fait émerger des cycles financiers.* La libéralisation du système de crédit a entraîné le doublement de la dette des ménages, qui a été à l'origine d'un violent cycle financier entre 1988 et 1992. La libéralisation du marché du travail et l'affaiblissement délibéré des syndicats ont *restauré la relation entre le taux de croissance du salaire et le taux de chômage. Mais cette relation reste relativement faible : les salaires sont loin d'avoir retrouvé la flexibilité à la baisse d'avant 1933.*

Les fluctuations qu'a connues l'économie anglaise entre 2000 et 2003 sont caractérisées par un simple ralentissement de la croissance, et par une inflation modérée. *Ceci traduit la persistance de deux caractéristiques essentielles qui sont apparues après 1945 : le cycle de croissance (Growth Cycle) et l'inflation rampante.* Derrière cette persistance des conjonctures, il y a le maintien des structures qui ont fondé les régulations keynéso-fordistes : la pression à la hausse des salaires, l'importance des budgets publics, des politiques monétaires discrétionnaires. Il y a bien eu un changement dans le cycle : le ralentissement récent ne résultait pas de politiques restrictives visant à réduire le déficit extérieur (stop go 1) ou à freiner l'inflation (stop go 2) ; il résultait du dégonflement d'une bulle spéculative sur le marché des actions. Cet événement, nouveau depuis 1945, montre que l'importance croissante des marchés financiers est un changement structurel significatif.

Cependant, l'importance prise par les marchés financiers sur l'économie réelle ne doit pas être exagérée, tout au moins quand on étudie les économies développées. Aussi bien au Royaume-Uni, qu'aux Etats-Unis, que dans d'autres pays de l'Ocde, la récession de 2001-2002 a été peu sévère. Au Royaume-Uni, le cours des actions a baissé de 50 % environ, et la croissance économiques est passée de +3,8 % à +1,7 %. Les économies financiarisées d'aujourd'hui se caractérisent par une très faible élasticité des variables réelles aux actifs financiers, tout au moins dans les pays les plus développés. Les raisons en sont que les effets de richesse sont sans doute peu importants, et que la consommation de ménages dépend surtout de leur revenu. Au Royaume-Uni, le salaire réel moyen a eu tendance à augmenter plus vite que dans la moyenne des pays européens depuis 20 ans ; cette pression à la hausse des salaires a été confortée récemment par le faible niveau du chômage. Le poids de l'Etat-Providence reste important. Les politiques monétaires sont devenues plus efficaces, avec le poids élevé de la dette des ménages à taux variables. Les régulations keynésiennes persistent malgré les réformes des années 1980. Elles ont permis récemment d'endiguer les conséquences de l'instabilité financière sur l'économie réelle. Cependant, il n'est pas certain que cette efficacité se maintiendra toujours. Le dégonflement des bulles spéculatives dans l'immobilier est dangereux s'il met à jour un excédent de constructions, qui peut entraîner un long marasme dans le secteur du bâtiment. D'autre part, l'économie anglaise, qui est très ouverte sur l'extérieur, peut être très vulnérable à des variations imprévues du taux de change, qui obligerait à affecter la politique monétaire à la stabilisation de la livre, au détriment des équilibres internes.

Sources statistiques

L'essentiel des séries longues relatives à l'économie du Royaume-Uni est rassemblé dans deux ouvrages, celui de Feinstein (1976) qui donne des comptes nationaux rétrospectifs, remontant à l'année 1855 pour l'output et le revenu, et à 1870 pour les composantes de la dépense, et celui de Mitchell (1988), qui donne les séries que l'on trouve habituellement dans les *Annuaire Statistiques Nationaux*, en remontant aux débuts du XIX^e siècle, parfois plus loin dans le passé. Nous avons repris, pour l'essentiel les séries de comptes nationaux de Feinstein (1976) pour les années 1870 à 1965 ; pour les investissements intérieurs et extérieurs d'avant 1914, nous avons repris les séries de Feinstein et Pollard (1988), qui sont plus récentes. De 1965 à 2001, l'ensemble de ces données a été prolongé avec les comptes nationaux publiés par l'OCDE. Une difficulté importante est venue du fait que le taux d'épargne des ménages a fait l'objet d'estimations différentes pour les mêmes années dans les publications successives de l'OCDE. C'est pourquoi nous avons finalement retenu les séries de Revenu Disponible Brut et de Consommation des ménages publiées dans « *Economic Trends Annual Supplement* » qui portent sur les années 1948 à 2001.

-pour la balance des paiements on dispose des séries de Mitchell (1988) pour les années 1870 à 1938. Mais pour les années postérieures à 1950, il existe des divergences considérables entre les séries du CSO, du FMI et de l'Ocde dans l'estimation du solde des paiements courants ; à titre provisoire, on a retenu les séries successives de l'Ocde qui présentaient le moins de ruptures.

-évaluation de l'endettement intérieur privé

Nous ne connaissons pas de série longue donnant l'endettement des entreprises et des ménages. En revanche, il est possible d'obtenir une série d'en-cours de crédit des intermédiaires financiers (IF) au secteur privé résident non-financier. L'ouvrage de D. Sheppard (1971) donne en effet des séries relatives aux principaux postes des bilans des différentes catégories d'IF qui couvrent les années 1891 à 1966 ; il donne aussi deux séries d'en-cours total de crédits au secteur privé résident non-financier. Pour les années 1950 à 1966, nous avons confronté les séries d'en-cours de crédit de Sheppard avec celles du FMI (*Statistiques Financières Internationales* de 1980) : pour les banques et pour les Sociétés mutuelles de construction, elles sont très proches. Malheureusement, la série de crédit des banques au secteur privé du FMI connaît de fréquentes ruptures à partir de 1969, et la série relative aux Sociétés mutuelles de construction s'arrête en 1974. C'est pourquoi nous avons repris aussi les séries de l'*Annuaire Statistique Officiel du Royaume-Uni* (*Annual Abstract of Statistics*). Finalement, la série d'en-cours de crédit des banques au secteur privé résident non-financier est celle de Sheppard de 1891 à 1938, du FMI de 1951 à 1969, de l'*Annuaire* de 1970 à 1997 ; pour la série de crédit des Sociétés de construction, nous avons repris les données de Sheppard de 1891 à 1938, celles du FMI de 1951 à 1973, et celles de l'*Annuaire* de 1974 à 1997. Pour l'épargne postale, pour les caisses d'épargne privée et pour les compagnies d'assurance, il est plus difficile de trouver des séries suffisamment homogènes ; comme ces institutions font surtout des crédits aux administrations, elle n'ont pas été incluses dans la série de crédit au secteur privé, qui est donc l'addition des crédits de l'ensemble des banques et des Sociétés mutuelles de construction.

Les séries d'endettement des ménages, d'actifs financiers et d'actifs non financiers ont été empruntées à C. Houizot et alii (*Revue de l'OFCE* n° 73, avril 2000), et à *Perspectives Économiques* de l'OCDE, juin 1995 et juin 2003

Bibliographie

Aglietta M. (2001), « *Macroéconomie financière* », La Découverte, tome 1

- Aldcroft D. et Fearon D. ed. (1972), « *British Economic Fluctuations, 1790-1939* », Mc Millan
- Aldcroft D. et Richardson H.(1969), « *The British Economy 1870-1939* », 1969
- Annual Abstract of Statistics*, années 1970, 1975, 1980, 1985, 1990, 1999
- Ambrosi C., Baleste M., Tacel M., (1980), « *Economie contemporaine 1929-1960* », Delagrave
- Artus P. (2002), « Entrée du Royaume-Uni dans la zone euro », *Economie Internationale*, 3^o trimestre, p. 145-174
- Barou Y.(1976), « L'économie britannique en crise, 1949-1974 » , *Statistiques et Études Financières, série orange*, n° 24
- Barou Y.(1978), « Une fresque sectorielle de l'économie britannique », *Statistique et Etudes Financières, série orange*, n°33
- Barou Y. (1978), « *L'économie britannique ; difficultés et renouveau* », Notes et Études Documentaires
- Barou Y. et Keizer B. (1984), « *Les grandes économies* », Le Seuil
- Benassy J.P., Boyer R., Gelpi R.M. (1979), « Régulation des économies capitalistes et inflation », *Revue économique*, p. 397-441
- Bean C. et Crafts N. (1996), « British Economic Growth since 1945 : Relative Economic Decline and Renaissance ? » in N. Crafts et G . Toniolo, « *Economic Growth in Europe since 1945* », Cambridge U.P., p. 131-172
- Boltho A. (1982), « *The European Economy Growth and Crisis* », Oxford U.P.
- Bronfenbrenner M. (1969) ed., « *Is the Business Cycle Obsolete ?* », John Wiley and Sons
- Born K. (1977), « Geld und Banken in 19. und 20. Jahrhundert », Alfred Kröner
- BRI (1993), « Rapport Annuel de la Banque des Réglements Internationaux »
- Cairncross A. (1953), « *Home and Foreign Investment 1870-1913* » Cambridge U.P.
- Bosserelle E. (1994), « *Le cycle Kondratieff. Théories et controverses* », Masson
- Bosserelle E. (2001), « Le cycle Kondratieff : mythe ou réalité », *Futuribles*, n°267, septembre, p. 63-78
- Cairncross A. (1981) , « The Postwar Years 1945-1977 », R. Floud et D. Mc Closkey, « *The Economic History of Britain since 1700* », tome 2, Cambridge U.P.
- Cairncross A. (1994), « Economic Policy and Performance 1964-1992 », in R. Floud et D. Mc Closkey, op. cit., vol 3
- Coppock D. (1972), « The causes of Business Fluctuations », in Aldcroft et Fearon, op. cit.
- Dalsgaard T., Elmeskov J., et Park C.(2002), « Ongoing Changes in the Business and Causes », *Ocde Economic Department Working Paper*, janvier 2002, n° 315
- De Cecco M. (1974), « *Money and Empire ; the International Gold Standard 1890-1914* », Oxford
- Farnetti R. (1994), « *L'économie britannique de 1873 à nos jours* », Armand Colin
- Feinstein C. (1976), « *Statistical Tables of National Income, Expenditure and Output* », Cambridge U.P.
- Feinstein C. et Pollard S. (1988), « *Studies in Capital Formation of the United Kingdom, 1750-1920* », Clarendon Press
- Floud R. et Mc Closkey D. (1981, 1994) ed.,« *The Economic History of Britain since 1700* », vol. 2, « 1860 to the 1970s », Cambridge U.P. , 1981 ; vol. 3, « 1939-1992 », Cambridge U.P., 1994
- Ford A.(1971), « British Investment in Argentine and Long Swings, 1880-1914 », *Journal of Economic History*, p. 650-663
- Ford A. (1981), « The Trade Cycle in Britain 1860-1914 », in Floud et Mc Closkey op. cit.
- Girard M. (1999), « Avantages d'une cible d'inflation : le cas du Royaume-Uni », *Lettre de conjoncture de la BNP*, septembre
- Gordon R. (1986), « *The American Business Cycle, Continuity and Change* », Chicago U.P.
- Grubb D., Jackman R., Layard R. (1983), « Wage Rigidity and Unemployment in OCDE »,

European Economic Review, p. 11-39

Guillaume A. et Esposito M.C. (1993), « *Londres, histoire d'une place financière* », PUF

Harley K. (1978), « Western Settlement and the Price of Wheat, 1872-1913 », *Journal of Economic History*, 1978, p. 865-878

Harley K. (1980), « Transportation, the World Wheat Trade, and the Kuznets Cycle, 1850-1913 », *Explorations in Economic History*, p. 218-250

Helliwell J. (1988), « Comparative Macroeconomics of Stagflation », *Journal of Economic Literature*, p. 1-28

INSEE (2002), « Les facteurs explicatifs de la vigueur de la consommation britannique ces cinq dernières années », *Note de conjoncture internationale*, octobre 2002

Kindleberger C. (1978), « *Manias, Panics, and Krashes ; an History of Financial Crises* », Mc Millan

Klau F. et Mittelstädt A. (1986), « Flexibilité du marché du travail », *Revue économique de l'OCDE*, p. 7-51

Kuznets S. (1930), « *Secular Movements in Production and Prices, their Nature and their Bearing upon Cyclical Fluctuation* », Boston

Lefresne F. (1998) « Les paradoxes de la politique de l'emploi au Royaume-Uni », in J.C. Barbier et J. Gautié, « *Les politiques de l'emploi en Europe et aux Etats-Unis* », PUF, Cahiers du Centre d'Etudes de l'Emploi

Matthews R. (1969), « Postwar Business Cycle in the United Kingdom », in M. Bronfenbrenner op. cit.

Matthews R. (1972), « The Trade Cycle in Britain, 1790-1850 », in Aldcroft et Fearon, op. cit.

Matthews R., Feinstein C., Odling-Smee J. (1982), « *British Economic Growth* », Clarendon Press, 1982

Mazier J. (1999), « *Les grandes économies européennes* », La Découverte

Micolet P. (1998), « Positionnement conjoncturel du Royaume-Uni et de l'UEM », *Revue de l'OFCE*, n° 66, p. 127-169

Milward R., « Industrial and Commercial Performance since 1950 », in R. Floud et D. Mc Closkey, op. cit. vol. 3

Mitchell B.R. (1962), « *British Historical Statistics* », Cambridge U.P

Mitchell B.R. (1988), « *British Historical Statistics* », Cambridge U.P.

Morgenstern O. (1959), « *International Financial Transactions and Business Cycles* », Princeton U.P.

OCDE, « *Etudes par pays Royaume-Uni* », années 1982, 1987, 1991, 2002

OCDE, « *Perspectives Économiques* », années variées

Pesmazoglu J.S. (1949-1950), « Some International Aspects of British Cyclical Fluctuations 1870-1913 », *Review of Economic Studies*, p. 117-146

Richès V. (1992), « *L'économie britannique depuis 1945* », La Découverte

Rifflart C. (1995), « Cycle immobilier et politique du logement : comparaison internationale et étude du cas britannique », *Revue de l'OFCE*, n° 52, janvier 1995

Romer C. (1999), « Changes in Business : Evidence and Explanation », *Journal of Economic Perspectives*, Spring, vol 13 n°2 p.23-44

Sheppard D. (1971), « *The Growth and Role of UK Financial Institutions 18280-1962* », Methuen

Supple B., « British Economic Decline since 1945 », in R. Floud et D. mc Closkey, op. cit., vol 3

Surrey M. (1982), « United Kingdom », in A. Boltho op. cit.

Thomas B. (1973), « *Migration and Economic Growth ; a Study of Great Britain and the Atlantic Economy* », Cambridge U.P.

Tomlinson J., (1994), « British Economic Policy since 1945 », in R. Floud et D. Mc Closkey, op. cit.

vol 3

Tse Chung Chang,(1951) « *Cyclical Movements in the balance of Payments* », Cambridge U.P.

Vaiss P. (1996), « *Histoire économique et sociale dela Grande-Bretagne de 1945 à nos jours* », Armand Colin

Vidal J.F. (1993), « L'investissement international, le cycle de Kuznets et la grande dépression dela fin du XIXe siècle », *Études et Documents*, V, Comité pour l'histoire économique et financière de la France.

Vidal J.F.,(2000) « *Dépression et retour de la prospérité* », L'Harmattan

Vidal J.F. (2001), « Sorties de crise et changements institutionnels : le cas des années 1873-1896 », *La lettre de la Régulation*, mars, n° 36

Zarnowitz V. (1992), « *Business Cycles, Theory, History, Indicators and Forecasting* », Chicago U.P.