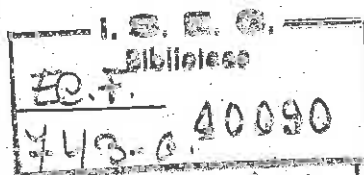




*Cours en grande
briquet pour - Prof. Remy
Séance pour en venir à bout
Muy-ch. Abreu
M-F 1988*

UNIVERSITE DE PARIS X NANTERRE
U.F.R. DE SCIENCES ECONOMIQUES
3^e CYCLE



H6230.3 A27 1988

DIPLOMES D'ETUDES APPROFONDIES

POLITIQUE MONETAIRE ET TAUX D'INTERET DANS UNE PETITE ECONOMIE OUVERTE

par M^{lle} Margarida ABREU

SEMINAIRE DE RECHERCHE MAJEUR
ECONOMIE DU FINANCEMENT

SOUS LA DIRECTION DE MADAME LE PROFESSEUR FRANÇOISE RENVERSEZ

SESSION DE FEVRIER 1988



L'Université de Paris X Nanterre
n'entend donner aucune approbation ou improbation
aux opinions émises dans les mémoires:
ces opinions doivent être considérées comme
propres à leurs auteurs



TABLE DE MATIERES

INTRODUCTION.....	1
-------------------	---

PREMIERE PARTIE

LE POIDS DE LA CONTRAINTE EXTERIEURE ET LA DIFFICULTE D'INSTRUMENTALISATION DU TAUX D'INTERET DANS LES PETITES ECONOMIES OUVERTES.	4
---	---

SECTION I

LA CONTRAINTE DE POLITIQUE MONETAIRE QUI DECOULE DE L'ECONOMIE FINANCIERE INTERNATIONALE.	5
---	---

CHAPITRE 1

LE SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL - UNE CONTRAINTE GENERALE SUR LES POLITIQUES MONETAIRES.	6
1.1. DES CHANGES FIXES AUX CHANGES FLOTTANTS UN SYSTEME QUI DEMEURE ASSYMETRIQUE ET HIERARCHISE.	6
1.1.1. L'HERITAGE D'UNE DOUBLE ASSYMETRIE DU SYSTEME DE BRETON-WOODS.	6
1.1.2. LES CONTRAINTES DE POLITIQUE MONETAIRE QUI DECOULENT DU SYSTEME POUR LE RESTE DU MONDE.	8
1.2. LES CHANGES FLOTTANTS LEMERGENCE D'UNE ECONOMIE MONDIALE D'ENDETTEMENT QUI PRESERVE L'ASSYMETRIE FONDAMENTALE DU SYSTEME.	11

CHAPITRE 2

LES TRANSFORMATIONS DU SYSTEME FINANCIER INTERNATIONAL

UNE CONTRAINTE AGRAVEE PAR LA PERTE DE LIBERTE DANS LA GESTION DU TAUX D'INTERET.....13

2.1. LES GRANDS TRAITS DE TRANSFORMATION DU SYSTEME FINANCIER.....13

2.1.1. D'UNE INTERNALISATION CROISSANTE DANS LES ANNEES 70.....13

2.1.1.1. L'internationalisation.....13

2.1.1.2. La désintermédiation.....14

2.1.1.3. La concentration.....14

2.1.1.4. La déspecialisation.....15

2.1.2. A L'INTEGRATION DES MARCHES FINANCIERS DANS LES ANNEES 80.....15

2.1.2.1. La sécurisation.....15

2.1.2.2. L'innovation financière

nouveaux produits et nouvelles techniques.....17

2.1.2.3. La dérégulation.....19

2.1.2.4. Le développement des opérations quasi bancaires.....20

2.1.3. POUR UNE COMPREHENSION DE LA TRANSFORMATION DE LA LOGIQUE DE FONCTIONNEMENT DE LA FINANCE INTERNATIONALE.....21

2.2. UNE PERTE DE LIBERTE DANS LA GESTION DES TAUX D'INTERET.....24

2.2.1. UNE TENTATIVE D'EXPLICATION THEORIQUE.....24

2.2.1.1. Les effets d'emprise entre structures des taux d'intérêt.....25

a) L'effet d'annonce.....25

b) Les effets de flux.....26

c) Les effets de patrimoine.....26

2.2.1.2. Les liens établis par la théorie entre taux d'intérêt nationaux et étrangers.....27

a) Théorie de la parité des taux d'intérêt (ou parité des taux d'intérêt couverts).....27

b) Théorie de l'efficiencia des marchés de change (ou parité des taux d'intérêt non couverts).....	28
c) Théorie de la parité des taux d'intérêt réels.....	29
2.2.2. UNE TENTATIVE DE CONFIRMATION EMPIRIQUE.....	31
2.2.2.1. En changes fixes.....	31
a) l'effet d'emprise du taux du dollar sur le taux de l'eurodollar.....	31
b) L'effet d'emprise du taux de l'eurodollar sur le taux directeur national des différentes économies.....	34
2.2.2.2. En changes flottants.....	38
a) Une confirmation générale des dépendances?.....	39
- Analyse des effets d'emprise entre les structures des taux.....	41
- Analyse du degré d'interdépendance monétaire.....	41
b) Ou plutôt un renversement des interdépendances?.....	42
2.3. DE L'IMPOSSIBILITE D'UNE REGULATION MONETAIRE NATIONALE A UNE REGULATION MONDIALE NON COOPERATIVE.....	46
2.3.1. L'IMPOSSIBILITE D'UNE REGULATION MONETAIRE NATIONALE.....	46
2.3.2. UNE REGULATION MONETAIRE MONDIALE NON COOPERATIVE.....	47
2.3.3. QUI N'EXERCE PAS LA MEME CONTRAINTE SUR TOUTES LES ECONOMIES.....	49
- Des changes stables mais ajustables.....	50
- Une coopération monétaire entre les pays membres.....	50

SECTION II

UNE DEPENDANCE SANS CONTREPARTIE POUR LES PETITES ECONOMIES OUVERTES.....	52
---	----

CHAPITRE I

DESEQUILIBRE EXTERIEUR ET SON INFLUENCE SUR LES TAUX D'INTERET.....	53
---	----

1.1. LA MANIPULATION DU TAUX DE CHANGE POUR LE REEQUILIBRE EXTERNE ET LES REPERCUSSIONS SUR LES TAUX D'INTERET , ...	5 3
1.1.1. DE L'APPROCHE TRADITIONNELLE DES EFFETS DE MANIPULATION DU TAUX DE CHANGE A UNE ANALYSE SPECIFIQUE POUR LES PEO.....	5 4
1.1.1.1. La limitation de l'approche traditionnelle.....	5 4
1.1.1.2. La prise en considération des caractéristiques spécifiques de chaque économie.....	5 5
a) des effets différenciés selon les structures productives.....	5 5
b) L'importance de la prise en compte d'autres caractéristiques spécifiques des PEO.....	5 9
- L'endettement extérieur.....	5 9
- L'importance des marchés noirs.....	6 0
1.1.2. LE TAUX D'INTERET DANS LES POLITIQUES D'AJUSTEMENT PAR LE TAUX DE CHANGE.....	6 1
1.1.2.1. L'apport de la théorie relations macroéconomiques entre taux d'intérêt et taux de change.....	6 1
a) Les modèles keynésiens.....	6 2
b) Modèles monétaristes.....	6 4
c) Les modèles de portefeuille.....	6 5
1.1.2.2. La prise en considération des caractéristiques spécifiques des PEO.....	6 8
a) Le contrôle des mouvements de capitaux.....	6 8
- De l'impossibilité de déconnexion des taux d'intérêt en régime de contrôle des mouvements de capitaux à l'impossibilité du rééquilibre de la BP à travers le taux d'intérêt (via taux de change) en son abs.....	6 8
- Une tentative de formalisation des enjeux du contrôle des mouvements de capitaux: le modèle de Henin.....	7 0
b) L'endettement extérieur pré-existant.....	7 3

1.2. L'ENDETTEMENT EXTERIEUR ET SON INFLUENCE SUR LA STRUCTURE DES TAUX D'INTERET INTERNES.	74
1.2.1. UN EFFET D'EMPRISE ENTRE STRUCTURES DES TAUX A TRAVERS L'ENDETTEMENT EXTERIEUR.	74
1.2.2. LA PERTE D'AUTONOMIE DANS LA GESTION DES TAUX D'INTERET DUE A LA CONDITIONNALITE DE L'ENDETTEMENT EXTERIEUR.	75
1.2.2.1. La conditionnalité des prêts accordés par le FMI.	76
1.2.2.2. Les taux d'intérêt dans les "programmes de stabilisation"	77

CHAPITRE 2

PEUT-ON IDENTIFIER UN CYCLE TYPE DES TAUX D'INTERET DANS LES PEO DETERMINE PAR L'EXTERIEUR?.....	79
2.1. UNE DEPENDANCE DES TAUX EXTERNES VIA L'INDEXATION DES PRIX AU NIVEAU INTERNE.....	79
2.2. LE MODELE.	81
2.2.1. UN CYCLE ECONOMIQUE INTERNATIONAL TYPE.	81
2.2.2. LES HYPOTHESES DU MODELE.	82
2.2.3. L'IDENTIFICATION D'UN CYCLE TYPE DES TAUX D'INTERET DEPENDANT.....	83
2.2.3.1. Première phase.....	83
- Effets sectoriels.	84
2.2.3.2. Deuxième phase.....	85
- Analyse sectorielle.....	85
2.2.3.3. Troisième phase.	86
2.2.3.4. Quatrième phase.....	87

DEUXIEME PARTIE

UN DEBUT D'ETUDE SUR LA FORMATION DU TAUX D'INTERET AU PORTUGAL.....	92
---	----

INTRODUCTION.....	93
-------------------	----

SECTION I

ANALYSE DES EFFETS D'EMPRISE SUR LA STRUCTURE DES TAUX PORTUGAIS.....	96
--	----

CHAPITRE 1

ANALYSE DE LA CONVERGENCE ENTRE LES TAUX PORTUGAIS ET ETRANGERS.....	97
---	----

1.1 ANALYSE DU DEGRE DE CONVERGENCE DES TAUX COURTS.....	97
1.1.1. TAUX D'INTERET NOMINAL A TROIS MOIS.....	97
1.1.1.1. Analyse pour l'ensemble de la période (1976: 1 à 1987: 2).....	97
1.1.1.2. Analyse de l'influence du SME.....	100
1.1.1.3. Analyse dans les années plus récentes (1984: 1 à 1987: 2).....	102
1.1.1.4. Brève comparaison avec l'Espagne.....	103
1.1.2. TAUX D'INTERET REEL A TROIS MOIS.....	105
1.1.2.1. Analyse pour l'ensemble de la période (1976:1 à 1987:2).....	105
1.1.2.2. Analyse de l'influence du SME.....	108
1.1.2.3. Analyse dans les années plus récentes (1984: 1 à 1987: 2).....	109
1.1.2.4. Brève comparaison avec l'Espagne.....	110
1.2. SUR LES TAUX LONGS.....	112
1.2.1. RENDEMENTS NOMINAUX DES TITRES PUBLICS A LONG TERME.....	113
1.2.2. RENDEMENT REEL DES TITRES PUBLICS A LONG TERME.....	115

CHAPITRE 2

ANALYSE DES EFFETS DE CAUSALITE.....	117
2.1. ANALYSE DES EFFETS D'EMPRISE RETARDES.....	117
2.1.1. SUR LES TAUX COURTS.....	117
2.1.1.1. Taux d'intérêt nominaux à trois mois.....	117
2.1.1.2. Taux d'intérêt réels à trois mois.....	119
2.1.2. SUR LES TAUX LONGS.....	119
2.1.2.1. Rendement nominal des titres publics à un an.....	119
2.1.2.2. Rendement réel des titres publics à un an.....	120
2.2. ANALYSE DES RESULTATS OBTENUS POUR LES TESTS DE CAUSALITE DE SARGENT.....	121
2.2.1. SUR LES TAUX REELS.....	121
2.2.1.1. Taux d'intérêt réels à trois mois.....	122
2.2.1.2. Rendements réel des titres publics à un an.....	122
2.2.2. SUR LES TAUX NOMINAUX.....	123

CHAPITRE 3

ANALYSE DE L'EFFICIENCE DU MARCHE DES CHANGES ET DE LA PARFAITE SUBSTITUABILITE ENTRE LES DEVISES.....	125
--	-----

SECTION II

UNE BREVE TENTATIVE D'IDENTIFICATION D'UN COMPORTEMENT "TYPE" DES PETITES ECONOMIES OUVERTES.....	128
---	-----

CHAPITRE 1

L'INFLUENCE SUR LES TAUX D'INTERET DES ACCORDS DE STABILISATION AVEC LE FMI.....	129
---	-----

CHAPITRE 2

UNE PERTE DE LIBERTE DANS LA GESTION DES TAUX D'INTERETS PAR L'AFFECTATION DU TAUX DE CHANGE AU BESOIN DE REEQUILIBRE EXTERIEUR.....	134
UNE BREVE CONCLUSION A PROPOS DE LA CONTRAINTE EXTERNE SUR LA GESTION DES TAUX D'INTERET AU PORTUGAL.....	138

SECTION II:

UNE BREVE TENTATIVE D'IDENTIFICATION D'UN COMPORTEMENT "TYPE" DES PETITES ECONOMIES OUVERTES.....	128
---	-----

CHAPITRE 1

L'INFLUENCE SUR LES TAUX D'INTERET DES ACCORDS DE STABILISATION AVEC LE FMI.....	129
---	-----

CHAPITRE 2

UNE PERTE DE LIBERTE DANS LA GESTION DES TAUX D'INTERETS PAR L'AFFECTATION DU TAUX DE CHANGE AU BESOIN DE REEQUILIBRE EXTERIEUR.....	134
UNE BREVE CONCLUSION A PROPOS DE LA CONTRAINTE EXTERNE SUR LA GESTION DES TAUX D'INTERET AU PORTUGAL.....	138

ANNEXE I : QUELQUES TRAVAUX DE GALY

ANNEXE II : BASE DE DONNEES DES TESTS EMPIRIQUES EFFECTUES
POUR LE PORTUGAL

ANNEXE III: APPLICATION DES TESTS DE CAUSALITE AU TAUX
D'INTERET A TROIS MOIS ET TAUX DE RENDEMENT DES TITRES DE
LA DETTE PUBLIQUE A UN AN.

ANNEXE IV: TESTS DE L'EFFICIENCE DU MARCHE DE CHANGES ET DE
LA PARFAITE SUBSTITUABILITE DES ACTIFS ENTRE DIFFERENTES
DEVISES.

BIBLIOGRAPHIE.

INTRODUCTION

L'étude présentée prétend analyser la formation et le rôle des taux d'intérêt comme instrument de la Politique Monétaire dans les Petites Economies Ouvertes.

Dire qu' aucun pays ne peut se considérer comme indépendant vis-à-vis de l'extérieur, est un fait pleinement reconnu de nos jours. Les économies deviennent de plus en plus interconnectées et vulnérables aux chocs externes, augmentant la vitesse de transmission internationale des déséquilibres.

Cette interdépendance profonde n'est cependant pas résorbée d'une forme coopérative pour tous les pays. Au niveau de la Politique Monétaire, elle se traduit plutôt par une indépendance des Etats-Unis et par l'émergence d'une contrainte extérieure pesant sur les autorités monétaires de tous les autres pays.

La raison profonde de cette interdépendance à répercussions asymétriques doit, à notre avis, être recherchée dans les caractéristiques mêmes du Système Monétaire International. En effet, en dépit du passage de changes fixes à changes flexibles, le SMI, toujours centré sur le dollar, a gardé son asymétrie fondamentale et a continué à générer des contraintes sur tous les pays autres que les Etats-Unis.

Les développements récents de la finance internationale n'ont fait qu'augmenter cette interdépendance à répercussions asymétriques. Au niveau de la Politique Monétaire, ces développements se traduisent par une contrainte aggravée par la perte de liberté dans la gestion des taux d'intérêt, du fait de l'impossibilité de déconnecter les taux internes des taux internationaux.

La considération à la fois, de l'asymétrie profonde du SMI et des transformations récentes de la finance internationale, nous permet de comprendre comment, un seul pays à monnaie de réserve, les Etats-Unis, conduisant sa Politique Monétaire en stricte fonction d'objectifs macroéconomiques internes, détermine l'évolution des taux d'intérêt dans le monde.

Cet effet de domination des Etats-Unis se manifeste à travers une chaîne de phénomènes d'emprise entre structures de taux d'intérêt qui s'exercent d'abord, des taux américains sur les taux de l'euromarché, puis, de ceux-ci sur les taux directeurs internes de chaque économie.

Cette contrainte de Politique Monétaire qui pèse sur toutes les économies autres que les Etats-Unis, est encore plus lourde pour les Petites Economies Ouvertes.

En fait, si les moyennes économies ont pu, du fait de leur poids dans les rapports de force internationaux, ou par des formes de coopérations régionales, affaiblir cette contrainte extérieure, pour les Petites Economies Ouvertes - suffisamment petites pour ne pas influencer les équilibres/déséquilibres internationaux, mais suffisamment ouvertes pour en recevoir l'influence - cette régulation monétaire internationale non coopérative s'est traduite par une dépendance sans contrepartie.

Elles subissent, non seulement les mêmes contraintes de Politique Monétaire que les moyennes économies (si elles sont ouvertes aux mouvements de capitaux), mais en plus une contrainte aggravée par leur déséquilibre extérieur, laquelle découle de la propre logique de fonctionnement de la finance internationale.

La perte d'autonomie de la Politique Monétaire, en générale, et de la gestion des taux d'intérêt, en particulier, prennent, donc, des formes supplémentaires pour les Petites Economies Ouvertes. Cette perte d'autonomie de la gestion des taux d'intérêt se manifeste, soit par le besoin d'affecter les taux d'intérêt au déséquilibre des comptes extérieurs, soit par un prolongement des effets d'emprise entre structures de taux du fait de l'endettement extérieur, soit encore par la formation à l'intérieur d'un cycle des taux d'intérêt déterminé par l'extérieur.

Le schéma adopté pour l'exposition de ce travail suit de très près cette logique de raisonnement. Ainsi, on commencera dans la première section par expliciter la contrainte de Politique Monétaire s'exerçant sur toutes les économies, laquelle découle des caractéristiques intrinsèques du Système Monétaire et Financier International. Identifiée dans un premier chapitre comme une contrainte générale qui découle des asymétries fondamentales du SMI, elle sera ensuite développée, au chapitre 2, par la démonstration de l'impossibilité de déconnexion des taux d'intérêt, du fait des transformations récentes du Système Financier International.

Dans la section 2, on essayera d'analyser les formes particulières que cette contrainte prend pour les Petites Economies Ouvertes. Toujours centrés sur l'analyse de la perte d'autonomie dans la gestion des taux d'intérêt, on étudiera, dans un premier chapitre, comment celle-ci se manifeste par le

besoin d'affecter le taux d'intérêt au rééquilibrage des comptes extérieurs. Un deuxième chapitre sera consacré à l'analyse des effets d'emprise supplémentaires qui se manifestent, soit directement par la conditionnalité de l'endettement international, soit indirectement par le besoin de répercuter au niveau interne la charge de la dette extérieure. Enfin, un troisième chapitre analysera comment cette perte de liberté peut se traduire dans l'essor d'un cycle type des taux d'intérêt à l'intérieur du pays, lequel tout en étant déterminé par l'extérieur, détermine une évolution des taux d'intérêt qui peut ne pas aller en phase avec ceux des marchés internationaux.

L'analyse du rôle des taux d'intérêt au Portugal, en tant qu'instrument pour une Politique Monétaire autonome, fera l'objet de la deuxième partie. Celle-ci, qui ne doit être considérée que comme une étude préliminaire de la contrainte qui pèse sur les autorités monétaires dans la gestion des taux d'intérêt, se divise en deux sections. On essayera dans la première section de discuter l'existence de phénomènes d'emprise s'exerçant sur les taux d'intérêt portugais, à travers l'analyse d'une batterie de tests effectués pour le Portugal. On s'efforcera dans une deuxième section d'identifier le comportement des taux d'intérêt, comme un comportement typique des Petites Economies Ouvertes.



PREMIERE PARTIE :

**LE POIDS DE LA CONTRAINTE EXTERIEURE ET LA DIFFICULTE
D'INSTRUMENTALISATION DU TAUX D'INTERET DANS LES
PETITES ECONOMIES OUVERTES.**

SECTION I :

**LA CONTRAINTE DE POLITIQUE MONETAIRE QUI DECOULE DE
L'ECONOMIE FINANCIERE INTERNATIONALE.**

CHAPITRE 1: LE SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL - UNE CONTRAINTE GENERALE SUR LES POLITIQUES MONETAIRES.

1.1. DES CHANGES FIXES AUX CHANGES FLOTTANTS : UN SYSTEME QUI DEMEURE ASSYMETRIQUE ET HIERARCHISE.

Il s'agit dans cette partie d'analyser l'influence du Système Monétaire International (S.M.I.) qui demeure toujours centré sur le dollar, sur l'autonomie monétaire de tous les pays autres que les Etats-Unis.

La perspective adoptée est que le système où le dollar bénéficie d'un rôle central, en évitant aux Etats-Unis toute contrainte de changes ou de formation des réserves, exerce une véritable contrainte sur les autorités monétaire de tous les autres pays, déterminant une perte d'autonomie de leurs Politiques Monétaires.

Les raisons profondes de cette dépendance non réciproque doivent, dans notre perspective, être recherchées dans les asymétries fondamentales du système, qui ne se sont pas modifiées, en dépit du passage des changes fixes aux changes flottants.

Il ne s'agit donc pas ici, d'une analyse spécifique pour les petites économies ouvertes, mais plutôt de profiler le cadre dans lequel elles s'insèrent.

1.1.1. L'HERITAGE D'UNE DOUBLE ASSYMETRIE DU SYSTEME DE BRETON-WOODS.

Si Bretton-Woods reflète l'hégémonie des Etats-Unis de l'après guerre, il y avait, tout de même, un certain consensus entre les pays industrialisés sur l'échec économique de l'entre deux guerres et sur les objectifs majeurs à poursuivre. Tous étaient d'accord pour dire que, l'échec économique était dû d'abord aux problèmes monétaires internationaux et que ces problèmes découlaient fondamentalement de l'instabilité des taux de changes¹. L'objectif majeur était alors de mettre sur pied un système de changes fixes, ne reposant pas, comme au XIX^{ème} siècle, sur le recours constant à la déflation chez les

¹ Denizet, Le Dollar, Paris, Pluriel, 1985.

pays débiteurs, et de reconstruire un système permettant le redressement des économies européennes, étant données les transformations socio-économiques de l'entre deux guerres, c'est-à-dire avec des Etats-Nations qui se préoccupent plutôt aux objectifs macro-économiques internes².

Les accords de Bretton-Woods viennent donc répondre à ces objectifs, fondés sur quelques points fondamentaux:

- l'établissement des parités fixes de toutes les devises envers le dollar (flexibles dans une certaine marge);
- le dollar étant convertible en or à une parité fixe;
- la création d'une institution permanente supranationale;
- le contrôle des mouvements de capitaux.

Ceux-ci définissaient, apparemment un cadre général qui ne privilégiait aucune monnaie. On était dans un régime de changes fixes, sans hiérarchie, sans monnaie-étalon, où toutes les banques centrales (y comprise celle des Etats-Unis) sont sur un pied d'égalité, c'est-à-dire où les coûts d'ajustement sont partagés par tous.

Cependant, il y avait une clause d'exception des accords de B.W., qui laissait la porte ouverte à un système de devises-clés³: "les pays dont les autorités monétaires, pour le règlement des transactions internationales, achètent et vendent librement l'or au cour correspondant à la parité plus ou moins une marge déclarée par le Fond" sont dispensés d'intervenir pour le maintien de la parité de leur monnaie vis-à-vis des autres devises.

A partir du moment où les Etats-Unis se sont engagés à acheter et à vendre de l'or contre des dollars à toutes Banques Centrales qui en ferait la demande (ce qui est arrivé en 1947), ils étaient dispensés d'intervenir sur le marché de change. Ceci créait une asymétrie entre les Etats-Unis et les autres pays membres du Fond, et transformait le système de Bretton-Woods dans un système où l'étalon était le dollar, et faisait de Bretton-Woods un système, à nouveau, partiellement fondé sur l'or.

On peut dire, en d'autres termes, que Bretton-Woods explicitait au préalable la hiérarchie entre le dollar et les autres devises: seul le dollar était convertible en or, les autres devises déclaraient leur parité en or ou en dollars.

Le problème du même degré de liberté était donc résolu par la définition du dollar comme unité de compte internationale. Les (n-1) parités des autres

² Aglietta, M., La fin des devises-clés: essai sur la monnaie internationale, Paris, Ed. de la Découverte, 1986.

³ Denizet, Le Dollar, Paris, Pluriel, 1985.

devises contre le dollar déterminaient les parités croisées. Le dernier degré de liberté était absorbé par l'indifférence des Etats-Unis à l'égard du taux de change.

Le système était cependant cohérent. La primauté des objectifs nationaux déterminait des divergences de Balance Courante. Comme les mouvements des capitaux à court terme autorisés n'avaient pas pour rôle le financement des déséquilibres, le financement temporaire passait alors par la variation des engagements à vue et à court terme des Etats-Unis à l'égard des institutions officielles étrangères, engagements qui sont devenus la source même de la liquidité internationale. "La monnaie internationale est fondée ici par l'émission, en direction de l'étranger, de la propre dette de l'économie américaine"⁴. La convertibilité-or bouclait logiquement le système, en soumettant les réserves officielles en dollar à l'épreuve de la confiance des Banques Centrales qui les détenaient.

Mais, si le système était cohérent, il était simultanément fragile. Aucun dispositif n'était prévu pour assurer un approvisionnement en moyens de paiements internationaux, en réserves des banques centrales, et aucun lien n'était établi entre les besoins et l'offre de liquidité. L'absence d'un mécanisme régulateur des moyens de paiements internationaux, aboutit dans la pratique, à ce que les sources de liquidité internationale soient constituées par les dollars du déficit de la balance de paiements américaine.

En conclusion, à défaut d'un processus de rééquilibrage entre les besoins de liquidité internationale et la variation de l'offre, la hiérarchie se traduit par une double assymétrie: absence de toute responsabilité des Etats-Unis à l'égard des deux processus fondamentaux de la régulation monétaire, à savoir, l'ajustement et la liquidité.

1.1.2. LES CONTRAINTES DE POLITIQUE MONETAIRE QUI DECOULENT DU SYSTEME POUR LE RESTE DU MONDE.

C'est cette même absence de processus d'adaptation de l'offre de liquidité internationale aux besoins qui constitue la raison de l'assymétrie des interdépendances des Politiques Monétaires. Celle-ci n'est qu'une autre façon d'analyser l'assymétrie dans la distribution des coûts d'ajustement et de liquidité précédemment décrite.

⁴ Aglietta, M., 1986, *op. cit.*

Le S.M.I. centré exclusivement sur le dollar, provoque une perte d'autonomie des politiques monétaires menées dans les pays autres que les Etats-Unis. Le rôle central du dollar dans le système, évitant aux Etats-Unis toute contrainte de changes ou de formation des réserves, fausse en effet le mécanisme de compensation internationale des déséquilibres nationaux, découlant de la primauté donnée aux objectifs nationaux.

Les déséquilibres des paiements internationaux produisent à l'échelle mondiale un effet monétaire net, qui résulte des contraintes pesant sur les banques centrales en dehors des Etats-Unis et non pas de politiques monétaires délibérées⁵.

Nous avons vu que, toute l'alimentation en liquidité du système dépendait de deux facteurs: des dollars libérés à travers le déficit de la balance de paiements des Etats-Unis et de la confiance des autres banques centrales sur ses réserves en dollars. Du moment que les banques centrales acceptent de détenir leurs réserves de change en dépôts non rémunérés auprès des banques de réserves fédérale des Etats-Unis, les interventions n'auraient pas d'incidence monétaire globale, car l'augmentation de la base monétaire à l'étranger serait compensée par une diminution équivalente de la base monétaire aux Etats-Unis.

Mais les banques centrales étrangères ont intérêt à valoriser leurs actifs; elles convertissent leurs dépôts en actifs rémunérateurs. Ces titres vendus par des résidents américains non financiers, augmentent les dépôts aux Etats-Unis. Cette augmentation des dépôts a pour contrepartie une augmentation des réserves dans le bilan consolidé du système bancaire, ce qui reconstitue la base monétaire aux Etats-Unis à son niveau initial⁶.

L'effet global de l'intervention des banques centrales est donc asymétrique. La base monétaire est maintenue constante dans le système américain qui est complètement insensible aux règles du S.M.I, tandis qu'elle croît dans le Reste du Monde. La masse monétaire dans le monde hors Etats-Unis varie en fonction des réserves en dollars, mais par contre, l'augmentation des liquidités internationales hors Etats-Unis n'a aucun effet de rétroaction sur les Etats-Unis où la masse monétaire reste inchangée⁷.

⁵ Aglietta, M. et V. Coudert, Formation d'une conjuncture mondiale et transmission monétaire de l'inflation - la persistance des asymétries dans le système monétaire international, *Economie Prospective Internationale*, n° 20, 4^{ème} trimestre de 1984.

⁶ L'analyse des repercussions d'un achat de bons du trésor d'une banque étrangère aux EU est développée dans Aglietta, M. et V. Coudert, *op. cit.*

⁷ Aglietta et Coudert, *op. cit.*

Il en résulte une perte de liberté dans la conduite de la Politique Monétaire dans tous les pays en dehors des Etats-Unis. En effet, la poursuite des objectifs nationaux est limitée par une contrainte extérieure, car les agrégats monétaires se modifient (par suite de la modification de la base monétaire) indépendamment de la volonté des autorités nationales, ceci résultant du fait que, aux Etats-Unis, la politique monétaire est déterminée exclusivement par des objectifs internes et influence la variation de la base monétaire dans le monde.

Les années 60, marquées par la libéralisation des mouvements de capitaux, l'essor du marché de l'eurodollar et une intégration financière internationale croissante, ont encore accru cette interdépendance asymétrique des politiques monétaires. La contrainte monétaire des balances de paiements, qui avait son support dans le contrôle des mouvements de capitaux, est devenue plus faible. La constitution et le développement du marché de l'eurodollar ainsi que les mouvements spéculatifs ont potentialisé les déséquilibres et obligé les banques centrales du Reste du Monde à une intervention accrue, due au régime de changes fixes existants.

1.2. LES CHANGES FLOTTANTS: L'EMERGENCE D'UNE ECONOMIE MONDIALE D'ENDETTEMENT QUI PRESERVE L'ASSYMETRIE FONDAMENTALE DU SYSTEME.

La déclaration d'inconvertibilité du dollar en 1971 et l'essor du régime de changes flottants qui s'est suivi, n'ont pas modifié le problème dans son essence. Le dollar persistait comme le principal instrument international de paiement et le système conservait son assymétrie fondamentale, même si le processus de transmission des déséquilibres et par la suite, l'interdépendance des politiques monétaires dans le monde hors Etats-Unis, prennent de nouvelles formes.

L'abandon de facto de la convertibilité-or a eu, comme principal résultat, l'essor d'une économie internationale, dont la caractéristique principale est l'augmentation des moyens de paiements internationaux sans relation avec la balance de base des Etats-Unis et qui échappe au contrôle des banques centrales.

Le crédit international en dollars devient un facteur d'expansion de la liquidité internationale qui échappe au contrôle des banques centrales. La création internationale de liquidité n'est plus seulement un processus dépendant des choix discrétionnaires des Etats-Unis, mais aussi du financement en dollars par le système bancaire international, de n'importe quelle partie du monde.

On ne peut plus parler de transmission univoque de la conjoncture américaine, mais plutôt de la formation d'une conjoncture mondiale par l'intégration financière. Si la dépendance des politiques monétaires dans le monde hors Etats-Unis se poursuit (ou même augmente), le processus qui le détermine est différent. L'instabilité face à l'évolution du dollar et, en particulier, l'anticipation de dévaluation du dollar, provoque deux types de phénomènes:

- d'une part, une augmentation de l'endettement en dollars, parce que l'on croit qu'il sera moins cher;
- d'autre part, une substitution dans les portefeuilles des agents au détriment des actifs en dollars, c'est-à-dire une augmentation de la demande d'actifs en d'autres devises.

L'augmentation de l'endettement en dollars, comme les eurobanques prêtent sans avoir la contrainte des coefficients des réserves obligatoires, se traduit par une augmentation du crédit international, qui ne connaît pour

limite que la propre demande⁸, ce qui provoque une augmentation de la liquidité internationale échappant au contrôle des banques centrales.

La substitution dans les portefeuilles des agents au détriment du dollar renforce cette pression inflationniste, obligeant les banques centrales dans le monde à intervenir sur le marché des changes, en rachetant pour satisfaire l'augmentation de la demande en monnaie nationale et donc, en renforçant le processus inflationniste.

En conclusion, en changes fixes comme en changes flottants, le résultat global est une augmentation de la masse monétaire dans le monde hors Etats-Unis laquelle, par contre, n'a aucun effet de rétroaction sur les Etats-Unis eux-mêmes.

Le S.M.I., toujours centré sur le dollar, s'est traduit par une interdépendance assymétrique des politiques monétaires dans le monde, c'est-à-dire par une perte de liberté pour les autorités monétaires de tous les pays hors Etats-Unis. "L'autonomie des politiques économiques domestiques qui était escomptée comme un bienfait du flottement s'est révélée en même temps illusoire pour la plupart des pays, surtout de taille moyenne et petite, et deresponsabilisante pour les plus grands"⁹.

L'argumentation en faveur du libre flottement des taux de changes, fortement inspirée dans le modèle de Mundell-Fleming qui soutenait que, alors que le flottement du taux de change garantissait l'équilibre des paiements extérieurs, les politiques monétaire et budgétaire étaient libres pour la poursuite d'objectifs internes et qu'on gagnait ainsi un degré de liberté avec le flottement, s'est avérée fatale. Si l'on excepte les Etats-Unis, la conséquence a été plutôt le caractère restrictif des politiques monétaires¹⁰.

⁸ Comme le rappelle H. Bourguinat dans "commentaires sur l'étude d'Artus" en "Le système international face aux déséquilibres", Paris, Economica, 1982, p.42, "il convient en effet de ne pas oublier que, par rapport au système bancaire domestique dont l'expansion est toujours susceptible d'être contenue par le contrôle de la base monétaire et par les variations des obligations de réserve, les euro-marchés ne connaissent pas ce type de limitation".

⁹ Lebègue, Daniel, Pour une réforme du S.M.I.- Les impératifs de la reconstruction du Système, Economie Prospective Internationale, CEPII, 4^{ème} trimestre 1985. n° 24.

¹⁰ Galy, Michel, Contribution des facteurs externes à la détermination du taux d'intérêt, Cahiers Economiques et Monétaires de la Banque de France, n° 25.

CHAPITRE 2 : LES TRANSFORMATIONS DU SYSTEME FINANCIER INTERNATIONAL: UNE CONTRAINTE AGRAVEE PAR LA PERTE DE LIBERTE DANS LA GESTION DU TAUX D'INTERET.

2.1. LES GRANDS TRAITS DE TRANSFORMATION DU SYSTEME FINANCIER.

2.1.1. D'UNE INTERNALISATION CROISSANTE DANS LES ANNEES 70.

On peut résumer en quatre points les aspects les plus fondamentaux de la transformation du système financier dans les années 70: l'internationalisation, la désintermédiation, la concentration et la despécialisation.

2.1.1.1. L'internationalisation.

Le phénomène d'internationalisation a été incontestablement le plus important dans les années 70. Jusqu'aux années 60, toute l'activité des banques était exercée à partir de l'agence mère et des agences situées en territoire national, même quand ces opérations présentaient un caractère international. Dans les années 60, les banques américaines ont commencé à accompagner leurs principaux clients multipliant leurs opérations dans les principales places financières du monde.

Cependant, c'est seulement dans les années 70, que ce mouvement de traversion se transmet véritablement aux banques européennes, en même temps qu'aux banques japonaises, et qu'on peut vraiment parler de l'essor de l'Euromarché. Dorénavant, la stratégie de toutes les banques dans le monde réside dans cette expansion pour les marchés extérieurs, ouvrant des agences partout et participant de plus en plus à des opérations sur les euromarchés.

Mais ce phénomène d'internationalisation n'a pas été le seul à caractériser les années 70. La désintermédiation, la concentration et la despécialisation ont aussi été des phénomènes importants.

2.1.1.2. La désintermédiation.

La désintermédiation bancaire a été un des facteurs déterminant du développement des euromarchés et une caractéristique sans doute très importante du développement du système financier international dans les années 70.

"Le mode d'intermédiation, on le voit, évolue sensiblement par rapport aux formes de crédit traditionnel: les banques agissent à titre d'intermédiaire; elles ne prennent le risque de crédit qu'à titre supplétif et, dès lors, elles développent surtout les "hors-bilan" et recherchent les commissions."¹¹

La demande de crédit bancaire diminue très significativement et les banques s'adaptent à cette nouvelle réalité, substituant progressivement leur fonction traditionnelle de prêteurs contraints pour une intervention active dans ce nouveau processus de canalisation de l'épargne, en se transformant donc, en des expertes du marché financier.

2.1.1.3. La concentration.

La concentration découle au moins en partie des phénomènes précédents. Il était évident que seules les grandes banques étaient préparées pour cette concurrence internationale accrue. Pour subsister il fallait être puissant et les fusions bancaires se sont succédées en chaîne. D'abord au niveau national pour atteindre une dimension adaptée aux exigences de la concurrence, surtout pour résister à la concurrence étrangère, après, au niveau international. Les associations bancaires internationales, même entre grandes banques internationales, se sont succédées en chaîne, pour diminuer les risques de chaque banque d'investir dans les marchés étrangers ou internationaux et, enfin, pour faire face aux exigences du phénomène d'internationalisation qu'on vient de référer.

¹¹ Bourguinat, *op.cit.*, p. 21.

2.1.1.4. La despécialisation.

La despécialisation constitue le début du phénomène qu'on appellera plus tard "dérégulation", et qui caractérise surtout les années 80. Les banques se sont progressivement débarassées d'une longue tradition de comportement et d'une réglementation serrée qui limitaient leur activité à un certain nombre restreint d'opérations. Elles se sont despécialisées, en même temps que leur gamme d'activités s'élargissait.

C'est de cette forme que des banques spécialisées dans le "retail banking" domestique se sont engagées dans le "wholesale banking" au niveau international.

Comme résultat de cette tendance, toute une sorte de nouvelles opérations bancaires sont nées qui échappaient aux contrôles existants, déclanchant un mouvement plus au moins général de dérégulation bancaire dans les années suivantes.

2.1.2. A L'INTEGRATION DES MARCHES FINANCIERS DANS LES ANNEES 80.

On a essayé de maîtriser l'évolution du système bancaire dans les années 70 à travers ces quatre grands traits. Elle a certainement été beaucoup plus complexe et ne s'est pas arrêtée à la fin de la décennie. Débutant dans les années 70, ce processus s'est accentué, gagnant des nouvelles formes et se développant en toutes directions.

Sans avoir une autre fois l'intention d'être exhaustif, on peut schématiser les nouvelles tendances du système bancaire international en cinq aspects fondamentaux: la sécurisation, l'innovation financière, l'automatisation, la dérégulation et le développement d'activités quasi-bancaires.

2.1.2.1. La sécurisation.

La sécurisation constitue en partie un prolongement de la desintermédiation bancaire. Dorénavant, les banques au lieu de prêter des fonds à leurs clients, leur offrent leur expérience et leur nom pour qu'ils puissent trouver ailleurs les fonds nécessaires dans le marché financier. En

plus, et c'est peut être le plus innovateur, elles créent des lignes de crédit à la disposition de leurs clients dans le cas où les titres qu'ils émettaient ne trouveraient pas d'acheteur. Les formes prises par ces phénomènes sont multiples, diversifiées et même pratiquement illimitées.

A partir des années 80, les banques vont progressivement consacrer de plus en plus de leurs moyens aux opérations de placement et de garantie des titres négociables. Elles donnent la priorité à leurs activités qui ne génèrent pas, au moins directement, de risque de crédit au niveau de leur bilan. Elles ont donc de plus en plus un rôle d'intermédiaires dans le cadre des multiples activités de placement d'effets négociables (titrisation).

Ces mutations structurelles sont évidentes dans le tableau qui se suit.

TABEAU 1:
PRETS SUR LES MARCHES INTERNATIONAUX: VARIATION DES CREANCES EXTERIEURES
DES BANQUES DECLARANTES DE LA BRI ET DES EMISSIONS INTERNATIONALES DE
TITRES (millions de dollars) *

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	stock en fin 1986
(1) Prêts bancaires internationaux.	165	95	85	90	105	160	1.770
(2) Financement sans forme d'obligation internationale.	32	58,5	58	83	125	156	700
(3) = (1) + (2) Montant total de financement.	190	145	130	145	175	240	2.280

* Flux corrigés de l'évolution des taux de change; chiffres nets des duplications d'écritures.

Source: BRI, 59^{ème} rapport annuel.

On peut remarquer facilement le recul, à partir des années 80, du montant des crédits internationaux accordés directement par les banques (chiffres nets des duplications d'écritures bancaires) d'une part, et d'autre part, le fort développement du financement sous la forme d'obligations internationales. Alors que, pendant les années 70, les émissions de valeurs mobilières représentaient à peu près les 2/5^{ème} environ du volume global

des capitaux empruntés sur les marchés financiers internationaux, elles représentent, en 1986 plus des deux tiers de ce volume.

2.1.2.2. L'innovation financière: nouveaux produits et nouvelles techniques.

L'innovation financière est un corollaire logique de l'évolution que l'on vient de décrire. En effet, la sécurisation a créé toute une série de nouveaux instruments et de nouvelles techniques, lesquels se sont développés encore par l'initiative des banques dans l'objectif de réduire leur exposition aux risques.

"C'est toute l'ingénierie financière qui va alors se repositionner. Pour cela, elle secrète tous les nouveaux produits financiers et les aménagements organiques (despécialisation des intermédiaires, décloisonnements nationaux résiduels) nécessaires." ¹²

Voyons en quoi tout ce mouvement créatif s'est concrétisé.

Un des plus importants nouveaux instruments financiers qui a été créé est "l'euronote". Avec ce nouvel instrument, la frontière qui sépare les opérations de crédit et les opérations financières s'est largement atténuée. L'euronote peut être définie comme un titre au porteur, négociable à court terme avec une durée de un, trois, six ou douze mois.

Dans le cas d'une "euronote facility" ce titre de courte période est lié à une ligne de crédit de moyen/long terme. La banque intéressée prend la responsabilité de vendre le titre pendant une période déterminée, qui peut durer quelques années. Cette tâche peut se limiter à placer un maximum de titres lors de chaque nouvelle émission; c'est le cas des "facilités d'émissions d'effets" (note issuance facility). Ou bien, la banque peut s'engager à maintenir en portefeuille, sous des conditions préalablement fixées, la part de l'émission qui n'a pas pu être placée au public; c'est le cas des "facilités de prises fermes renouvelables" (revolving underwriting facility).

Toutes ces formules permettent aux emprunteurs d'obtenir des crédits à moyen terme à travers des "notes" de courtes périodes renouvelables, les banques n'intervenant qu'en cas de non placement de ces effets sur le marché. Leur garantie consiste en des commissions substantielles.

¹² Bourguinat, 1987, *op. cit.*, p ...

Entre ces deux types d'opérations, il existe tout un ensemble d'instruments, chacun essayant de satisfaire les différentes exigences formulées par les parties intéressées (prêteurs, emprunteurs et banques).

Mais beaucoup d'autres instruments sont apparus. On parle, par exemple, des CATS (Certificates of Accrual on Treasury Securities) qui sont des effets correspondant à des négociations séparées de coupons d'obligations du Trésor Américain émis par Salomon Brothers ou des TIGR's (Treasury Investment Growth Receipts) presque du même type offert par Merrill Lynch, ou encore des RAT's qui sont des fonds de placement à très court terme permettant de placer des ressources monétaires.

Les innovations qu'on vient de décrire sont dans leur plus grande partie liées au phénomène de sécurisation. Mais, d'autres ont été créées dans l'objectif de minimiser les risques. C'est le cas de quelques techniques bancaires comme les swaps, qui comprennent les traditionnels swaps sur devises et les plus récemment développés, les swaps sur les taux d'intérêts.

On peut à travers ces nouvelles techniques financières modifier et adapter le profil des dettes, soit en réduisant la dette à taux fixe (augmentant la dette à taux variable) et vice-versa, soit en réduisant la dette dans une certaine devise en la remplaçant par une dette sur une autre devise.

Ces opérations permettent en plus, le partage des avantages entre agents (un desquels est généralement une banque) ayant des avantages réciproques, c'est-à-dire des positions privilégiées en différents marchés (obtention des fonds à un prix plus bas, etc...).

L'importance croissante de ce genre d'opérations financières, pratiquement inexistantes dans les années 70 est frappante. Entre 1982 et 1985 les opérations sur le marché sont passées d'un montant de 5 milliards de dollars à 150 milliards, en ce qui concerne les swaps de taux d'intérêt, et de 2 à 50 milliards de dollars pour les swaps sur devises.¹³

Les premiers utilisateurs de cette technique ont été les banques et les établissements financiers. Ensuite, très rapidement, ces opérations se sont étendues à l'ensemble des emprunteurs notamment sur le marché euro-obligataire. On estime¹⁴ que près de deux tiers des euroémissions, lancées au cours des dernières années, ont donné lieu à des swaps.

¹³ Banque de Règlements Internationaux, 59^{ème} rapport.

¹⁴ Gauthier, Noël, Les nouveaux marchés financiers et leurs instruments, Paris, Publi-Union, 1987.

Un tel développement de ce genre d'opération peut être justifié par la volatilité croissante des cours de change et des taux d'intérêt¹⁵. Initialement attachés à des emprunts nouveaux effectués sur l'euromarché, les swaps ont ensuite été appliqués à des dettes existantes et aussi à des placements.

Le développement ou l'essor de certains marchés peut également être considéré comme une des innovations financières les plus importantes des années 80. Le marché des options en est un exemple significatif, car il a connu un développement étonnant dans les années plus récentes.

L'avantage pour les entreprises est que ce marché constitue un moyen complémentaire de protection contre les risques de changes et de taux d'intérêt. Par rapport aux techniques classiques de couverture, les options offrent une plus grande souplesse et préserve le potentiel de profits lié à une évolution favorable des cours de change ou des taux. Cette technique peut, en plus, être utilisée à des fins spéculatives.

2.1.2.3. La dérégulation.

Si les années 70 ont été caractérisées par la despécialisation, les années 80 sont surtout caractérisées par la dérégulation, qui s'est manifestée un peu partout, bien qu'inégalement.

En effet, la combinaison de l'intégration financière internationale, de la sécurisation (titrisation) et des innovations financières conduit à une triple remise en cause des lignes de démarcation antérieurement existantes entre:

- les différents types d'actifs financiers sur les marchés financiers nationaux et internationaux;
- les différentes catégories d'intermédiaires financiers;
- l'intermédiation financière et les marchés de valeur mobilière.

La fonction financière tend à se globaliser.¹⁶ Aux EU, la distinction entre banques d'affaires et banques de dépôts s'affaiblit. De même en Grande Bretagne, la spécialisation entre Jobbers (contrepartistes) et Brokers (courtiers) est entrain de disparaître. Un peu partout les organismes les plus divers (trésoreries, caisses d'épargne, sociétés de courtage) s'occupent de plus en plus des produits financiers. En France, cette tendance à la globalisation de la fonction financière s'est effectuée en deux phases: la

¹⁵ Gauthier, Noël, 1987, *op. cit.*

¹⁶ Bourguinat, 1987, *op. cit.*

première, au début de 1984, avec la nouvelle loi bancaire qui a mis au même niveau des différents établissements financiers ayant précédemment des fonctions très diverses¹⁷; et la deuxième vers la fin de 1985, avec la libéralisation des marchés de capitaux¹⁸. Même en Allemagne, pays où, par tradition, l'ensemble des établissements de crédit de tous les genres avaient la possibilité de réaliser toutes les sortes d'opérations financières et d'intervenir activement dans la bourse, quelques mesures ont été prises en 1985 afin de libéraliser le marché des capitaux, rendant possible notamment, l'émission du papier à taux variables, d'obligations de coupon zéro (zero coupon bonds), des certificats de dépôts et surtout la réalisation de toute une gamme d'opérations swap.

2.1.2.4. Le développement des opérations quasi bancaires.

Pour terminer ce coup d'œil sur les grands traits de transformation de l'économie bancaire internationale, il faut faire référence au développement des activités quasi bancaires. Dans leur majorité, elles n'ont proprement pas été créées dans les années 80, pourtant leur grande diffusion, leur diversification et leur énorme sophistication les ont rendues très importantes dans les années 80.

Leur principale caractéristique réside dans le fait que ces opérations sont réalisées, pour la plupart des cas, non directement par les banques, mais par des succursales spécialisées. C'est le cas notamment des activités de "Leasing", "Factoring" et des activités financières, qui ont eu un énorme développement au niveau international (car au niveau national elles étaient déjà assez développées). Aux formes traditionnelles de leasing - comme le leasing financier et le leasing opérationnel - se sont ajoutées de nouvelles modalités techniques comme le "leasing adossé" ou "big ticket leasing".

En ce qui concerne le factoring, l'évolution est semblable: c'est surtout au niveau international que l'évolution est plus remarquable, notamment par la création des sociétés "forfaiting" c'est-à-dire, des sociétés de factoring de

¹⁷ Dans l'actualité toutes les banques dans le sens restreint du terme, les caisses de crédit agricole, les banques populaires, les caisses de crédit mutuel, les caisses économiques et les établissements financiers ont maintenant à peu près les mêmes privilèges.

¹⁸ La libéralisation des marchés de capitaux a permis l'entrée des banques dans la bourse comme contrepartiste, permettant l'émission des certificats de dépôts et d'autres instruments du marché monétaire. a créé un marché d'instruments financiers à terme (MATIF), permettant la réalisation des transactions sur "futures", etc...

caractéristiques beaucoup plus complexes et qui exigent un important support financier.

2.1.3. POUR UNE COMPREHENSION DE LA TRANSFORMATION DE LA LOGIQUE DE FONCTIONNEMENT DE LA FINANCE INTERNATIONALE.

Tout cet ensemble d'évènement, qu'on vient de décrire, a modifié complètement la logique de fonctionnement du système monétaire-financier international. Les économies deviennent de plus en plus interconnectées et vulnérables aux déséquilibres internationaux qui se transmettent dorénavant avec une rapidité jusqu'alors inconnue.

Les innovations financières, comprises au sens large du terme, c'est-à-dire l'ensemble de nouvelles techniques, de nouvelles méthodes de financement, l'essor des marchés à terme et les nouveaux produits financiers, sont à la base de ces profondes mutations. Néanmoins, ce sont elles aussi qui ont permis une accommodation du système monétaire et financier international à une série de facteurs déséquilibrants qui se sont réunis au début des années 80, notamment:

- la différence entre le taux d'intérêt réel et le taux de croissance dans les pays de l'OCDE, qui atteind + 4,5% en 1980, +16,5% en 1981 et +14% en 1982;

- la volatilité du dollar: l'oscillation entre la dépréciation réelle et l'appréciation réelle du dollar contre une moyenne d'autres devises dépasse 30%;

- la détérioration des termes de l'échange des principaux pays débiteurs non producteurs de pétrole,

- la stagnation du crédit bancaire entre 1980 et 1982, après une période où son rythme de croissance était de 20% (entre 1973 et 1979), c'est-à-dire au moment où le service de la dette exigeait un recours, encore plus fort, des pays débiteurs aux marchés financiers;

- le poids croissant de la dette des PVD par rapport à leurs termes de l'échange et à leurs recettes d'exportation: le taux d'intérêt réel effectif moyen payé par les pays en voie de développement endettés, corrigé de la variation des termes de l'échange, est passé -3,5% (en 1977) à +9,1% (en 1979), 20,3% (en 1980), 31,4% (en 1981) et à 22,1% (en 1982).

Les nouvelles techniques (options, swaps sur devises et swaps sur les taux d'intérêts et instruments à taux flottants), ont permis de transférer les

risques de volatilité des marchés . Les nouvelles méthodes de financement ont permis d'accroître la liquidité des emprunteurs dans la gestion de leurs bilans (facilités d'émission d'effets, et europapier commercial). L'essor des marchés à terme, des marchés secondaires des titres financiers internationaux et des nouveaux produits financiers, ont diversifié les échéances et effacé la distinction entre l'intermédiation financière et les marchés de capitaux.

"Les innovations vont toutes dans le même sens. C'est le triomphe de l'arbitrage généralisé."¹⁹

Les marchés deviennent de plus en plus reliés: les marchés intérieurs et les euromarchés des mêmes devises, mais aussi les marchés monétaires à court terme et les marchés financiers à court terme, les marchés de capitaux et les marchés de changes.

Comme résultat de cet arbitrage généralisé, les demandes de monnaie sont plus instables, et plus interdépendantes, surtout pour les pays plus ouverts à l'innovation financière.

"Cette transformation des opérations bancaires crée une nébuleuse de sources de financement négociables, voisines des dépôts mais hors des agrégats monétaires étroits ou larges, de lignes de crédit non tirées et d'engagements contingents, dont l'identification des contreparties à des résidents ou à des non résidents est inextricable et sur lesquels les autorités monétaires n'ont pas d'informations fiables"²⁰.

Le contrôle national de la monnaie par les réserves du système bancaire, fondé sur des agrégats bien délimités et stables, devient impossible, car les frontières entre les banques et non banques s'effacent, les services financiers hors bilan pourvoient des liquidités potentiels sans base de dépôts et il existe une substituabilité internationale des composantes de la liquidité.

La conclusion la plus fondamentale que l'on peut retirer de cette brève caractérisation de l'évolution de l'économie financière internationale est, peut-être, sa capacité d'adaptation aux différents événements économiques et sa capacité à surmonter les difficultés, par une presque inépuisable capacité de renouvellement de sa logique de fonctionnement et de ses formes de régulation.

¹⁹ Aglietta, *op. cit.*, p. 86.

²⁰ Idem, p.86.

"A chaque période, la finance internationale "accorde " les désajustements réels, mais bientôt une sensible dégénérescence apparaît et appelle des correctifs."²¹

En reprenant Bourguinat²², on peut identifier trois logiques successives qui ont caractérisé la finance internationale depuis les années 70:

- d'abord elle a été capable de recycler les fonds pétroliers, et par un endettement très ample, de financer tous les déficits courants, dans ce qui s'est constitué une "économie internationale de découverts" (1973-1982);

- après, elle a su résister à une montée jusqu'alors inconnue de la dette des pays en voie de développement à travers un retour partiel à une économie d'offres où le Fonds Monétaire International a joué un rôle déterminant à travers la conditionalité des crédits accordés;

- enfin, dans les années plus récentes, prenant conscience de la montée du risque, elle a su se réadapter, grâce notamment à la dérèglementation et à l'extraordinaire développement d'une "économie de placement de titres négociables" (sécurisation).

Dans les années plus récentes, et en ce qui nous concerne, les résultats les plus remarquables de cette "nouvelle logique de fonctionnement de la finance internationale" se traduisent par:

- une transmission accélérée des perturbations monétaires entre les pays, notamment par le canal des taux de change/taux d'intérêt;

- une dépendance renforcée des demandes de monnaies.

Comme le souligne Aglietta et Coudert²³, "La transmission des déséquilibres par la monnaie devient un fait prépondérant lorsque l'intégration financière acquiert une large autonomie vis-à-vis des échanges commerciaux et que les déséquilibres dans les balances de paiement s'accumulent".

Les résultats se traduisent donc, par une contrainte aggravée du fait de la perte de liberté dans la gestion des taux d'intérêt.

L'analyse des répercussions de toutes ces transformations sur l'autonomie dans la gestion des taux d'intérêt constituera l'objectif du prochain chapitre.

²¹ Levy-Garboua, V. et G. Maarek, *Le boom, la dette et la crise*, Paris, Economica, 1985.

²² Bourguinat, 1987, *op. cit.*

²³ Aglietta, M. et V. Coudert, *op. cit.*

2.2. UNE PERTE DE LIBERTE DANS LA GESTION DES TAUX D'INTERET.

On a vu comment le rôle central du dollar dans le Système Monétaire International déterminait, en changes fixes comme en changes flottants (par des voies différentes), une perte de liberté des Politiques Monétaires, dû au besoin des autorités monétaires de contrecarrer l'impact inflationniste de la politique monétaire nord américaine.

On essayera ici de démontrer comment les transformations récentes du système bancaire international ajoutées aux caractéristiques fondamentales identifiées pour le SMI, déterminent, au-delà de cette contrainte générale qui pèse sur toutes les économies, une perte de liberté dans le maniement d'un des instruments principaux de la politique monétaire qui est le taux d'intérêt, ou plutôt la structure des taux d'intérêt.²²

On commencera par une tentative d'explication théorique de la façon par laquelle ces phénomènes peuvent se déterminer. On poursuivra par une tentative de confirmation empirique à travers une analyse des principaux résultats obtenus par différents auteurs, dans le but de mesurer l'interdépendance existante entre les taux d'intérêt des différents pays, en changes fixes comme en changes flottants.

2.2.1. UNE TENTATIVE D'EXPLICATION THEORIQUE.

La dépendance, subie par les autorités monétaires dans la gestion du taux d'intérêt, est déterminée par le comportement des différents agents (des autorités monétaires et des agents non étatiques) et se manifeste par des effets d'emprise, qui s'exercent entre les différentes structures des taux d'intérêt. La dépendance s'exerce dans un sens unique, en premier lieu du taux intérieur du marché américain sur le taux du dollar dans les euromarchés, en second lieu, du taux de l'eurodollar sur le taux directeur des différentes structures intérieures des taux des pays européens.

²² Dû à la perspective du travail, l'analyse des relations entre les différents taux intérieurs n'est pas analysée. Dorénavant on utilisera le concept de taux d'intérêt pour référencer l'ensemble de la structure des taux ou, dans la plus part des cas pour référencer le taux directeur d'économie.

Un traitement de la question peut être trouvé chez Boissieu, C. de, La structure des taux d'intérêt, Paris, Economica, 1976.

Ces comportements qui sont à la base de ces effets d'emprise, peuvent être explicités d'un point de vue théorique, par trois relations principales qui lient les taux d'intérêt étrangers et nationaux, à savoir: la parité des taux d'intérêt couverts, la parité des taux d'intérêts non couverts (ou relation d'efficience du marché de changes), et parité des taux d'intérêt réels.

2.2.1.1. Les effets d'emprise entre structures des taux d'intérêt.

"La mise en communication d'espaces économiques distinct engendre généralement entre eux des effets de domination. L'expression de tels effets en matière de taux d'intérêt est constituée par des phénomènes d'emprise entre structures de taux. Dans ce sens l'effet d'emprise traduit plutôt une relation de causalité qu'une relation d'interdépendance."²³

Cet effet d'emprise peut s'exercer par trois voies différentes:

- par des effets d'annonce;
- par des effets de flux;
- par des effets de patrimoine.

a) L'effet d'annonce.

L'effet d'annonce consiste en un comportement adaptatif de la Banque Central dans la manipulation du taux de change aux variations des taux qui exercent l'emprise, même avant que le solde de la balance de capitaux ait été influencé par ces variations des taux étrangers. C'est donc une sorte de comportement adaptatif, mais par anticipation.

A partir de l'information reçue, les autorités monétaires essayent de corriger la structure des taux internes de façon à minimiser l'effet défavorable sur les mouvements de capitaux qui auraient normalement lieu à la suite de la modification des taux relatifs.

Si le taux directeur mondial, c'est-à-dire le taux représentatif de l'effet d'emprise, s'élève, les banques centrales anticipent une variation à la baisse de leur balance de capitaux et donc, de leur balance de paiement. Elles réagissent donc, en augmentant le taux directeur intérieur, jusqu'à ce que cette augmentation soit suffisante pour décourager les flux de capitaux

²³ Boissieu, Christian de, La structure des taux d'intérêt, Paris, Economica, 1976, p.

déséquilibrants résultant de la perturbation externe, c'est-à-dire en annulant l'effet extérieur par une adaptation de la structure des taux intérieurs, qui évoluent en phase avec le taux directeur extérieur.

Mais, l'effet d'emprise peut s'exercer directement à travers le comportement des agents économiques non étatiques. C'est ce que de Boissieu désigne comme effets de flux résultant de l'existence des mouvements des capitaux entre différents espaces économiques, et effets de patrimoine résultant des réajustements de portefeuille des agents.

b) Les effets de flux.

Dès que les mouvements des capitaux ne sont pas complètement contrôlés, il existe toujours un certain arbitrage qui tend à égaliser les taux de rendement dans les différents marchés: les agents cherchent les fonds où ils sont moins chers et offrent leur épargne où elle est plus rémunérée.

L'intensité de ces effets dépend cependant de divers facteurs comme l'élasticité des mouvements de capitaux par rapport aux différentiels d'intérêt, des anticipations des agents face à l'évolution future des taux, et de la plus au moins forte liberté de circulation des mouvements de capitaux, ce que nous avons déjà mentionné.

c) Les effets de patrimoine.

Les agents peuvent aussi, à travers leur comportement d'optimisation de leur portefeuille, induire un processus d'ajustement des taux. C'est ce que de Boissieu désigne comme effet de patrimoine.

La variation des rendements relatifs des actifs financiers induit, lorsque les agents sont libre d'acquérir (et posséder) les différents actifs, un comportement d'ajustement, c'est-à-dire une restructuration des portefeuilles des agents qui, substituant les actifs non rémunérés par les plus rémunérés, déclenchent, à travers la modification de leurs offres et de leurs demandes sur le marché financier, un processus qui tend à remettre la parité initiale des taux de rendements, et par la suite, des taux d'intérêt.

Si, par exemple, le rendement d'un titre spécifique croît dans le pays exerçant l'emprise, et s'il existe un degré de compétitivité non négligeable

dans le pays subissant l'effet d'emprise, il en résulte dans ce dernier, une augmentation du rendement des titres substituables (à ceux du pays exerçant l'effet d'emprise), alors que le rendement des titres complémentaires diminue.

2.2.1.2. Les liens établis par la théorie entre taux d'intérêt nationaux et étrangers.

Les comportements générateurs d'effets d'emprises entre structures des taux d'intérêt peuvent être exprimés à travers les trois relations fondamentales qui peuvent être établies d'un point de vue théorique, entre les taux d'intérêt nationaux et étrangers. On se réfère à la théorie de la parité des taux d'intérêt (ou parité des taux d'intérêt couverts), à la théorie de l'efficience des marchés de changes (ou parité des taux d'intérêt non couverts) et à la théorie de la parité des taux d'intérêt réels.²⁴

a) Théorie de la parité des taux d'intérêt (ou parité des taux d'intérêt couverts).

La théorie de la parité des taux d'intérêt couverts exprime tout simplement l'arbitrage élémentaire qui égalise le taux d'intérêt domestique au taux étranger augmenté du taux de rapport sur la monnaie domestique (c'est-à-dire la différence entre le taux de change à terme et le taux de change au comptant par rapport au taux de change au comptant).

Elle peut être exprimée par la relation:

$$\frac{F_t}{S_t} = \frac{1+i}{1+i^*}$$

F_t ; taux de change à terme en (t)

S_t ; taux de change au comptant en (t)

i ; taux d'intérêt national

i^* ; taux d'intérêt étranger

²⁴ cf., Galy, 1985, *op.cit.*

Cette relation est en principe toujours vérifiée²⁵, car l'arbitrage instantané, réalisé par les opérateurs du marché de change, assure en permanence une égalité quasi parfaite entre déport et report sur le marché de change à terme et différentiels d'intérêt. Il ne traduit pas l'existence de mouvements de spéculation, mais tout simplement la relation qui s'établit entre les agents qui veulent couvrir leur position de change.

Cependant, pour que la relation soit vérifiée il faut que les marchés soient homogènes, qu'il n'existe pas de coûts d'arbitrage et qu'il existe une possibilité de placement illimitée d'argent, ce qui n'est pas toujours vérifié, notamment en cas de contrôles de change.

b) Théorie de l'efficiencia des marchés de change (ou parité des taux d'intérêt non couverts).

La prise en considération des anticipations du taux de change permet de définir une autre relation entre les taux d'intérêt nationaux et étrangers) et le taux de change au comptant.

En effet, les mouvements de capitaux d'un espace économique à l'autre dépendent, non seulement du différentiel de taux d'intérêt existant et des taux de change à terme révélés sur les marchés, mais également des anticipations des agents sur l'évolution future des taux de change, c'est-à-dire sur l'anticipation de la valeur que le taux de change au comptant aura dans le futur.

Dire que la parité des taux non couverts prévaut ou qu'il existe une efficacité parfaite du marché de change, c'est dire qu'il y a parfaite substituabilité dans les capitaux. Le différentiel d'intérêt est, dans ces conditions, égal au taux de croissance du taux de change au comptant. La relation peut alors s'exprimer (la nomenclature restant inchangée) comme:

$$\frac{E(s_{t+1})}{s_t} = \frac{1+i}{1+i^*}$$

$E(s_{t+1})$; taux de change au comptant anticipé en (t) pour (t + 1)

²⁵ Galy, 1985, p. 242.

en linéarisant on obtient:

$$E(\dot{s}_{t+1}) = i - i^*$$

$E(\dot{s}_{t+1})$; variation du taux de change anticipé en (t) pour (t + 1) par rapport à la période (t).

Cette relation, beaucoup moins évidente que la précédente, est imprégnée d'hypothèses fortes. Elle suppose non seulement un marché homogène, mais en plus un marché où les anticipations sont parfaites, c'est-à-dire où le taux de change anticipé futur coïncide avec le taux de change au comptant futur et donc, où le taux de change interne est la meilleure prévision sur le futur. Pour que l'égalité entre le taux de change à terme et le taux de change anticipé se vérifie, il faut cependant que les agents spéculateurs aient un comportement exclusivement de recherche de rendement pur. Ils sont donc supposés n'avoir aucune aversion pour le risque.

Cette relation qui suppose des marchés parfaitement informés, où la substitutabilité des capitaux est parfaite et les anticipations rationnelles, n'est pas aussi évidente que la première. Les différentiels de taux d'intérêt peuvent comporter, en sus des anticipations de taux de change, des primes de risque, liées soit aux monnaies concernées, soit aux marchés internationaux sur lesquels sont opérées les transactions (prime de défaut ou prime de paiement).

c) Théorie de la parité des taux d'intérêt réels.

La théorie de la parité des taux d'intérêt réels dans le monde résulte de la combinaison de la théorie précédente avec celle de la parité des pouvoirs d'achats (PPA).

La PPA nous présente l'évolution du taux de change comme le résultat du différentiel entre les taux d'inflation:

$$\dot{s}_{t+1} = P_{t+1} - P^*_{t+1}$$

P_{t+1} ; taux d'inflation national pour la période (t+1)

P^*_{t+1} ; taux d'inflation étranger pour la période (t+1)

$\dot{s}_{t+1}$; variation relative du taux de change

La relation de Fisher introduit l'efficience sur le marché des capitaux par l'égalité entre le taux d'intérêt nominal et le taux réel plus l'inflation anticipée par les agents, dans le pays et à l'étranger:

$$i_t = r_t + \tilde{P}_t$$

$$i^*_t = r^*_t + \tilde{P}^*_t$$

r_t ; taux d'intérêt réel national en (t)

$\tilde{P}_t$; taux d'inflation anticipé dans la période (t) pour (t+1)

r^*_t ; taux d'intérêt réel à l'étranger en (t)

$\tilde{P}^*_t$; taux d'inflation anticipé à l'étranger dans la période (t) pour (t+1)

i^*_t ; taux d'intérêt nominal dans la période (t)

L'hypothèse d'anticipations parfaites complète le cadre dans lequel on établit l'égalité entre la variation du taux de change et le différentiel des taux d'intérêt nominaux (compris comme les taux réels plus l'inflation anticipée):

$$\dot{s}_{t+1} = (r + \tilde{P}) - (r^* + \tilde{P}^*)$$

ce qui implique que les taux d'intérêt réels sont égaux dans tous les pays.

Cette relation n'est évidemment pas toujours vérifiée. Elle résulte de l'acceptation d'hypothèses encore plus fortes que les précédentes. Non seulement le marché est censé être parfaitement homogène, la substitutabilité des capitaux parfaite et les anticipations rationnelles, mais en plus, la PPA doit être toujours vérifiée.

2.2.2. UNE TENTATIVE DE CONFIRMATION EMPIRIQUE.

Diverses études ont été menées dans l'objectif d'étudier les relations d'interdépendance existantes entre les différents taux d'intérêt nationaux et internationaux. On essayera de démontrer ici, à travers une brève analyse des principaux résultats obtenus par les différents auteurs, l'amplitude et le sens de ces effets, et de mettre en évidence les principaux effets d'emprise qui s'exercent entre les structures des taux d'intérêt. L'analyse sera menée d'abord en changes fixes, puis en changes flottants.

2.2.2.1. En changes fixes.

a) l'effet d'emprise du taux du dollar sur le taux de l'eurodollar.

Argy et Hodgera²⁶ ont étudié le degré d'intégration financière et les conséquentes répercussions au niveau de l'indépendance des taux d'intérêt en changes fixes.

Les auteurs démontrent à travers une analyse économétrique que, parmi les facteurs qui ont une incidence sur le taux d'intérêt de l'eurodollar, la situation aux EU et le taux du dollar en particulier, sont les plus déterminants; les variables européennes n'exerçant qu'un effet négligeable.

Cette causalité n'existe cependant pas dans le sens inverse; le taux de l'eurodollar, étant affecté par le taux du dollar, ne l'influence pas significativement.

Une augmentation du taux d'intérêt américain détermine une augmentation du taux du marché de l'eurodollar, les autres variables étant inchangées. L'augmentation des taux aux EU encourage une augmentation des emprunts en eurodollars (surtout par les banques américaines), et en même temps détermine un mouvement de fuite des actifs libellés en eurodollars, vers les actifs libellés en dollars. Ceci détermine une tendance à la hausse du taux de l'eurodollar, laquelle à son tour impulsione un mouvement de substitution des actifs en devises européennes par des actifs en eurodollars.

²⁶ Argy, V. et Z. Hodgera, Financial Integration and Interest Rate linkages in Industrial Countries, 1958-71, Staff Papers, IMF, vol. XX, n° 1, Mars 1973, pp. 1-77.

Comme l'eurodollar est un substitut beaucoup plus proche pour les instruments américains que pour les instruments européens, les modifications des taux d'intérêts aux EU génèrent davantage des mouvements sur le taux de l'eurodollar que sur les taux des différentes devises européennes. Si le marché du dollar et celui de l'eurodollar sont des substituts parfaits, les conditions financières aux EU déterminent, par elles seules, le taux de l'eurodollar.

Dans la mesure où les banques américaines déterminent les mouvements d'arbitrage entre le marché américain et l'euromarché, les taux d'intérêt dans ces deux marchés seront l'expression même des coûts relatifs et des pressions s'exerçant sur ces banques.

En contrepartie, les mouvements d'origine européenne n'ont aucun impact sur le taux de l'eurodollar. Par exemple, une augmentation du taux d'intérêt en Europe réduira l'offre de fonds disponibles dans l'euromarché, et en même temps, augmentera la demande d'eurodollars. Cette augmentation de la demande sera exactement compensée, si les taux d'intérêt restent constants, par l'augmentation de l'offre des EU, d'un côté, pour compenser la diminution de l'offre des fonds européens et, de l'autre côté, pour satisfaire la demande supplémentaire.

Les résultats auxquels les auteurs aboutissent (pour la période allant de janvier 1961 à mars 1971) sont résumés dans les régressions qui se suivent:

$$I_e = 0.03 + 0.892I_{us} + 0.416(I_{us} - I_q) + 0.134I_g + 0.471Dg_{s1} + 0.137I_{uk} - 0.081Duk_s$$

$$R^2 = 0.962$$

$$D.W. = 0.61$$

(123 observations, jan. 1961-mars 1971)

$$I_e = 0.334 + 1.000I_{us} + 0.417(I_{us} - I_q) + 0.132I_g + 0.503Dg_{s1}$$

$$R^2 = 0.960$$

$$D.W. = 0.60$$

(123 observations, jan. 1961-mars 1971)

$$I_e = 0.358 + 0.847I_{us} + 0.518(I_{us} - I_q) + 0.124I_g + 0.111I_{uk} - 0.078Duk_s$$

$$R^2 = 0.958$$

$$D.W. = 0.95$$

(71 observations, août 1961-juin 1967)

$$\Delta I_e = 0.0005 + 0.622\Delta I_{us} + 0.231\Delta(I_{us} - I_q) + 0.216\Delta I_g + 0.125\Delta I_{uk} + 0.218\Delta Dg_{s1}$$

$$R^2 = 0.414$$

$$D.W. = 2.08$$

(123 observations, jan. 1961-mars 1971)

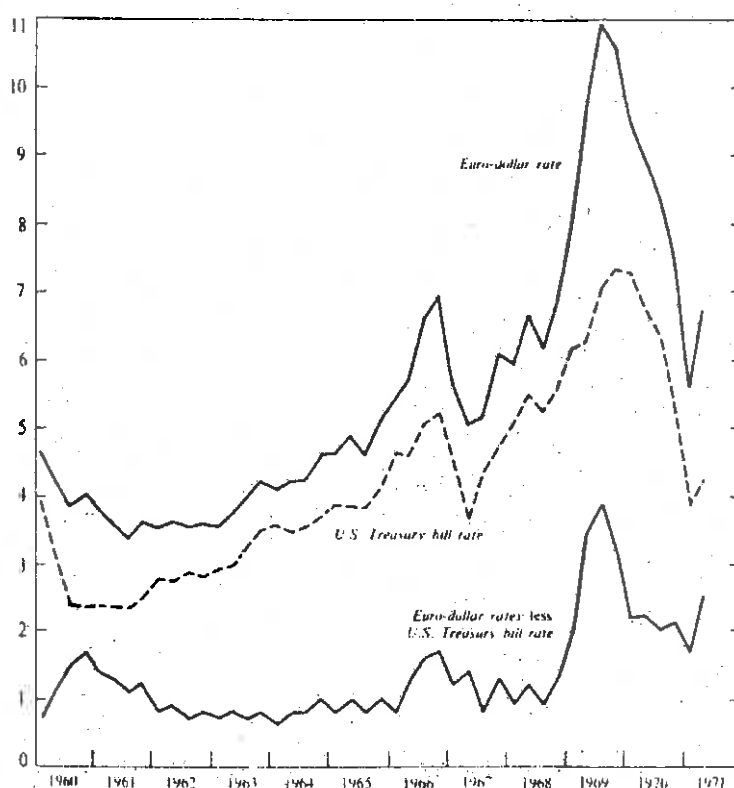
I_e ; taux d'intérêt sur les dépôts en eurodollars à trois mois;
 I_{us} ; taux de rendement des titres publics américains à trois mois;
 I_{uk} ; taux de rendement des titres publics anglais à trois mois;
 I_g ; taux de rendement des titres publics anglais à trois mois;
 Dg_{s1} ; variable "dummy" pour les mouvements spéculatifs anglais à trois mois;

Duk_s ; variable "dummy" pour les mouvements spéculatifs contre la livre sterling;

$I_{us} - I_q$; taux d'intérêt commercial américain à trois mois déduit de la régulation Q (il a été considéré pendant les périodes où la régulation Q a été effective - de juin 1966 à janvier 1967 et de mai 1968 à juin 1970) et considéré égal à zéro²⁷.

Le graphique qui suit confirme la convergence:

CHART 1. EURO-DOLLAR RATE AND U.S. TREASURY BILL RATE, 1960-71
 (In per cent per annum)



Source: Argy, V. et Z. Hodjera (1973), op cit. p.13.

²⁷ Argy, V. et Hodjera, Z., Financial Integration and Interest Rates Linkages in Industrial Countries, 1958-71, Staff Papers, IMF, Vol. XX, n°1, mars 1973, pp. 1-77.

b) L'effet d'emprise du taux de l'eurodollar sur le taux directeur national des différentes économies.

On peut démontrer que le taux de l'eurodollar influence (exerce un effet d'emprise sur) les taux européens, si tout au long du cycle conjoncturel des économies européennes, la volatilité des réserves augmente du fait de l'intégration financière.

On considère un cycle conjoncturel européen. Si l'on passe d'une période d'expansion à une période de récession économique, la balance courante s'améliore en même temps que la balance de capitaux se détériore. Dans son ensemble la balance de paiement se détériorera d'autant plus que la détérioration de la balance de capitaux surcompense l'amélioration de la balance commerciale, et ceci arrivera d'autant plus, que l'intégration financière sera forte.

Si l'on peut démontrer que le solde de la balance de paiement varie plus (entre les périodes de boom et de crise) avec l'intégration financière, que ce qu'il varierait en son absence, on peut démontrer qu'il existe une perte d'autonomie de la politique monétaire dans les économies européennes, laquelle se manifeste, en particulier, par le besoin d'harmonisation des taux d'intérêt intérieurs au taux de l'eurodollar. Ce besoin d'harmonisation est dû à la volatilité accrue des réserves qui en découle, et à l'absence d'une politique véritablement efficiente de stérilisation sous un régime de changes fixes.²⁸

Le deuxième grand apport de Argy et Hodjera consiste précisément en la mise en évidence de la perte de liberté dans la conduite de la politique monétaire des pays autres que les EU, due à l'intégration financière et à l'effet d'emprise exercé par le taux d'intérêt américain via le taux de l'eurodollar, en régime de changes fixes.

Afin d'étudier le rapport qui existe entre l'intégration financière et l'harmonisation des taux d'intérêt, les auteurs examinent les effets de l'intégration financière sur l'instabilité des réserves au cours du cycle conjoncturel.

Au début, lorsque le niveau d'intégration est encore peu élevé, tout accroissement de l'intégration financière tend à avoir un effet stabilisateur sur

²⁸ cf., Obstfeld, Maurice, Can we sterilize? theory and evidence, American Economic Review, mai 1982, vol. 72, n° 2.

les réserves, car les mouvements de capitaux tendent à compenser les tendances du compte courant.

Mais au-delà d'un certain point, l'intégration financière aura un effet déséquilibrant sur les réserves. "We concluded that in conditions of increased financial integration, countries that persisted in interest rate policies geared to domestic activity would be likely to be exposed to greater fluctuations in their reserves positions"²⁹.

Dans un régime de taux de changes fixes, les pays se trouvent alors face à deux difficiles options, si on veut poursuivre une politique des taux d'intérêt indépendante. On a dans ce cas que deux possibilités: ou bien on essaie de stériliser les effets de liquidité des mouvements de réserves, ou bien on augmente l'intervention dans les mouvements de capitaux, c'est-à-dire on introduit des contrôles sur ces mouvements.

L'intégration financière rend cependant ce choix difficilement opérant. Même si on considère que les autorités monétaires sont équipées d'instruments adéquats pour compenser les mouvements de réserves (c'est-à-dire pour les stériliser), cette politique sera difficilement applicable si ces mouvements de réserves sont assez larges, car ils peuvent déclencher des anticipations de changes défavorables, lesquelles à leur tour tendront à aggraver la volatilité des réserves.

En plus, les politiques de stérilisation des mouvements de capitaux massifs peuvent rendre l'économie plus vulnérable à des attaques spéculatives déstabilisantes.

Par conséquent, sous un régime de taux de changes fixes et avec des économies profondément intégrées, le choix réel consiste soit en un contrôle plus fort des mouvements de capitaux pour maintenir une politique indépendante des taux d'intérêt, soit en une perte d'autonomie monétaire.

Mais le contrôle des mouvements de capitaux ne peut pas, non plus, si le pays est assez intégré, garantir l'autonomie monétaire. Dans la meilleure des hypothèses, il ne fait qu'ajourner l'ajustement, car dans la longue période l'arbitrage tendra toujours à rétablir la parité des taux.

Sous un régime de changes fixes, et dans des économies profondément intégrées, ni les politiques de stérilisation, ni le contrôle sur les mouvements de capitaux ne sont parfaitement efficaces pour la déconnexion des taux d'intérêt. Les économies fortement intégrées auront tendance, dans ce cas, à déterminer leurs taux d'intérêt en accord avec les taux d'intérêt à l'extérieur.

²⁹ Argy et Hodjera, 1973, p.21.

En plus, un accroissement du degré d'intégration se manifeste toujours par une augmentation de la dépendance entre structures des taux.

Argy et Hodjera ont non seulement démontré la forte intégration existante entre les pays industrialisés (à travers l'analyse dans le temps de la dispersion des taux pour un groupe de pays)³⁰, mais aussi les liens de dépendance non réciproques existants (à travers l'analyse de la covariation entre les taux domestiques et étrangers).³¹

Les tests effectués pour dix pays industrialisés, pour la période de 1960 à 1971, ont confirmé une forte intégration de l'ensemble des taux et une forte dépendance des taux d'intérêt intérieurs des pays européens du taux de l'eurodollar, les contrôles de capitaux étant pratiquement inefficients partout, exception faite des Pays-Bas.

TABLEAU 2

Dix Pays Industriels¹ Dispersion annuelle des taux d'intérêt à court terme: 1958-71²

Année	Moyenne		Ecart Type		Coefficient de variation ³	
	taux de l'U. S. dollar	taux de l'Euro-dollar	taux de l'U. S. dollar	taux de l'Euro-dollar	taux de l'U. S. dollar	taux de l'Euro-dollar
1958	3.98	—	2.61	—	0.66	—
1959	3.61	—	2.13	—	0.59	—
1960	3.94	4.07	2.01	1.98	0.51	0.49
1961	3.85	3.97	2.86	2.82	0.74	0.71
1962	3.82	3.90	2.45	2.43	0.64	0.62
1963	3.65	3.73	1.69	1.69	0.46	0.45
1964	4.46	4.54	2.09	2.07	0.47	0.46
1965	4.45	4.54	1.30	1.30	0.29	0.29
1966	5.02	5.16	0.99	1.05	0.20	0.20
1967	4.59	4.71	1.07	1.10	0.23	0.23
1968	5.13	5.24	1.74	1.78	0.34	0.34
1969	6.43	6.74	1.50	1.82	0.23	0.27
1970	6.69	7.17	1.60	1.66	0.23	0.23
1971 ⁴	4.98	5.19	1.72	1.72	0.35	0.33

1. Belgique, Canada, France, Allemagne, Italie, Japon, Hollande, Suisse, Angleterre, Etats-Unis. - 2. Fin juin 1971 - 3. Ecart type divisé par la moyenne - 4 1^{ère} moitié

Source: Argy et Hodjera, op.cit., p. 30.

³⁰ Voir tableau n° 2.

³¹ Voir tableau n° 3.

TABLEAU 3

Neuf Pays industriels: corrélations trimestrielles des taux d'intérêt à court terme avec le
taux du dollar et le taux de l'eurodollar.

(janvier 1958-novembre 1971)

Pays	Correlations		Correlations		Correlations	
	Taux E.U.	Taux E.D.	Taux E.U.	Taux E.D.	Taux E.U.	Taux E.D.
	1958-64	1960-64	1965-71	1965-71	1958-71	1960-71
Belgique	0.16	0.39	0.75	0.79	0.78	0.84 (0.45)
Canada	0.75	0.26	0.91	0.81	0.91	0.87 (0.43)
France	0.48	0.65	0.91	0.93	0.69	0.94 (0.49)
Allemagne	0.17	0.60	0.43	0.48	0.65	0.66 (0.38)
Italie	0.19	0.77	0.35	0.39	0.46	0.61 (0.09)
Japon	0.34	0.26	0.58	0.49	0.47	0.34 (0.00)
Pays-Bas	0.07	0.68	0.83	0.82	0.86	0.91 (0.28)
Suisse	0.45	0.59	0.34	0.38	0.76	0.71 (0.10)
Royaume-Uni	0.38	0.00	0.79	0.78	0.74	0.83 (0.19)

1. Belgique, France, Japon, Hollande, Suisse, Canada, Angleterre, Allemagne,
Italie, Etats-Unis

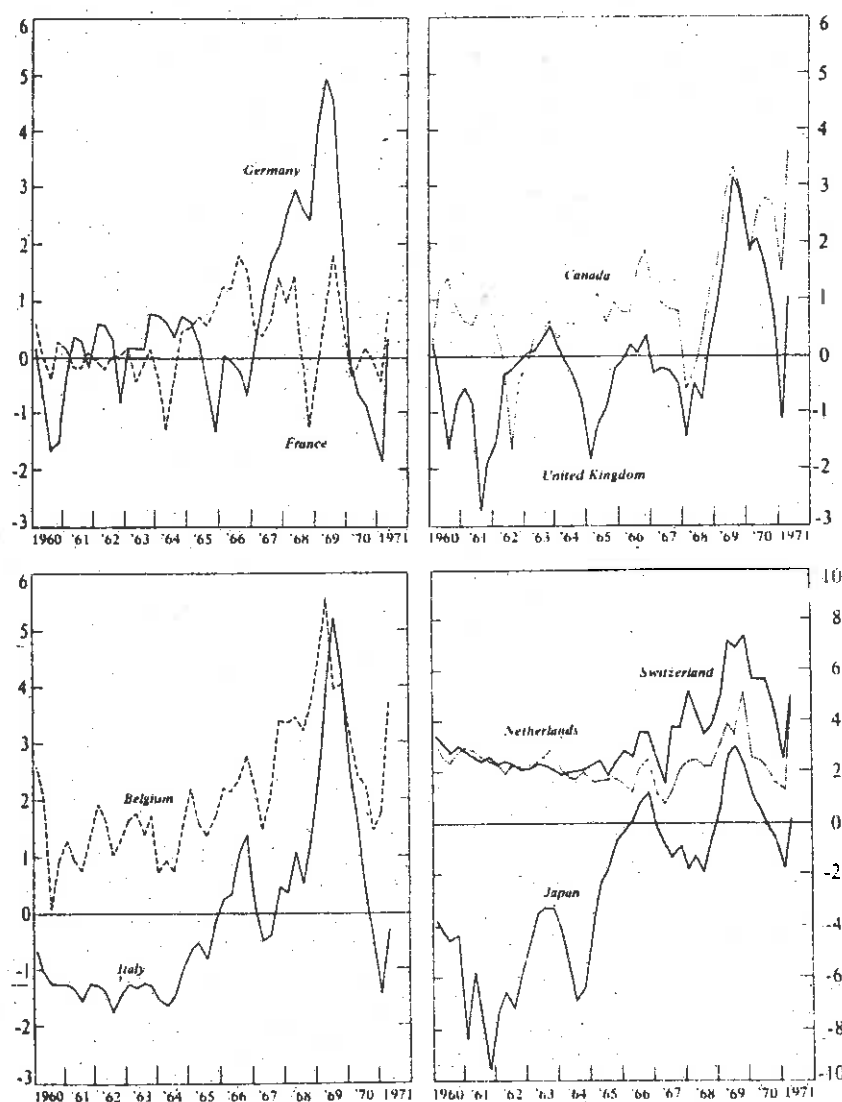
Source: Argy et Hodjera, op.cit., p. 34.

Le graphique n° 2 permet de visualiser les différentiels de taux d'intérêt existant entre le taux d'intérêt de l'eurodollar et les différents taux d'intérêts domestiques. La convergence autour de zéro est visible.

FINANCIAL INTEGRATION AND INTEREST RATE LINKAGES 31

CHART 2. NINE INDUSTRIAL COUNTRIES: INTEREST RATE DIFFERENTIALS
(EURO-DOLLAR RATE LESS DOMESTIC RATES), 1960-71¹

(In per cent per annum)



Source: Argy et Hodjera (1973), op cit, p. 31

2.2.2.2. En changes flottants.

L'argumentation en faveur du libre flottement du taux de change soutenait que, tandis que le flottement de celui-ci garantissait l'équilibre des paiements extérieurs, les politiques monétaire et budgétaire étaient libres pour

la poursuite d'objectifs internes. On gagnait donc un degré de liberté avec le flottement.

La plus part des études menées en changes flottants démontrent cependant que la contrainte sur les politiques monétaires en générale, et sur les taux d'intérêt en particulier, s'est non seulement maintenue, mais aussi renforcée.

La levée des entraves aux mouvements de capitaux et surtout la multiplication des innovations financières (comprises au sens large) ont, à partir de la fin des années 70, augmenté l'intégration financière internationale et par la suite, la contrainte extérieure sur les politiques monétaires nationales.

Si la plus part des résultats confirme le maintien des mêmes rapports d'interdépendance et de causalité, il y a pourtant des voix discordantes.

On résumera ici quelques résultats des travaux entrepris par Galy³² dans :

- l'analyse du degré de convergence entre les évolutions tendantielles des taux d'intérêt directeurs nationaux;
- l'analyse des effets d'emprise entre structures des taux à travers des tests de causalité;
- l'analyse du degré d'interdépendance monétaire à travers des tests de l'efficience du marché de changes.

a) Une confirmation générale des dépendances?

- Analyse du degré de convergence entre les évolutions tendantielles des taux d'intérêt directeurs nationaux.

L'analyse dans le temps de l'évolution des taux d'intérêt nominaux, montre une remarquable tendance à la convergence. Celle-ci est encore plus manifeste pour les taux d'intérêt réels. On peut le justifier par deux ordres de raison:

- d'un côté, l'interdépendance économique croissante des secteurs réels de l'économie a favorisé la mise en phase des cycles économiques nationaux, ce qui a conduit les gouvernements à adopter des politiques économiques similaires;

³² Galy, M., 1985. *op.cit.*

- l'intégration croissante des marchés financiers internationaux a rendu de plus en plus difficile une déconnexion des taux d'intérêt internes vis-à-vis des taux internationaux.

Galy l'a démontré en appliquant l'analyse en composantes principales à l'évolution des taux d'intérêt intérieurs ³³.

TABLEAU 4

Analyse en composantes principales appliquée aux taux d'intérêt intérieur à trois mois

PAYS	Première composante		Deuxième composante	
	(a)	(b)	(a)	(b)
France	0.36	0.68	0.81	0.64
Allemagne	0.76	0.92	0.40	- 0.01
Belgique	0.83	0.79	0.05	0.24
Pays-Bas	0.71	0.84	- 0.34	- 0.39
Italie	0.65	0.44	0.51	0.84
Irlande	0.83	0.72	- 0.32	- 0.54
Monde (c)	0.64	0.84	- 0.71	- 0.33
Variance totale expliquée	49.42 %	58.40 %	26.00 %	25.00 %

Source: Galy (1985) p. 240

On vérifie en effet, que la considération du cycle mondial des mouvements des taux d'intérêt (première composante), explique, par elle seule, un fort pourcentage de la variation des taux d'intérêt intérieurs qui, en plus, a augmenté, passant de 49,5% (moyenne entre 1976 et 1979) à 58,5% (moyenne entre 1979 et 1983).

En outre, si l'on considère le pouvoir explicatif des "spécificités de la conjoncture européenne" (deuxième composante principale), on constate qu'il s'est affaibli (26% et 25% respectivement dans les deux périodes). La considération de l'ensemble des composantes nous permet de conclure que l'effet de stabilisation des taux de change, entrepris au sein du Système Monétaire Européen (SME), n'a pas constitué un facteur déterminant de convergence des taux d'intérêt des pays membres. Celle-ci semble plutôt avoir résulté de la généralisation après 1979 des politiques monétaires

³³ Voir tableau n° 4.

restrictives dans la plupart des pays industrialisés. Par exemple en France, si l'on excepte les périodes de crise, la mise en œuvre de la politique du taux d'intérêt a été dominée, pour l'essentiel par l'extérieur. Ce n'est qu'en 1974, à cause du choc pétrolier, ou en 1981, dû au besoin d'une relance de la demande intérieure, que les autorités monétaires françaises ont mené une politique monétaire autonome rendue possible par l'acceptation du flottement du franc.

- Analyse des effets d'emprise entre les structures des taux.

L'analyse des effets d'emprise entre structures des taux a été réalisée par Galy à travers des tests de Sargent pour la recherche des causalités dans l'évolution des taux d'intérêt.³⁴

Pour ce qui concerne les taux d'intérêt nominaux à court terme il existe:

- une relation de causalité qui va du dollar vers le franc avant 1979;
- une relation de causalité qui va du mark vers le franc surtout après la création du SME en 1979;
- des relations de causalités croisées (effets de "feed back") entre le dollar et le mark sur l'ensemble de la période de 1973 à 1985, qui sont dans leur ensemble négatives avant 1979 et positives après cette année.

En ce qui concerne les taux de rendement à long terme, la seule relation pleinement identifiée est une causalité instantanée, très significative, entre le mark et le franc depuis la création du SME.

- Analyse du degré d'interdépendance monétaire.

L'analyse du degré d'interdépendance monétaire a été réalisée par Galy à travers des tests de l'efficience des marchés des changes.³⁵

En ce qui concerne le taux d'intérêt interne du franc comparé à celui du mark, du dollar et de l'écu, l'hypothèse de l'efficience est rejetée. Cette conclusion, valable quelle que soit la période étudiée, même si elle a été seulement confirmée pour la France, peut être justifiée par l'existence de réglementations qui limitent la mobilité des capitaux des résidents, et qui permettent une certaine déconnexion des taux d'intérêt intérieurs.

³⁴ Voir annexe 1.1.

³⁵ Voir annexe 1.2.

En revanche, l'hypothèse de l'efficience ne peut pas être rejetée lorsqu'on considère les taux d'intérêt externes du franc par rapport aux différents taux des eurodevises, du mark, du dollar et de l'écu. Ceci semble indiquer que, pour les non résidents, le taux d'intérêt du franc est déterminé dans des conditions conformes à leurs anticipations du taux de changes et, en principe, à l'abri de l'influence des autorités monétaires françaises.

En conclusion:

- le flottement des monnaies depuis 1973 n'a pas fait disparaître les interdépendances entre les taux d'intérêt des principaux pays industrialisés et ceux des pays à monnaie de réserve (les EU et l'Allemagne Fédérale);
- les liaisons se sont renforcées depuis 1979 avec la libéralisation des mouvements de capitaux et le développement des innovations financières;
- les taux d'intérêt en France n'ont que partiellement échappé à cette évolution, en dépit des diverses entraves affectant l'offre de crédit et la circulation des capitaux. Les taux d'intérêt nominaux ont subi tour à tour l'influence des taux américains, et après 1979 celle des taux allemands.

b) Ou plutôt un renversement des interdépendances?

Si presque toutes les études réalisées pour la période de taux de change fixes avaient mis en lumière les interactions existantes entre marchés monétaires intérieurs et les taux américains (taux de l'eurodollar ou directement taux du marché américain), Colletaz et Marois³⁶, ont constaté que le passage à un système de changes flexibles, associé à la mise en place d'un système de coopération monétaire au niveau européen, modifiaient significativement les liens d'interdépendance existants.

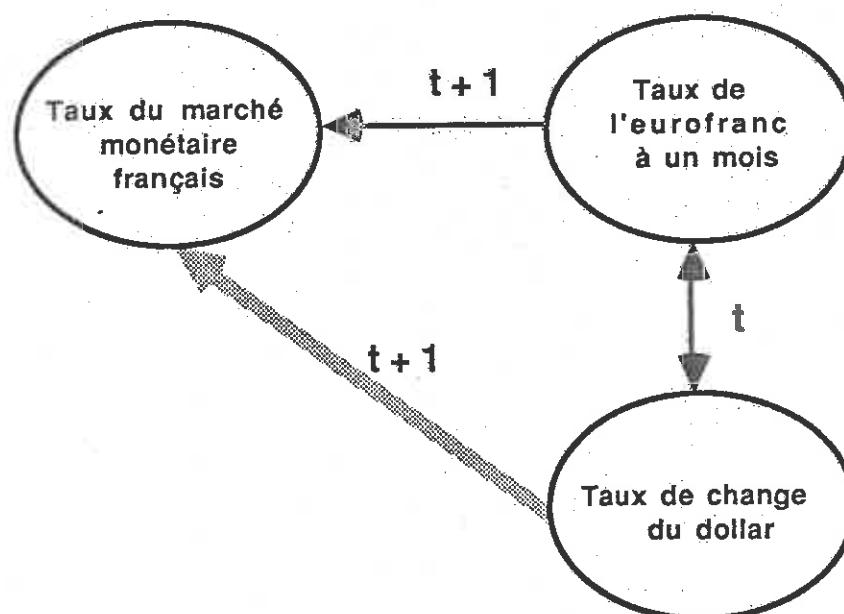
Dans une étude appliquée à la période de janvier 1978 à août 1979, ils ont pu constater:

- que l'hypothèse d'une évolution indépendante du taux interne français (taux du marché monétaire à trois mois dans le cas), par rapport au taux de l'eurodollar et du mark ne pouvait pas être rejetée;
- que le taux de l'eurofranc exerce une influence (retardée d'une semaine) sur le taux du marché monétaire français.

³⁶ Colletaz et Marois, L'analyse des relations dynamiques entre variables: une application au taux du marché monétaire français, *Revue Economique*, n° 1, janvier 1981.

L'enchaînement précédemment étudiée pour la période de taux de changes fixes: taux du dollar ---> taux de l'eurodollar ---> taux directeur intérieur, ne se vérifie plus. En contrepartie il est substitué par une influence retardée du taux de l'eurofranc, qui ne semble être lié qu'au taux de change du franc vis-à-vis de la devise allemande.

SCHEMA 1



Les résultats apparemment surprenant, lorsqu'on se réfère aux études que nous avons citées, selon lesquelles le taux de l'eurodollar joue un rôle directeur, peuvent être justifiés par la tenue satisfaisante du franc sur les marchés des changes, qui a permis à la France d'échapper au brusque mouvement des taux, qui a affecté les économies anglo-saxonnes depuis juin 1978. Le comportement du taux de change a donné aux autorités françaises une certaine indépendance de leurs politiques monétaires, car la balance de paiement n'exerçait plus une véritable contrainte.

Dans une étude plus récente, menée pour la période allant d'octobre 1979 à octobre 1981, Colletaz et Marois³⁷, tout en confirmant ces conclusions précédentes, ont poussé l'analyse à la considération des relations intra-européennes et des nouvelles conclusions ont été possibles.

³⁷ Colletaz et Marois, Taux d'intérêt et taux de change - Expérience récente, in Boissieu, c., Formation et Rôle des taux d'intérêts, Paris, Economica, 1982.

Ils ont cette fois considéré non seulement les rapports existants entre les taux d'intérêt américains et leurs congénères européens, mais aussi ceux existants entre les premiers et les taux de changes européens. Les valeurs des fonctions de corrélation croisées entre les diverses séries résiduelles considérées leur ont permis de conclure:

TABLEAU 5

Fonctions de corrélation croisées entre les taux courts américains et ...

Avance (k<0) Retard (k>0)	Taux court allemand (SAL)	Taux court français (SFR)	Taux de change DM - \$ (SAEU)	Taux de change F - % (CFEU)
- 8	- 0.05	- 0.09	0.00	- 0.02
- 7	- 0.15	- 0.13	- 0.09	- 0.12
- 6	- 0.06	- 0.02	- 0.03	- 0.08
- 5	0.04	0.07	- 0.03	0.02
- 4	0.17	0.17	0.15	0.17
- 3	0.11	0.04	0.02	- 0.03
- 2	- 0.01	0.23 *	0.10	0.03
- 1	- 0.08	0.01	- 0.02	0.01
0	0.13	- 0.01	0.42 *	0.39 *
1	0.15	0.06	0.28 *	0.23 *
2	- 0.00	0.04	0.11	0.12
3	- 0.19 *	- 0.14	0.08	0.08
4	- 0.15	0.14	- 0.01	- 0.04
5	- 0.01	- 0.03	0.01	- 0.02
6	0.02	0.15	- 0.12	- 0.10
7	0.06	0.02	- 0.08	- 0.07
8	- 0.11	- 0.14	- 0.00	- 0.00
H	21.87	22.67	37.89 *	32.64 *

Source: Colletaz et Marois, 1982, op.cit., p. 66.

- une fois de plus, que l'hypothèse d'indépendance des taux courts américains et allemands, d'une part, et américains et français d'autre part, n'était pas réfutable. Un seul coefficient significatif (pour K = 3): le taux

américain s'ajuste avec retard aux variations du taux allemand. Cependant ce coefficient est négatif et difficilement interprétable: une hausse du taux allemand semble impliquer systématiquement une baisse du taux américain.

- bien plus que les taux d'intérêt courts, les taux de change paraissent avoir joué le rôle de variables d'ajustement entre les politiques monétaires américaine et européenne. Examinés individuellement, les coefficients de corrélation indiquent qu'il existe un ajustement instantané des taux de changes ou fluctuations des taux d'intérêt enregistrés Outre-Atlantique.

On peut ainsi expliquer l'accroissement de la variabilité des taux de change européens qui résulterait:

- d'une part, de l'accroissement de la variabilité des taux d'intérêt de courte période aux EU, dû à la nouvelle politique menée par les autorités monétaires de ce pays;

- d'autre part, de la volonté d'indépendance des responsables des politiques monétaires européennes.

Les auteurs démontrent en plus l'existence d'une liaison linéaire entre les taux courts allemand et français, ce qui vient justifier la réaction en phase des taux de change franc-allemand et mark-dollar, justifiant l'idée d'un bloc monétaire européen opposé au bloc dollar, même s'ils n'ont identifié aucune relation causale entre ces deux variables.

$$\text{SFR}_t = -0,002 + 0,424 \text{ SFR}_{t-1} + 0,434 \text{ SAL}_t - 0,285 \text{ SAL}_{t-1}$$

$$R^2 = 0.32$$

$$\text{D.W.} = 1.96$$

SFR; taux du marché monétaire français à trois mois

SAL; taux des prêts interbancaires à trois mois en RFA³⁸

³⁸ Colletaz et Marois, op. cit., p. 70

2.3. DE L'IMPOSSIBILITE D'UNE REGULATION MONETAIRE NATIONALE A UNE REGULATION MONDIALE NON COOPERATIVE.

2.3.1. L'IMPOSSIBILITE D'UNE REGULATION MONETAIRE NATIONALE.

On a vu comment le rôle central du dollar dans le SMI déterminait, en changes fixes comme en changes flottants (tandis que par des voies différentes) une perte de liberté dans les politiques monétaires, d'où le besoin des autorités monétaires de contrecarrer l'impact inflationniste de la politique monétaire nord-américaine.

Les transformations récentes dans le système financier international ont encore renforcé cette perte d'autonomie des autorités monétaires. L'indépendance dans la gestion des taux d'intérêt devient de plus en plus irréalisable.

Aucun pays, qu'il soit de taille moyenne ou petite, ne peut se considérer aujourd'hui comme indépendant vis-à-vis de l'extérieur. L'intégration réelle qui croissait depuis déjà quelques années, s'est vue récemment renforcée par une intégration financière, laquelle reliant toutes les économies, favorise une transmission plus rapide que jamais des déséquilibres internationaux.

L'indépendance monétaire est un objectif qui n'est plus réalisable, car la régulation monétaire nationale n'est plus possible. A celle-ci se superpose une régulation mondiale.

"L'analyse macro-économique traditionnelle tend à poser le problème de la coopération économique internationale en des termes unanimistes qui sont à la fois trop ambitieux et trop réducteurs. Plus précisément, la croissance souhaitée (par les économistes?) reviendrait possible si une double convergence intervenait. Convergence des politiques économiques, d'une part, qui conduirait à une relance concertée de l'activité. Convergence des structures d'autre part, qui accélérerait l'unification (...)." ³⁹

Une telle démarche interdit cependant d'évaluer les enjeux stratégiques de la régulation internationale. Celle-ci est plutôt le résultat des rapports de force entre quelques grands pôles de décisions internationales (Les EU, l'Europe et le Japon) et exprime, la plupart des fois, l'équilibre précaire entre

³⁹ Oudiz, Gilles, Stratégies économiques européennes: coordination ou confrontation?, in Laribau, Jean-François, Le Système Monétaire Européen en perspective, Paris, Economica, 1987, p. 80

la poursuite pour chacun d'une autonomie monétaire et les externalités ainsi générées par chacune des économies nationales.

La régulation monétaire internationale se traduit donc:

- en des formes de coopération ponctuelles entre les grands centres de décisions, qui ne peuvent pas être interprétées comme traduisant une régulation internationale coopérative;
- dans une dépendance sans contreparties pour les petites économies ouvertes.

2.3.2. UNE REGULATION MONETAIRE MONDIALE NON COOPERATIVE.

L'observation de l'économie monétaire mondiale dans les années plus récentes n'incite pourtant guère un optimisme sur l'évolution des formes de régulation internationale.

Certes, l'histoire des sommets économiques des chefs d'Etat et de gouvernement des principaux pays industriels à partir de 1975 est significative d'une certaine volonté de s'engager dans une voie de coopération et concertation internationale des politiques économiques.

Du sommet de Londres (1977) au sommet de Versailles (1982), en passant par celui de Bonn (1978), par celui de Tokyo (1979), par le sommet de Venise (1980) et par celui d'Ottawa (1981), beaucoup d'intentions ont été exprimées dans le sens d'une augmentation de la coopération internationale.

Très souvent les EU se sont engagés à réduire leur déficit budgétaire et à contrôler leur déficit de la balance de paiement. Mais, les conclusions les plus fréquentes de ces sommets se réduisent à des déclarations d'intentions plus au moins ambiguës. C'est ainsi qu'à Ottawa, on s'est accordé sur "la volonté d'une croissance monétaire faible et stable et le souhait commun d'une plus grande stabilité du marché de changes et des marchés financiers"⁴⁰, volonté qui est confirmée à Versailles par le désir de "procéder à des interventions sur le marché de changes pour contrecarrer des situations de désordre."⁴¹

Plus récemment, le niveau très élevé atteint par le dollar au début de 1985 et l'incapacité évidente des marchés à le corriger ont fait apparaître un

⁴⁰ Sommet d'Ottawa 20-22 juillet 1981 - Principaux accords, in Ménil, Georges de, Les Sommets Economiques - les Politiques Nationales à l'heure de l'interdépendance, Paris, Economica, 1983, p. 88.

⁴¹ Sommet de Versailles 5-6 juin 1982, Ménil, Georges de, 1983, *op. cit.*, p. 89.

intérêt mutuel à une action conjointe pour le faire baisser. On se réfère notamment à l'accord du Plaza. En effet, craignant une dépréciation cumulative incontrôlée du dollar, due à une perte de confiance, les autorités monétaires américaines décident d'assouplir leur politique monétaire. Une telle politique contribue à faire baisser les taux d'intérêt américains par rapport à ceux de la plupart des autres économies industrielles. L'accord du Plaza conclu en septembre de 1985 par les cinq économies les plus industrialisées (EU, France, Allemagne, Japon et Grande Bretagne) exprime alors une volonté commune d'amplifier ce mouvement de baisse du dollar. De plus, la série de baisses synchronisées des taux officiels d'escompte aux EU, au Japon et en Allemagne reflète une certaine coordination internationale.

Mais ces actions ne peuvent pas être considérées comme traduisant l'essor de la coopération comme forme de régulation monétaire internationale. Pour la plupart, ont persisté des vues discordantes sur les niveaux des taux de change qui pourraient réduire les déséquilibres financiers, les divergences doctrinales concernant la gestion continue des taux de change, le besoin ou non de répercuter la gestion des changes sur les politiques monétaires et de prendre en compte des éléments de politiques autres que monétaires, dans les initiatives conjointes.

En effet, la coopération a été de courte durée. A partir de la moitié de 1986 des divergences d'opinions entre les autorités des pays dont la monnaie s'apprécie (Allemagne et Japon) et les autorités américaines apparaissent. Les pays, dont la monnaie s'apprécie ne croient pas à la nécessité de modifier le cours de leur politique monétaire, alors qu'en revanche les autorités américaines souhaitent une nouvelle baisse du dollar.

La chute du dollar atteint pourtant des niveaux jusqu'alors inconnus: la dépréciation du dollar par rapport au mark et au yen dépasse les 50% pendant l'année 1986, sans qu'en contrepartie la balance commerciale des EU s'améliore.

L'accélération de la chute du dollar dans les derniers mois de 1986 est à la base d'un nouvel accord, mais cette fois pour stabiliser le dollar. On se réfère à l'accord du Louvre signé le 31 octobre 1986, par lequel les autorités monétaires américaines et japonaises ont accordé une stabilisation de la parité yen-dollar.

Les accords se succèdent sans qu'on ne puisse pourtant parler d'une coopération internationale organisée, car "les conditions d'une coopération

organisée, qui doivent absolument être clarifiée pour assurer la crédibilité de l'emprise, sont restées dans l'ambiguïté (..) même si les conditions existantes dans l'actualité sont plus que jamais favorables à une démarche coopérative."⁴² En fait, les autorités monétaires américaines commencent à reconnaître les incidences néfastes sur leur économie d'interdépendances non maîtrisées. L'incidence inflationniste d'une baisse excessive du dollar, les problèmes de compétitivité qui découlent pour l'industrie d'une hausse excessive du dollar, ont convaincu les EU de tenir compte, dans leur propre intérêt, des répercussions à l'étranger de leur politique économique trop exclusivement nationaliste.

2.3.3. QUI N'EXERCE PAS LA MEME CONTRAINTE SUR TOUTES LES ECONOMIES.

Cette absence de coopération internationale n'a cependant pas les mêmes effets nuisibles sur toutes les économies. Si dans les économies moyennes elle a été partiellement compensée par la coopération régionale, les petites économies en général et les sous-industrialisées en particulier, ont vu augmenter leur dépendance sans en retirer aucune contrepartie.

En ce qui concerne les moyennes économies, le fait le plus remarquable est la coopération monétaire au sein des pays européens, d'abord par la constitution du Serpent Monétaire Européen, après par le Système Monétaire Européen.

Le Serpent Monétaire Européen, constitué en avril 1972 par l'accord de Bâle regroupant huit pays européens (les six, le Danemark et la Norvège) établissait des parités fixes mais ajustables, assurées par des mécanismes de défense et de soutien mutuel. Sa mise en place répondait aux impératifs d'affirmer une certaine individualité de l'Europe au sein du SMI, tout en maintenant les parités fixes de chaque monnaie conformes aux accords de Bretton-Woods. La faillite du système a rendu nécessaire la reconstruction d'un nouvel ordre monétaire européen.

⁴² Aglietta, La fin des devises-clés, Paris, La découverte, 1986, p. 98.

Le Système Monétaire Européen (SME) sortant des accords de Brême en 1979 vient répondre à ses objectifs à travers:

- la mise en place des changes stables mais ajustables;
- l'établissement d'une coopération monétaire entre les pays membres.
- Des changes stables mais ajustables.

Il ne s'agit pas d'une simple extension du mécanisme du Serpent. Celui-ci a été remplacé par un système de type panier, dans lequel chacun déclare un court pivot par rapport à une unité de compte composite: l'écu. Les marges de fluctuation sont établies par rapport à cette unité de compte, c'est-à-dire que le coût de l'ajustement tombe sur la monnaie qui diverge le plus de la moyenne. Pour les pays à monnaie faible, ce système paraît ainsi plus équitable que celui du Serpent. Dans celui-ci la charge de l'ajustement était inégalement répartie: quelle qu'ait été la situation qui avait amené deux monnaies aux limites opposées du Serpent, c'était le pays à monnaie faible qui, en définitif, finançait l'essentiel du coût des interventions des deux banques centrales.

Les courts pivots en écus des monnaies participantes servent à déterminer une grille de cours pivots bilatéraux. Les marges de fluctuation établies de part et d'autre des cours pivots bilatéraux, permettent de fixer les cours d'intervention auxquels les pays participants sont tenus de vendre ou d'acheter leur monnaie en quantité illimitée. La marge de fluctuation admise est fixée pour les monnaies communautaires participantes à plus ou moins 2,5% de part et d'autre des cours pivots. Pour rendre le système plus flexible, les modifications des cours pivots sont également prévues, et possibles par des accords mutuels des pays participants au mécanisme de change.

Le système est complété par la création d'un indicateur de divergence dont le rôle est de signaler si une monnaie participante s'engage dans un cour d'évolution visiblement différent de celui des autres monnaies. La divergence se mesure par la différence entre le cour quotidien en écu et le cour pivot d'une monnaie vis-à-vis de l'écu.

- Une coopération monétaire entre les pays membres.

Un système de taux de change stable entre les monnaies dans un environnement de flottement généralisé au niveau international n'était pas

possible sans une coopération monétaire entre les pays membres, c'est-à-dire une coordination des politiques de change à l'égard des pays tiers.

Cette coopération était prévue dès le début. Une coordination des interventions vis-à-vis des monnaies tierces et notamment du dollar devrait ainsi permettre de réduire d'éventuelles tensions au sein du SME en diminuant les risques de divergences par rapport au dollar.

En conclusion, le SME a indubitablement permis aux économies européennes une certaine convergence, qui s'est notablement accrue depuis l'origine en matière de taux de change, de taux d'intérêt et même de rythmes d'inflation. "Particulièrement depuis 1983, l'Europe des monnaies apparaît bien comme un "îlot de stabilité " relative au sein du système général de flottement des monnaies."⁴³ Cette coopération a, enfin, permis aux économies européennes de surmonter plus facilement les transformations du système monétaire et financier international, à travers l'affaiblissement pour chaque économie du poids de la contrainte extérieure.

En ce qui concerne les petites économies ouvertes ces mêmes transformations de la finance internationale se sont avérées beaucoup plus contraignantes. Leur ouverture et leur petite taille les a rendues très vulnérables aux déséquilibres internationaux, car l'intégration financière augmente la vitesse dans la transmission des déséquilibres. L'endettement extérieur qui, comme on a vu, découle de la propre logique du système monétaire et financier international, les a rendues très dépendantes de l'extérieur.

La perte d'autonomie dans la conduite de la politique monétaire en générale, et dans la gestion des taux d'intérêt, en particulier, est donc renforcée. C'est ce qu'on essaiera de démontrer dans les pages suivantes .

⁴³ Bourguinat, 1987, *op. cit.*, p. 226.

SECTION II :

**UNE DEPENDANCE SANS CONTREPARTIE POUR LES PETITES
ECONOMIES OUVERTES.**

CHAPITRE I: DESEQUILIBRE EXTERIEUR ET SON INFLUENCE SUR LES TAUX D'INTERET.

Tout pays confronté à une situation de déséquilibre extérieur voit se réduire l'éventail de ses choix en matière de Politique Economique. Il doit choisir un compromis entre des situations extrêmes⁴³:

- différer l'ajustement par le recours à l'endettement extérieur et à l'utilisation des réserves de change jusqu'à ce que le rééquilibrage soit rétabli par des politiques structurelles (sur l'appareil productif) ou par l'amélioration de l'environnement international;
- procéder à un ajustement rapide en entreprenant une politique de dévalorisation du taux de change.

1.1. LA MANIPULATION DU TAUX DE CHANGE POUR LE REEQUILIBRE EXTERNE ET LES REPERCUSSIONS SUR LES TAUX D'INTERET .

Un recours à l'endettement extérieur, s'il est souvent inévitable et même s'il peut être efficient dans la première phase d'une situation de déséquilibre extérieur, ne doit constituer qu'un prélude à un ajustement.

Le recours à l'endettement extérieur peut se justifier par deux raisons⁴⁴:

- il permet de financer des projets d'investissement favorables au redressement de la balance de paiement;
- un ajustement trop rapide peut préjudicier un tissu industriel fragile;
- il peut permettre de compenser des sorties de capitaux à court terme, si celles-ci sont des phénomènes temporaires.

Mais il doit être limité quantitativement et dans le temps car:

- la politique d'endettement ne doit pas constituer un moyen de financement de la consommation interne: les dettes de moyen/long terme doivent être réservées au financement des dépenses d'ajustements;
- l'endettement à des effets cumulatifs peut conduire à des charges de remboursements en capital et en intérêt difficilement supportable.

⁴³ Icard, André, Régulation Monétaire et Equilibre Extérieur, Cahiers Economiques et Monétaires de la Banque de France, n°18, 1984.

⁴⁴ cf., Icard, A., 1984, *op. cit.*

L'autre alternative qui reste pour les PEO est donc de procéder à un ajustement, à travers notamment la dépréciation du taux de change.

1.1.1. DE L'APPROCHE TRADITIONNELLE DES EFFETS DE MANIPULATION DU TAUX DE CHANGE A UNE ANALYSE SPECIFIQUE POUR LES PEO.

1.1.1.1. La limitation de l'approche traditionnelle.

Dans une perspective traditionnelle (plus récemment appuyée par les partisans de la parité des pouvoirs d'achats), le flottement du taux de change permet, par la seule variation des prix de la monnaie nationale vis-à-vis des autres devises, d'ajuster la balance de paiement et d'établir l'unicité des prix nationaux et internationaux. La politique monétaire peut alors être consacrée exclusivement à des objectifs internes.

Même si on considère que le taux de change ne peut pas être considéré comme une variable totalement exogène, plusieurs arguments permettent de nous écarter de cette approche:

- la théorie de la PPA ne semble pas se vérifiée dans le court/moyen terme⁴⁵;

- l'énorme fluctuation des taux de change laisse penser qu'ils sont non seulement liés à l'évolution des transactions commerciales, mais aussi (et de plus en plus) influencés par des phénomènes financiers, et sont donc assujettis aux variations d'une demande de monnaie considérablement plus instable que le prévoyait "l'approche traditionnelle"⁴⁶;

- le délai des réactions des soldes de transactions courantes aux variations du taux de change s'est, semble-t-il, allongé, la phase déséquilibrante de la célèbre "courbe en J"⁴⁷, donnant parfois lieu à des fluctuations de la parité de la devise nationale.⁴⁸

⁴⁵ cf., Icard, A., *op. cit.*

⁴⁶ cf., Aglietta, M. et V. Coudert, 1984, *op. cit.*

⁴⁷ La "courbe en J" traduit le fait que les flux des biens et services ne réagissent aux variations du taux de change qu'avec des décalages temporels, car au moment où se produit la dépréciation les biens déjà en transit ou sous contrat ont été achetés et l'accomplissement de ces transactions domine la variation à court terme de la balance des opérations courantes.

Si, par la suite, on n'accepte pas ce raisonnement (au moins il est difficilement soutenable dans le court/moyen terme), il devient nécessaire de s'interroger sur le niveau adéquat du taux de change et sur son mode de gestion, en fonction des caractéristiques spécifiques de chaque économie.

1.1.1.2. La prise en considération des caractéristiques spécifiques de chaque économie.

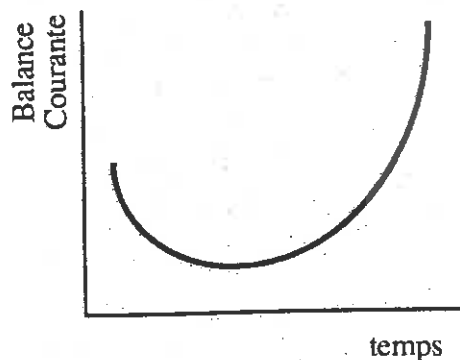
a) des effets différenciés selon les structures productives.

En premier lieu, on ne peut pas établir une politique de change idéal, indépendamment des caractéristiques spécifiques de chaque économie, car les mêmes politiques de change peuvent aboutir à des résultats fort différents entre les pays, et même contradictoires vis-à-vis des prédictions de la théorie économique.

C'est ainsi que, par exemple, pour l'Allemagne il a été possible dans les années 70 de maintenir une balance de paiement équilibrée et même excédentaire avec des politiques successives d'appréciation de la monnaie nationale et que, par contre, en France ce sont les dévaluations successives qui ont permis des gains significatifs de la balance commerciale.

L'effet positif d'une appréciation de la monnaie sur les comptes extérieurs se manifeste quand les prix des produits vendus à l'extérieur sont relativement trop élevés (gains en terme de l'échange), ou grâce à l'entrée de capitaux plus ou moins favorisés par des taux d'intérêt élevés.

Même si dans la plupart des cas ces situations ne peuvent être que temporaires, car la déflation intérieure qui assure en définitif la surévaluation de la monnaie nationale est un facteur d'instabilité sociale et politique en

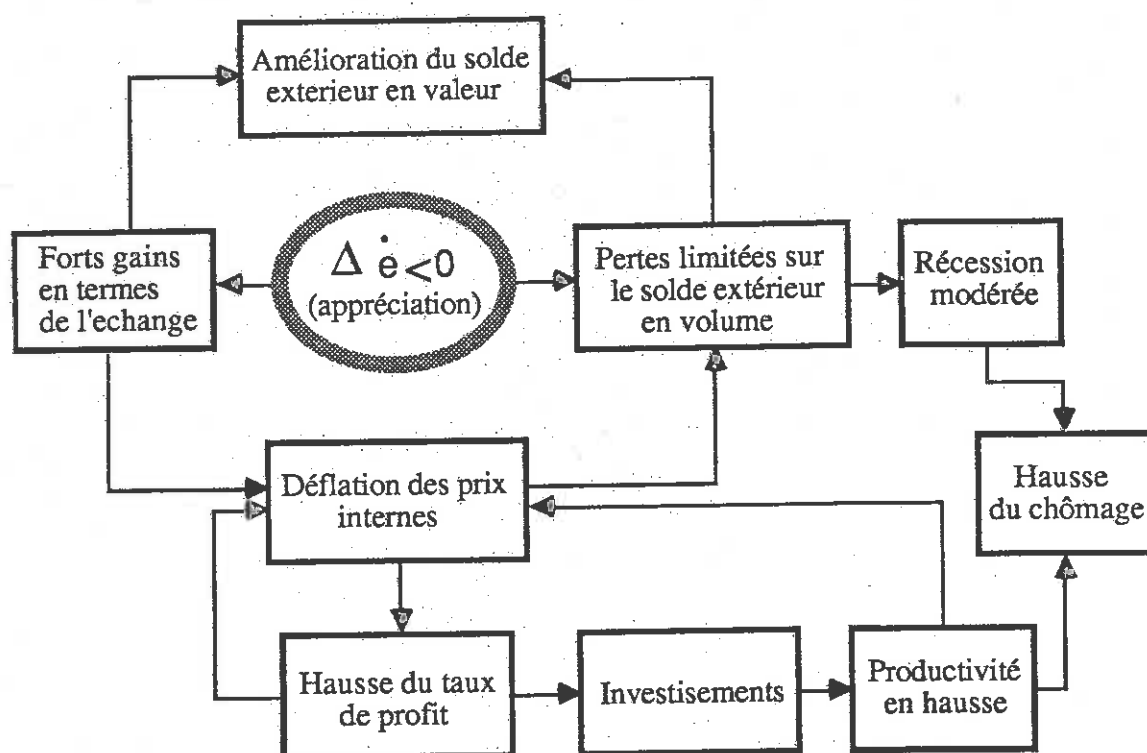


⁴⁸ cf., Krueger, A. O., La détermination des taux de change, Paris, Economica, 1985.

longue période⁴⁹, en ce qui concerne l'Allemagne, celle-ci s'est montrée très efficiente.

L'enchaînement des répercussions liées à l'appréciation du mark peut être analysé à travers le schéma qui suit⁵⁰:

Cercle Vertueux Allemand



Compte tenue de la bonne qualité de la spécialisation allemande, les pressions concurrentielles résultantes de l'appréciation de la parité demeurent modérées. Les exportations ne diminuent pas beaucoup et la pénétration étrangère (importation) reste modérée.

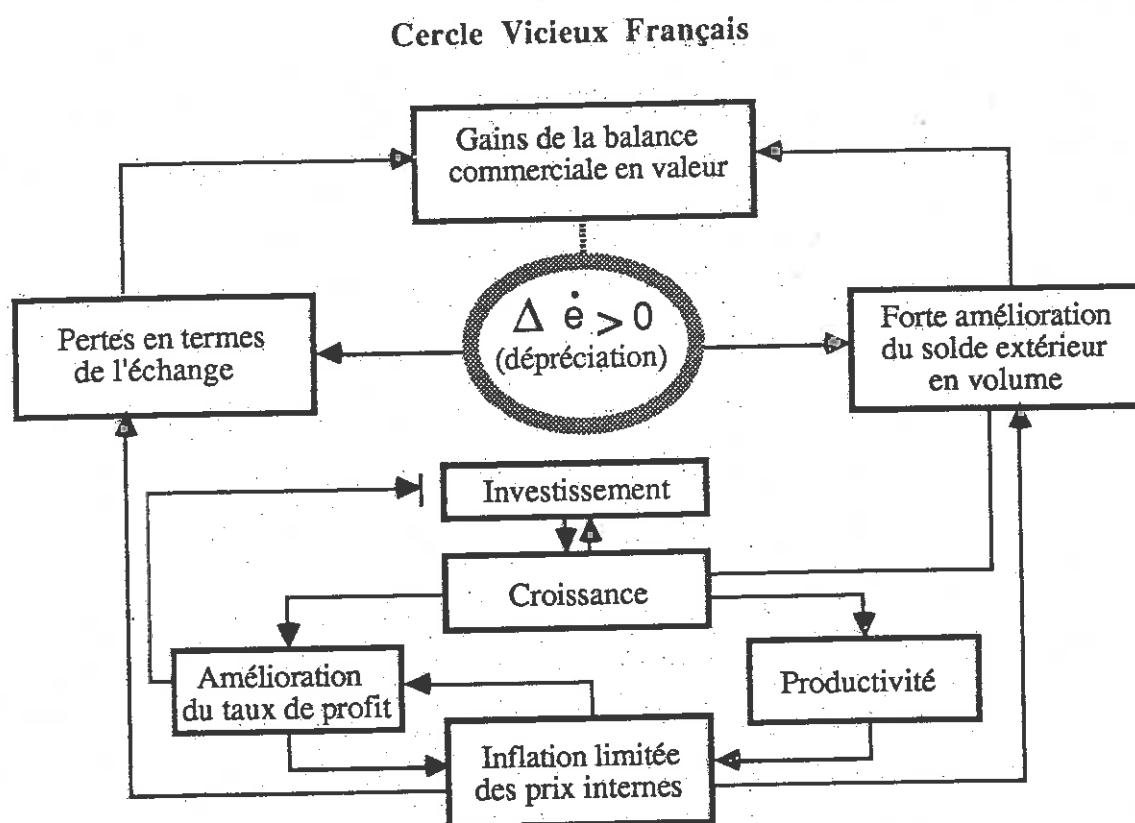
Les gains des termes de l'échange liés à la formation des prix à l'exportation (qui diminuent moins que les prix à l'importation) modifient profondément le système des prix relatifs et la répartition des revenus en autorisant une déflation généralisée des prix. La baisse d'activité et la

⁴⁹ cf., David, Jacques Henri, *La Monnaie et la Politique Monétaire*, Paris, Economica, 1984.

⁵⁰ Source: Aglietta, M., A. Orléan, G. Oudiz, *Des adaptations différentes aux contraintes internationales*, *Revue Economique*, juillet 1981, p. 691.

pression sur les prix à l'exportation déterminent une diminution des profits nominaux. Cependant, le taux de profit réel s'améliore⁵¹.

En France par contre, "la logique qui se dégage c'est d'un cercle vicieux dévaluation-inflation"⁵² qui, tout en préservant l'emploi et la croissance, entraîne à nouveau des pressions inflationnistes et donc une dévaluation ultérieure. La dévaluation est pourtant accompagnée significatifs en termes de balance commerciale. L'enchaînement pour le cas français peut être analysé à l'aide du schéma n° 353:



La logique tendantielle de la croissance française est au contraire intrinsèquement liée à une relative dépréciation tendantielle de la parité. Une érosion régulière de la parité permet le maintien d'un taux de croissance relativement important de la production, de l'emploi et de la productivité, et contribue même à travers l'amélioration des profits à une déflation des prix à la production et à un accroissement d'investissement. En ce qui concerne la

⁵¹ idem, p. 690.

⁵² idem, p. 686.

⁵³ idem, p. 687.

balance commerciale, il s'avère que la dégradation des termes de l'échange, est largement compensée par les gains en volume sur le solde extérieur.

En ce qui concerne directement les effets de la dévalorisation sur l'équilibre extérieur dans les PEO semi-industrialisées, les études sont beaucoup plus rares. Cependant, quelques études semblent confirmer la conclusion précédente retirée de l'analyse du cas français et allemand. Ainsi, le résultat le plus important du modèle à prix fixes de Cuddington⁵⁴ est de montrer que les effets des politiques économiques déterminées peuvent être différents selon les types de niveaux d'équilibre temporaire atteint dans les pays en développement.

Cuddington a supposé que le gouvernement établissait des contingents à l'importation, permettant aux prix intérieurs des biens importables d'être au-dessus des niveaux mondiaux. Il a aussi considéré, que le niveau des prix des biens d'importation, pratiqués à l'intérieur des pays, était plafonné par le gouvernement à un niveau inférieur aux prix d'équilibre sur le marché, même lorsque le niveau des importations est restreint. On considère deux grands types d'équilibre temporaire: l'équilibre keynésien et l'équilibre classique.

Dans les deux cas, une dévaluation stimule toujours la production des biens exportables et les exportations. En situation de sous-emploi classique, une dévaluation améliore nécessairement la balance commerciale, ce qui n'est pas nécessairement vrai dans le cadre de sous-emploi de type keynésien, si la demande pour les exportations a une élasticité moins que parfaite.

Dans le cas de sous-emploi keynésien un desserrement des contingents à l'importation réduit la production des biens exportables et les exportations, mais ne les modifie pas avec un sous-emploi classique.

Les effets sur la balance commerciale sont négatifs dans le cas de sous-emploi keynésien, mais de signe indéterminé en cas de sous-emploi classique.

On aboutit donc, à des effets de politique de change tout à fait différent selon qu'on est dans le cas d'un sous-emploi classique ou dans le cas d'un sous-emploi keynésien.

En conclusion, le choix monnaie forte / monnaie faible (même s'il existe réellement un choix pour les PEO) est un choix difficile, car le résultat est

⁵⁴ Cuddington, John, T., *Import Substitution Policies: a Two - Sector Fixed Priced Model*, *Review of Economics Studies*, 48, 1980, cité par Krueger, A. O., *La détermination des taux de change*, Paris, *Economica*, 1985.

fortement dépendant des structures économiques (et sociales) de chaque pays.

b) L'importance de la prise en compte d'autres caractéristiques spécifiques des PEO.

- L'endettement extérieur.

En deuxième lieu, et en ce qui concerne de plus près les PEO, il existe un problème supplémentaire: l'endettement extérieur.

L'interdépendance entre taux de change et équilibre extérieur est particulièrement marquée dans les économies endettées, puisque la détérioration de la monnaie nationale ne peut qu'alourdir la charge de la dette et donc renforcer le déséquilibre extérieur⁵⁵.

Bruno⁵⁶ s'est intéressé au problème et l'a étudié à l'aide d'un modèle d'économie ouverte à deux secteurs, comprenant un bien échangé avec l'étranger et un bien qui ne l'est pas. La conclusion à laquelle l'auteur aboutit est que le pays peut emprunter, mais doit retrouver à terme son niveau d'endettement initial.

Dans son modèle, le taux de change idéal dépend de l'augmentation relative de l'offre des biens susceptibles d'être échangés avec l'étranger par rapport à la demande au cours du temps. Un emprunt optimal suivi par un remboursement ultérieur, dans le contexte d'une offre relative de biens échangeables avec l'étranger constante, donnerait lieu à une dépréciation graduelle du taux de change réels. Dans la mesure où l'offre relative de biens échangeables avec l'étranger serait croissante, le taux de dépréciation serait moindre, et si l'accroissement était suffisamment important, le taux de change réel pourrait même s'apprécier au cours du temps.

Si l'on considère qu'il n'y a pas lieu de penser que l'offre relative de biens échangeables avec l'étranger augmente plus que la demande au cours du temps, alors un emprunt à des stades antérieurs au "sentier temporel optimal", suivi par un remboursement ultérieur, engendrerait une dépréciation graduelle du taux de change réel.

⁵⁵ cf., Icard, A., 1984, *op. cit.*

⁵⁶ Bruno, Michel, The Two-Sector Open Economy and the Real Exchange Rate, *American Economic Review*, 1976, cité par Krueger, A. O., La détermination des taux de changes, Paris, Economica, 1985.

Certains auteurs⁵⁷ étaient même allés plus loin mettant en évidence le fait que les dévaluations à partir des positions extrêmement restrictives à l'importation étaient souvent accompagnées de prêts étrangers officiels importants ou même du renversement des flux de capitaux spéculatifs. Ceci à son tour permettait des accroissements prononcés dans les importations et même l'augmentation des déficits du compte courant, à la suite des dévaluations.

- L'importance des marchés noirs.

On peut encore ajouter l'importance des marchés noirs comme une difficulté additionnelle à la manipulation du taux de change.

Dans beaucoup de PEO, l'imperfection du système financier et des mécanismes de contrôle par les autorités monétaires, se traduit par l'essor des marchés de change noirs d'une importance non négligeable.

Ces marchés constituent un important obstacle au maniement par les autorités monétaires du taux de change. Si le gouvernement maintient le taux de change à un niveau auquel la demande de devises étrangères est excédentaire, et interdit toute sortie de capitaux, une demande de devises étrangères non satisfaite, se dirigera vers le marché noir (et sa quantité sera indépendante du taux de change). L'offre de devises étrangères sur le marché officiel devient fonction du taux de change sur le marché noir, tandis que l'offre de devises étrangères sur le marché noir est fonction du taux de change ce propre marché, du degré de risques associé aux transactions effectuées sur le marché noir et de l'étendue de la sur-factoration sur le marché officiel.

⁵⁷ Krueger, A. O., Interactions between Inflation and Trade Regime Objectives in Stabilisation Programs, in Cline, William R(eds), Economic Stabilisation in Developing Countries, Washington D.C., Brookings Institut, 1981, p.83 - 114.

1.1.2. LE TAUX D'INTERET DANS LES POLITIQUES D'AJUSTEMENT PAR LE TAUX DE CHANGE.

Si les autorités monétaires choisissent de contrôler le taux de change, deux voies sont possibles pour réaliser l'ajustement:

- l'ajustement par la quantité;
- l'ajustement par les prix.

En ce qui concerne les PEO, Kapur⁵⁸ a démontré que les taux d'intérêt sont un instrument beaucoup plus efficace, pour entreprendre des politiques de change, que la manipulation des agrégats monétaires. L'augmentation du taux d'intérêt nominal, plutôt que la baisse du taux de croissance de l'offre de monnaie, est la politique monétaire optimale pour accompagner une dévaluation, surtout quand la situation initiale se caractérise par un rationnement du crédit et un mauvais fonctionnement des marchés financiers nationaux, ce qui constitue plutôt la norme que l'exception dans les PEO⁵⁹.

Les taux d'intérêt sont d'ailleurs l'instrument classique de maniement du taux de change. Pour son maniement les autorités monétaires sont supposées pouvoir influencer l'offre et la demande de monnaie, jusqu'à ce que l'équilibre du marché de change soit rétabli au niveau désiré. En effet, une augmentation du taux d'intérêt attire des capitaux étrangers, lesquels exercent un effet rééquilibrant sur la balance de paiement, car l'amélioration de la balance de capitaux surcompense le déficit des transactions courantes qui peut en résulter.

1.1.2.1. L'apport de la théorie: relations macroéconomiques entre taux d'intérêt et taux de change.

En réalité, les relations entre taux de change et taux d'intérêt sont beaucoup plus complexes. Elles ne se limitent pas à l'action des seconds sur les mouvements de capitaux qui, à leur tour, influenceraient le change. Cette complexité se retrouve d'ailleurs dans la nature des différentes constructions théoriques reliant ces variables au niveau macroéconomique. En reprenant ici brièvement les trois principales familles de modèles (les modèles keynésiens,

⁵⁸ Kapur, Bassant K., Alternative Stabilisation Policies for Lessed-Developed Economies, Journal of Political Economy, 84, p.775-795.

⁵⁹ FMI, Interest Policies in Developing Countries - a study by de Research Department, IMF, Washington D.C., oct. 1983, Occasional Papers, n° 22.

les modèles monétaristes et les modèles de portefeuille) on essayera de démontrer, comment la prise en compte des différents rapports entre ces variables au niveau macroéconomique aboutit à des recommandations de politiques économiques divergentes.

a) Les modèles keynésiens.

L'élargissement du modèle keynésien, trivialisé (version Hicks - Hansen) à une économie ouverte sur l'extérieur, s'est caractérisé par l'addition aux hypothèses traditionnelles de ces modèles (fixité des prix et sous-production), d'une conception particulière de la formation des taux de change. Ceux-ci y sont déterminés par confrontation d'une offre et d'une demande périodique sur le marché des changes. C'est une conception en termes d'offre et de demande de flux qui s'oppose à la conception en termes d'offre et de demande de stocks. D'après cette dernière, il existe une demande globale pour chaque économie, les variables économiques (y compris les taux de change) devant s'ajuster pour que celle-ci soit égale à la quantité en circulation. Dans un modèle keynésien simplifié, l'équilibre dans le marché des changes peut être représenté par l'égalité entre la demande excédentaire de monnaie nationale (B) (résultant d'un surplus commercial) et l'offre excédentaire résultant d'une sortie de capitaux (-C) (fonction du taux d'intérêt):

$$B(\bar{Y}, s) = -C(r)$$

Y; revenu national

s; taux de change

r; taux d'intérêt

Si l'on ajoute les équations simplifiées de l'équilibre sur le marché de biens et services,

$$Y = A(\bar{Y}, r) + B(\bar{Y}, s)$$

et de l'équilibre du marché de la monnaie,

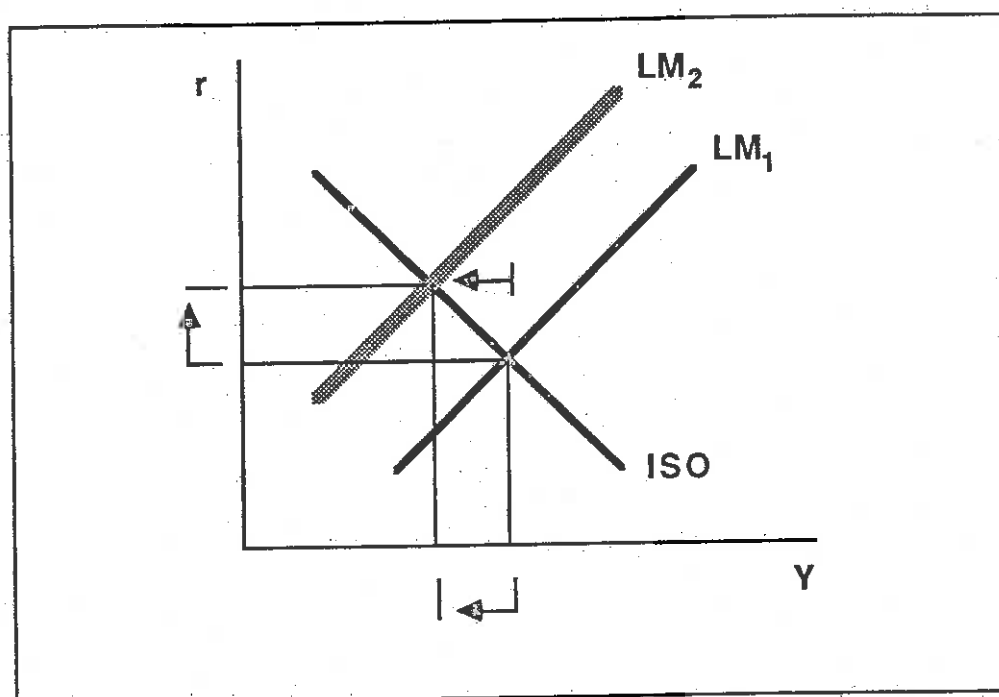
$$M = L(\bar{Y}, r)$$

M ; stock de monnaie existant (offre de monnaie)

L ; demande de monnaie

Le modèle est déterminé pour les trois variables endogènes: le revenu (Y), le taux d'intérêt (r) et le taux de change (s). Les relations qui existent entre les mouvements de taux de change et de taux d'intérêt peuvent être résumées dans le graphique suivant:

Relation entre taux d'intérêt et taux de change dans un modèle keynésien ouvert



Si les autorités monétaires dans le cadre d'une politique de taux de change veulent provoquer une appréciation de leur monnaie, elles réduisent la croissance de la masse monétaire qu'elles contrôlent ($LM_1 \rightarrow LM_2$), ce qui dans l'immédiat provoque une hausse du taux d'intérêt.

Les entrées de capitaux sont donc plus importantes et, pour restaurer l'équilibre sur le marché de change, la balance commerciale se détériore. Comme l'abaissement du revenu national tend au contraire à s'améliorer, il faut qu'une appréciation de la monnaie vienne surcompenser l'effet du revenu.

Donc dans ce modèle, une hausse du taux d'intérêt provoque une réévaluation de la monnaie nationale, l'ampleur de celle-ci étant évidemment dépendante des caractéristiques de l'économie envisagée, représentée dans le graphique par la pente des courbes LM et ISO.

b) Modèles monétaristes.

A la différence des précédents, ces modèles ne font pas appel à des notions de flux périodiques sur le marché des changes. A l'instar de la théorie financière moderne, ils visent à déterminer la valeur de marché du stock d'actifs financiers libellés en monnaie nationale.

De nombreuses variantes de ces modèles ont été étudiées jusqu'à ce jour. On se contente ici d'exposer le plus simple d'entre eux: l'approche monétaire de la balance de paiement.

On considère les pays (A) et (B) où les productions nationales, (Y_A) et (Y_B), exprimées en termes réelles, et où les taux d'intérêt nominaux, (i_A) et (i_B), sont établis de façon exogènes. Les deux économies sont supposées en situation de plein emploi. Les masses monétaires nationales (M_A) et (M_B) sont supposées être déterminées par les autorités monétaires égalant toujours les respectives demandes qui peuvent être exprimées comme:

$$(1) \quad M_A = k \cdot P_A \cdot Y_A \cdot e^{-\eta i_A}$$

$$M_B = k \cdot P_B \cdot Y_B \cdot e^{-\eta i_B}$$

où (k) et (η) sont des constantes, que pour simplifiées on suppose égales dans les deux pays, et où (P_A) et (P_B) sont les niveaux des prix.

En faisant le rapport des deux relations précédentes, en remplaçant le rapport des prix par le taux de change et en prenant les logarithmes, on obtient:

$$(2) \quad \log s = \log M_A - \log M_B - \log Y_A + \log Y_B + \eta (i_A - i_B)$$

Si l'on introduit l'hypothèse fondamentale de ces modèles à savoir, la parité des pouvoirs d'achats (PPA) laquelle est censée être toujours vérifiée, et on respecte la relation de Fischer, la différence des taux d'intérêt nominaux est égale au rapport (ou déport) d'une monnaie par rapport à l'autre, et représente la variation relative anticipée du taux de change.

La relation (2) montre que le taux de change d'un pays se détériore lorsque sa masse monétaire augmente, lorsque sa production diminue et lorsque son taux d'intérêt augmente.

Il faut remarquer que, en ce qui concerne la liaison taux d'intérêt / taux de change, les conclusions obtenues (à cause de l'hypothèse faite sur le comportement de la demande de monnaie) sont exactement contraires à celles produites par les modèles keynésiens. Ceux-ci prévoient que c'est par une diminution du taux d'intérêt que se détermine une détérioration du taux de change.

Beaucoup de modèles d'inspiration monétariste ont récemment été développés dont le plus important est, peut-être, celui de Dornbush. Les modèles ont dans leur majorité essayé d'affaiblir les hypothèses très fortes du modèle monétariste pur (comme la vérification permanente de la PPA), en introduisant (cas du modèle de Dornbush) dans la courte période l'hypothèse d'une évolution différenciée des prix. Ceci permet d'établir dans la courte période une relation positive entre le taux d'intérêt et le taux de change. Une dépréciation du taux de change provoque instantanément une diminution du taux d'intérêt, comme dans les modèles keynésiens.

Cependant, dans la longue période, l'hypothèse des anticipations rationnelles et la PPA qui sont supposées vérifiées, déterminent un retour du taux d'intérêt à son niveau initial, en même temps que le taux de change se stabilise à son nouveau niveau d'équilibre (correspondant à la PPA).

Le bilan global d'une dépréciation du taux de change se traduit donc, à long terme, par un taux d'intérêt inchangé, en dépit des phénomènes de surajustement qui se vérifie dans un très court terme.

La liaison fondamentale entre le taux d'intérêt et le taux de change, définie comme une relation négative entre les deux variables, prévaut dans le modèle monétariste pur comme dans le modèle de Dornbush.

c) Les modèles de portefeuille.

Une nouvelle classe de modèles intermédiaires est apparue récemment dans la littérature: les modèles de portefeuille.

Dans leur forme la plus simple, ces modèles peuvent être décrits par les équations suivantes:

$$(1) \frac{M}{W} = m(\bar{r}, \bar{r}^*)$$

M; masse monétaire

r; taux d'intérêt national

r*; taux d'intérêt étranger

W; richesse nominale

selon laquelle, la fraction de la richesse monétaire des résidents est une fonction des taux d'intérêts nationaux et étrangers;

$$(2) \frac{B}{W} = b(\bar{r}, \bar{r}^*)$$

qui explique de la même façon la détention d'obligations nationales, et

$$(3) W = M + s \cdot B^* + B$$

B; obligations nationales détenues par les résidents

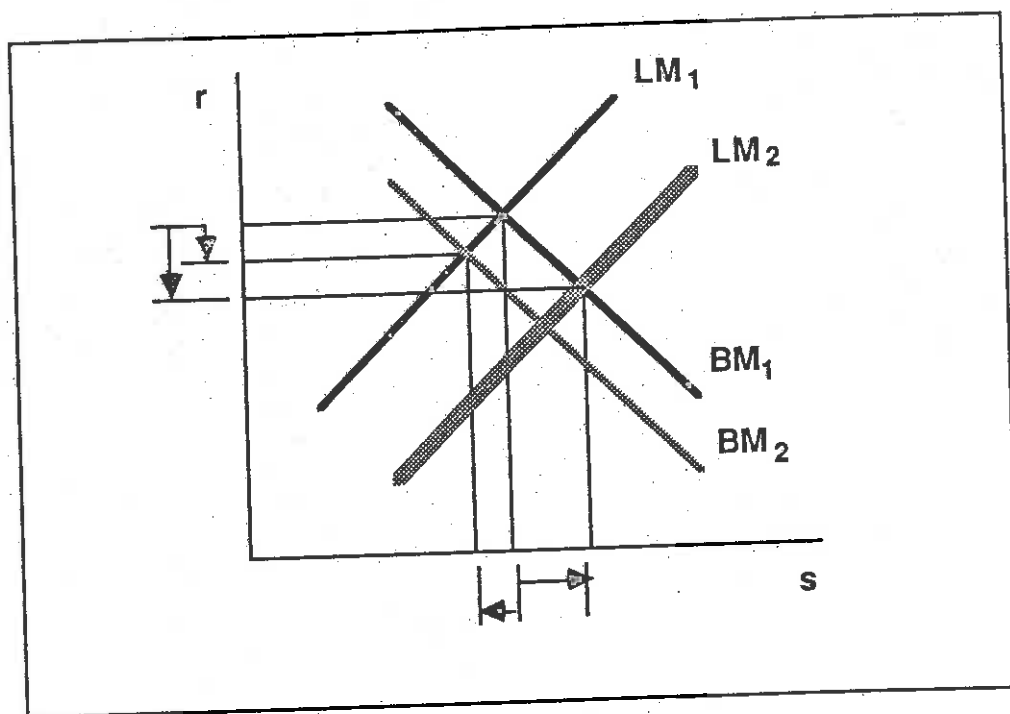
B*; obligations étrangères détenues par les résidents

s; le taux de change

qui définit la richesse financière nationale comme la somme de la masse monétaire et des actifs détenus par les résidents qu'ils soient nationaux ou étrangers.

Le système de ces trois équations permet de déterminer (W, r, s) en fonction des variables (M, B, B*, r*). L'équilibre du marché monétaire peut alors être représenté par le graphique qui suit.

Relation entre taux d'intérêt et taux de change dans les modèles de portefeuille



A masse monétaire donnée, si le taux d'intérêt national augmente, l'équilibre représenté par la relation (1) ne peut être maintenu que si la richesse augmente également sous l'effet d'une croissance du taux de change (LM). De même, l'équilibre du marché des obligations nationales peut être représenté par la courbe (BM) dont la pente négative traduit le fait que si le taux d'intérêt augmente, la richesse (W), et donc le taux de change, doivent diminuer.

Le modèle de portefeuille n'implique pas de liaison univoque entre les variations du taux d'intérêt national et celles du taux de change, contrairement aux modèles étudiés précédemment. Un accroissement du taux d'intérêt national peut être accompagné aussi bien d'une appréciation que d'une dépréciation de la devise nationale, selon l'origine de la perturbation qui a provoqué cet accroissement et l'état de l'économie du pays considéré.

Il faut pourtant remarquer que dans ce modèle, un accroissement des titres étrangers détenus par les résidents ne peut être obtenu qu'en conséquence d'une balance de transaction courante positive (en contrepartie de leurs excédents commerciaux, les résidents reçoivent des titres étrangers).

Une telle balance entraîne donc, une appréciation du taux de change de la monnaie nationale sans que le taux d'intérêt domestique soit affecté.

En conclusion, il n'est pas possible, même dans un strict point de vue théorique, d'établir au niveau macroéconomique une relation unique et indiscutable entre le taux d'intérêt et le taux de change.

En plus, tous les modèles considérés semblent être d'une adéquation discutable pour ce qui concerne l'analyse des répercussions sur le taux d'intérêt d'une manipulation du taux de change (dans une politique de réajustement face à un déséquilibre extérieur), et ceci pour deux raisons principales:

- parce qu'il existe dans la plupart des PEO des réglementations de contrôle de mouvements de capitaux, alors qu'on a supposé jusqu'alors une substituabilité parfaite entre les actifs;

- parce que le déséquilibre pré-existant, et par la suite l'endettement extérieur pré-existant au moment où les politiques d'ajustement sont entreprises, peut déterminer des anticipations de change défavorables à la monnaie et contre lesquelles les autorités monétaires du pays s'avèrent impuissantes.

1.1.2.2. La prise en considération des caractéristiques spécifiques des PEO.

a) Le contrôle des mouvements de capitaux.

- De l'impossibilité de déconnexion des taux d'intérêt en régime de contrôle des mouvements de capitaux à l'impossibilité du rééquilibre de la BP à travers le taux d'intérêt (via taux de change) en son absence.

Tous les modèles qu'on vient d'analyser supposent une fluidité des marchés de capitaux et, en particulier, la non existence d'entraves réglementaires aux mouvements des capitaux des résidents et des non résidents, c'est-à-dire la parfaite substituabilité entre actifs financiers libellés en monnaie nationale et en autres devises. Cependant, toute contrainte quantitative imposée aux mouvements de capitaux par un contrôle de change

réduit la capacité d'ajustement par les taux ⁶⁰, car en présence de ces contrôles, les mouvements rééquilibrants de l'arbitrage ne peuvent pas avoir lieu. Or, comme on déjà plusieurs fois souligné, le contrôle des mouvements de capitaux est plutôt la norme que l'exception dans les petites économies.

Ces contrôles des mouvements de capitaux sont précisément institués pour protéger les marchés intérieurs contre les chocs externes et pour augmenter l'autonomie de la politique monétaire intérieure. Si l'augmentation du taux d'intérêt ne peut pas être un instrument pour le rééquilibrage extérieur en présence des contrôles de mouvements de capitaux, il ne l'est pas non plus en son absence, car dans ce cas les autorités n'arrivent pas à déconnecter les taux d'intérêt intérieurs des marchés internationaux, surtout en ce qui concerne les taux d'intérêts réels.

Le problème n'est d'ailleurs pas spécifique pour les petites économies sous-industrialisées, mais commun à toutes les petites économies comme par exemple, l'économie canadienne⁶¹.

Pendant toute la décennie de 70 et le début des années 80, le taux d'intérêt au Canada a suivi, tant dans les hauts que dans les bas, les taux d'intérêt américains. Cependant, ce n'est pas le comportement des autorités monétaires qui a changé par rapport aux années précédentes où le comportement des taux d'intérêt internes semblait indépendant de l'extérieur. A partir des années 70 seuls les taux d'intérêt nominaux à courte période pouvaient être manipulés par les autorités monétaires, qui n'arrivaient pas à influencer les taux d'intérêt réels.

Pendant les années 79/80 les autorités ont réussi à déconnecter les taux d'intérêt intérieurs, car elles ont pu profiter de l'articulation du marché des changes et de taux d'intérêt: les anticipations de changes favorables au dollar canadien ont permis des taux d'intérêt en-dessous du marché américain. Par contre, pendant les années 81/82, les anticipations à la baisse de la monnaie nationale, ont exigé de la part des autorités une augmentation des taux au-dessus du marché américain. Pourtant, pendant toute la période, les déconnexions des taux ne sont que temporaires et se traduisent pour l'ensemble de la période par une gravitation autour des taux américains.

- Une tentative de formalisation des enjeux du contrôle des mouvements de capitaux: le modèle de Henin.

⁶⁰ Icard, André, op.cit., p. 238.

⁶¹ cf., Prachowny, M. F. J., *Macroeconomic Analysis for Open Economies*, Oxford, Clardon Press, 1984, p. 144-146.

Il est possible que même en dépit de l'existence d'un contrôle des mouvements de capitaux, les autorités monétaires aient une certaine liberté dans la gestion du taux d'intérêt. Henin⁶² a présenté le problème d'une forme très claire: on essaiera de la reprendre. S'il existe une mobilité parfaite de capitaux, si les actifs sont parfaitement substituables et si pour aucun pays il n'existe de prime de risque, les mouvements de capitaux égaliseront instantanément ces taux entre les différents pays, et les autorités monétaires n'auront aucune liberté dans la gestion des taux d'intérêt:

$$i = i^*$$

i ; taux d'intérêt national

i^* ; taux d'intérêt étranger

Si par contre, la mobilité des capitaux n'est pas parfaite, le taux d'intérêt est une fonction du solde courant. Henin l'a modélisée de la forme suivante:

$$\bar{a} = a^* + Z(CA) \quad \frac{\delta Z}{\delta CA} > 0$$

$\bar{a}$; facteur d'actualisation du taux d'intérêt réel interne (le taux d'intérêt est $1/\bar{a}-1$)

a^* ; facteur d'actualisation du taux d'intérêt réel extérieur

CA ; solde courant

Si on considère que, quel que soit le régime de change les équations de parité des taux d'intérêt réels sont satisfaites:

$$s_2 = \bar{a} s_1 / a$$

s_1 ; taux de change dans la première période

s_2 ; taux de change dans la deuxième période

a ; facteur d'actualisation du taux d'intérêt nominal

et que l'équilibre monétaire s'exprime :

⁶² HENIN, P. et W. MAROIS, Desequilibre en Economie Ouverte, Paris, Economica, 1985, p. 126 et 129.

$$\frac{M}{s_1} = f \left(W_R, \frac{M_0}{s_1}, aM_2 \right)$$

$$\frac{\delta M}{\delta W_R} > 0$$

$$\frac{\delta M}{\delta M_0} > 0$$

$$\frac{\delta M}{\delta (aM_2)} < 0$$

M_0 ; encaisse initiale exprimée en francs

M ; encaisse détenue en fin de première période

W_R ; richesse réelle

M_2 ; encaisse terminale en fin de la seconde période en termes réels.

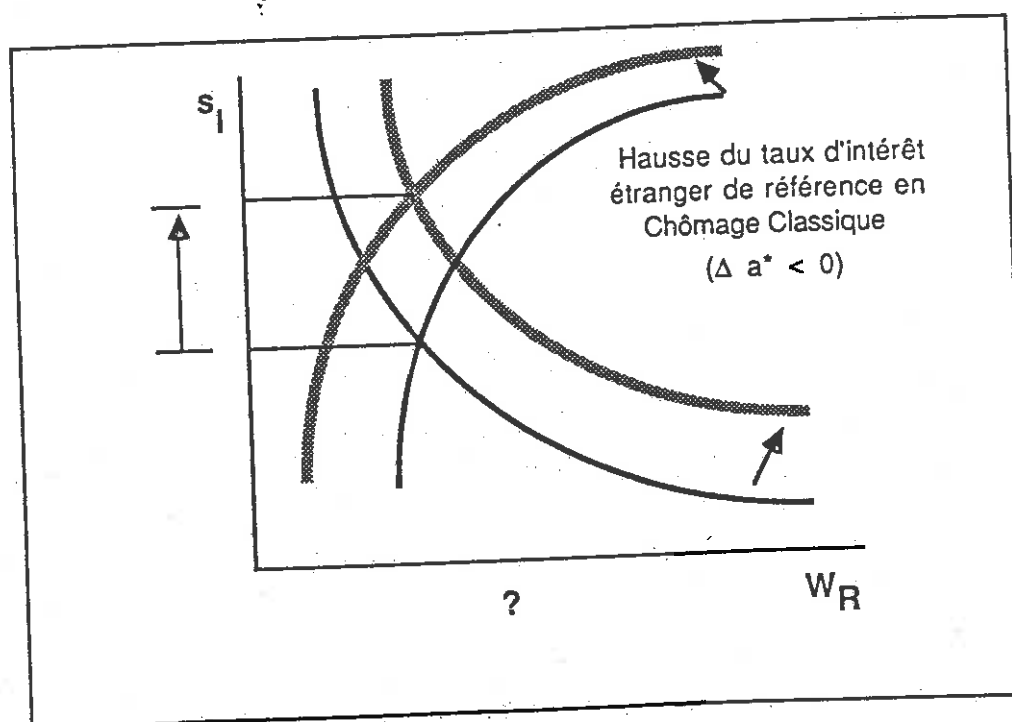
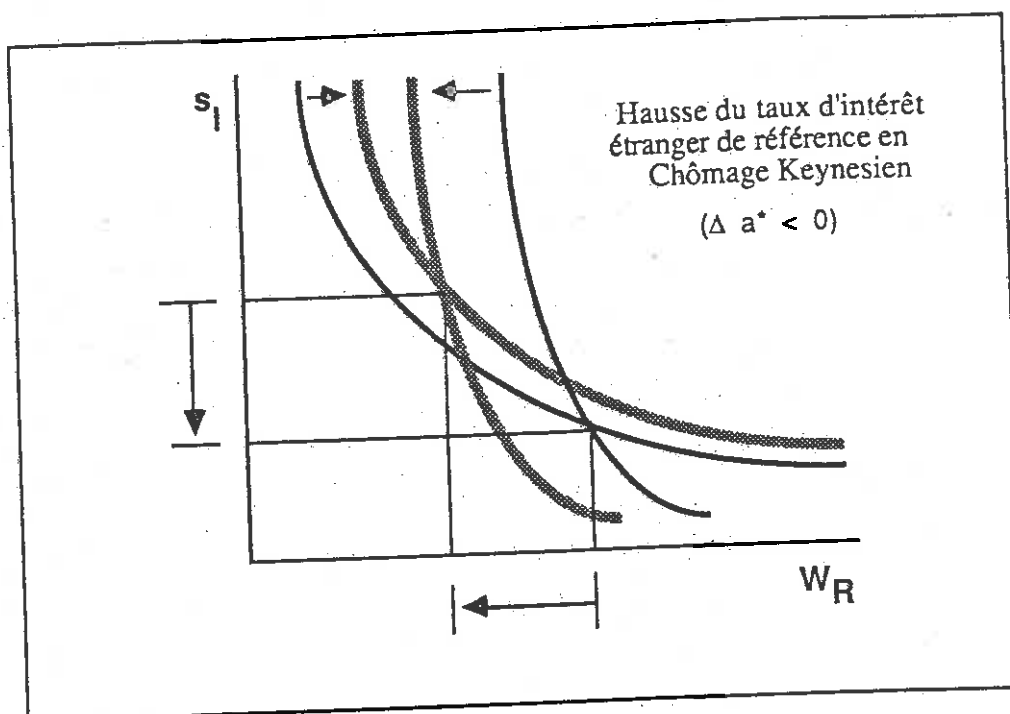
On a donc un modèle à quatre variables (a , s_1 , s_2) qui sont liées par trois relations:

- la condition des parités des taux;
- la condition d'équilibre monétaire;
- et ou par l'égalité entre le taux d'intérêt nominal national et le taux étranger (sous contrôle des capitaux), ou par la relation reliant le taux d'intérêt réel au solde de la balance courante (dans un régime de mobilité de capitaux).

Il subsiste donc, un degré de liberté qui doit être levé différemment selon le régime de change. En changes fixes, le taux de change est une constante et, le système, complètement déterminé, implique une valeur unique du taux d'intérêt nominal interne. En changes flexibles, par contre, apparaît un degré de liberté autorisant la politique économique à influencer le taux d'intérêt ou le taux de change, indépendamment du contrôle exercé par la masse monétaire.

Si le gouvernement choisit d'administrer le taux de change courant (s_1), le problème est formellement identique au précédent: le taux d'intérêt est complètement déterminé.

Ces rapports entre taux d'intérêt et taux de change, existants en changes flottants sont profilés par l'auteur dans deux scénarios différents: dans le cas général de chômage keynésien et celui du chômage classique. En chômage keynésien, une hausse du taux étranger de référence produit une dépréciation du taux de change, malgré l'amélioration du solde courant.



Soruce: Henin, P, et Marois, W. Déséquilibre en économie ouverte, Economica, 85.

En conclusion, le contrôle des mouvements de capitaux constitue la seule possibilité d'indépendance dans la gestion du taux d'intérêt. Même dans un régime où ce contrôle permet une certaine mobilité des capitaux, la gestion du taux d'intérêt demeure difficile. En ce qui concerne le mouvement du taux d'intérêt pour influencer le taux de change, on vérifie que, dès que le

contrôle n'est pas total, le taux de change réagit plutôt aux variables étrangères.

b) L'endettement extérieur pré-existant.

Un deuxième aspect à prendre en compte est qu'il est nécessaire que la hausse du taux d'intérêt soit suffisamment forte pour susciter des prises de position en faveur d'une monnaie qui, a priori, et du fait du déséquilibre pré-existant, peut bénéficier des anticipations de changes défavorables⁶³.

Dans ces conditions, le maniement du taux d'intérêt à des fins strictement externes, risque de perturber la réalisation des objectifs internes de l'économie et de placer les autorités monétaires en situation de conflits d'objectifs⁶⁴. Au niveau interne l'augmentation du taux d'intérêt provoque une diminution de la demande, ce qui entraîne une diminution de l'investissement, ce qui à son tour peut déterminer une augmentation du chômage et/ou intensifier une spécialisation en produit à forte composante en main-d'œuvre, augmentant donc, la dépendance nationale d'un type de produit dont les termes d'échange se dégradent continuellement.

L'importance relative de ces effets dépend évidemment de la valeur des élasticités des diverses fonctions d'offre et de demande, c'est-à-dire de la plus ou moins grande sensibilité de l'investissement et des mouvements de capitaux aux variations du taux d'intérêt. Dans le cas où cette sensibilité est très faible, comme celui par exemple d'une demande de crédit inélastique ou faiblement élastique au taux d'intérêt en économie d'endettement, le taux d'intérêt n'est plus un instrument adéquat⁶⁵.

⁶³ cf, Icard, Andrée, op.cit., p. 235.

⁶⁴ cf, idem, p. 235.

⁶⁵ cf., Levy-Garboua, V., Notes sur les taux d'intérêts dans une économie d'endettement, in Boissieu, C., Formation et rôle du taux d'intérêt, Paris, Cujas, 1982, p. 133-149.

1.2. L'ENDETTEMENT EXTERIEUR ET SON INFLUENCE SUR LA STRUCTURE DES TAUX D'INTERET INTERNES.

1.2.1. UN EFFET D'EMPRISE ENTRE STRUCTURES DES TAUX A TRAVERS L'ENDETTEMENT EXTERIEUR.

On a vu dans le chapitre précédent, comment les caractéristiques du SMI et les développements récents de la finance internationale rendaient les politiques monétaires plus interconnectées et l'indépendance dans la gestion du taux d'intérêt de plus en plus irréalisable pour les économies hormis les EU, du fait des emprises entre structures des taux.

On essayera dans ce chapitre d'analyser comment un endettement extérieur contribue à l'extension de ces effets sur les petites économies ouvertes.

Dans la plupart des cas les taux d'intérêt dans les petites économies ne sont pas le résultat de l'équilibre entre l'offre et la demande de fonds prêtables, mais plutôt le résultat de décisions d'ordre administratif.

Les fondements des politiques de taux d'intérêt entreprises peuvent être divers, mais la faiblesse de l'épargne interne et l'étroitesse (et imperfection) des marchés financiers, dans la mesure où elles déterminent une contrainte sur le système bancaire sont des facteurs à considérer. En fait, du financement bancaire dépend l'investissement (tant public que privé) qui ne peut pas être financé directement par une épargne financière puisqu'elle n'existe pas.

Le système bancaire s'endette donc dans son ensemble à l'extérieur, recherchant à se financer dans les marchés internationaux, ou auprès des institutions financières internationales pour pouvoir prêter à l'intérieur.

Le refinancement à l'extérieur des crédits accordés à l'économie nationale, oblige le système bancaire, de part leur équilibre financier, à répercuter le coût de leur crédit à l'économie, et par là, à agir sur l'ensemble de la structure des taux d'intérêt, obligeant les pouvoirs publics à réajuster l'ensemble des taux nationaux aux taux internationaux prévalant sur les marchés mondiaux.

Ainsi, malgré l'isolement des marchés financiers dans les PEO par rapport à l'extérieur, et souvent l'inconvertibilité de leurs monnaies au niveau international, les petits pays ressentent directement les fluctuations des taux d'intérêt internationaux par l'intermédiaire de leur endettement extérieur.

En outre, l'effort de stimulation de l'économie interne par les gouvernements, qui se traduit normalement par des déficits publics jumeaux et permanents, ainsi que les déficits aussi caractéristiques des balances de paiement, augmentent encore les besoins de financement externe de l'économie, renforçant cet effet d'emprise par l'endettement extérieur.

L'endettement auprès des institutions financières internationales ne modifie pas significativement le problème, car les taux pratiqués sur les prêts de ces institutions ne s'écartent pas beaucoup des taux des marchés financiers internationaux. Ainsi, pour le FMI et pour ce qui est des prêts financés sur des emprunts, "le Fond ne fait que répercuter, en y ajoutant une légère commission, ce qu'il doit payer lui-même. (...) Ces taux sont dérivés de ceux pratiqués sur les marchés et ils ont donc augmentés au cours de ces dernières années" ⁶⁶.

Cet effet d'emprise sur la structure des taux d'intérêt internes, à travers l'endettement extérieur généralisé du système bancaire, a été analysé pour le cas du Maroc par Hasnaoui Amri⁶⁷ qui a essayé de justifier le relèvement généralisé des taux d'intérêt dans ce pays à partir de la fin des années 60 par la hausse des taux d'intérêt nationaux.

1.2.2. LA PERTE D'AUTONOMIE DANS LA GESTION DES TAUX D'INTERET DUE A LA CONDITIONNALITE DE L'ENDETTEMENT EXTERIEUR..

La perte d'autonomie de la politique monétaire et de la gestion du taux d'intérêt en particulier, due à l'endettement extérieur, peut se faire sentir sous une forme beaucoup plus directe, à travers la conditionnalité à laquelle sont attachés la plupart des prêts accordés aux petites économies sous-industrialisées. Que cette conditionnalité soit directement imposée par le FMI ou indirectement, par des "déclarations d'intentions" au Fond, desquelles la plupart des institutions financières internationales font dépendre les crédits qu'elles accordent, elle se traduit toujours par un ensemble de mesures de politique économique que les autorités nationales sont obligées de suivre,

⁶⁶C'est J. Rosenblatt, conseiller du FMI qui le dit en Rosenblatt, J., La participation du FMI au Financement des déséquilibres de Balance de Paiements, in Coulbois, Paul, Le système Monétaire face aux déséquilibres, Paris, Economica, 1982, p.

⁶⁷Hasnaoui Amri, Mustapha, L'impact des taux d'intérêt internationaux sur la détermination du taux d'intérêt au Maroc, Thèse de Doctorat de 3^{ème} cycle, 1984, Nanterre- Paris X.

perdant, par la suite, toute liberté dans le choix de l'orientation de leur économie.

1.2.2.1. La conditionnalité des prêts accordés par le FMI.

La conditionnalité constitue, aux yeux du FMI, un aspect essentiel de sa contribution à l'allègement des difficultés de balance des paiements des pays membres. "Le principal objectif des concours financiers du Fond a été d'aider les pays membres à parvenir à moyen terme à une situation de paiements viables dans le contexte d'une stabilité raisonnable des prix et des taux de change, d'un niveau et d'un taux de croissance soutenable de l'activité économique et d'un système libéral de paiements multilatéraux. Le concept d'une balance de paiement viable signifie habituellement, en particulier pour un grand nombre de pays en développement, un déficit des transactions courantes pouvant être financé, de façon durable par des entrées nettes de capitaux à des conditions compatibles avec les perspectives de développement et de croissance du pays et donc avec sa capacité d'endettement ⁶⁸.

Mais la conditionnalité constitue aussi "un moyen d'assurer l'efficacité du processus d'ajustement international"⁶⁹ dans une logique qui, à notre avis, ne dépend pas forcément des besoins spécifiques de développement des petites économies ouvertes sous-industrialisées.

D'une intensité dépendant du degré de conditionnalité des crédits accordés, la recette type des mesures suggérées par le Fond peut être profilée en quatre vecteurs fondamentaux:

- dévalorisation de la monnaie nationale;
- contention de la demande intérieure à travers des politiques monétaires restrictives et la diminution des salaires réels;
- libéralisation des échanges commerciaux avec l'étranger;
- libéralisation des marchés internes substituant l'intervention publique par le libre jeu des forces de marché.

⁶⁸La déclaration appartient à M.Guitian, Conseiller Principal du FMI, in Guitian, Manuel, Politiques relatives à l'accès aux ressources du Fond - examen de la conditionnalité, in Courlbois, Paul, Le système Monétaire International face aux déséquilibres, Paris, Economica, 1982, p.67.

⁶⁹cf., Idem, p.67.

On constate facilement, dans les politiques d'ajustement, l'importance du contrôle de la demande intérieure agrégée, à travers des politiques monétaires restrictives. Cette préférence pour une action préférentielle sur la demande dans la correction des déséquilibres extérieurs (où l'on reconnaît l'inspiration monétariste), traduit aussi une préférence pour des traitements de chocs par rapport à des politiques d'ajustement moins douloureuses et plus étendues dans le temps.

1.2.2.2. Les taux d'intérêt dans les "programmes de stabilisation"

Dans les années plus récentes le niveau approprié et la structure des taux d'intérêt ont été de plus en plus considérés comme un élément de la conditionnalité. Pour une grande partie des accords de stabilisation, ils figurent comme des objectifs intermédiaires. Dans d'autre, c'est même la libéralisation totale des taux d'intérêt qui est préconisée, dans le but de les rendre plus représentatifs des forces de marché.

Les données dont on dispose sont significatives. Entre 1978 et 1980 des treize pays qui ont soussigné des "extended arrangements" avec le Fond, des objectifs spécifiques pour les taux d'intérêts étaient détaillés dans sept. En ce qui concerne les accords de "stand-by", d'un total de dix sept accordés par le Fond, onze possèdent des objectifs spécifiques pour les taux.⁷⁰

Comme on déjà plusieurs fois souligné, dans la plupart des petites économies sous-industrialisées, les taux d'intérêt sont administrés par les autorités monétaires. Très fréquemment aussi, ces taux sont conservés à des niveaux réels très bas, plusieurs fois négatifs, bien que les taux nominaux atteignent des valeurs très élevées (car les taux d'inflation sont souvent aussi très élevés) et que les taux d'intérêt réels dans les marchés financiers internationaux soient fortement positifs. Le comportement des autorités monétaires est normalement déterminé par la petitesse et l'imperfection des marchés financiers internes, lesquels auront donc tendance à générer des taux excessivement hauts, pour stimuler l'investissement et la croissance, ou par désir de maintenir à des niveaux supportables le service de la dette publique.

L'orientation du Fond consiste précisément à promouvoir le déplacement de ces économies "réprimées financièrement vers des économies

⁷⁰cf., FMI, Interest Rate Policies in Developing Countries - a study by de Research Department, IMF, Washington D.C., oct. 1983, Occasional Papers, n°22.

plus "libérales", moins dirigées et par la suite, moins protégées des chocs extérieurs. La "réforme des taux d'intérêt se traduit donc, dans la plupart des cas, par une augmentation des taux et son rapprochement des taux internationaux.

La philosophie sous-jacente est que la "répression des taux d'intérêt" décourage l'épargne interne, ce qui affaiblit l'investissement et détermine des faibles taux de croissance, encourage des investissements peu rentables diminuant la qualité de l'investissement, augmente artificiellement la demande interne provoquant des pressions inflationnistes et réduisant le crédit nécessaire au financement de l'investissement.⁷¹

⁷¹cf.,idem.

CHAPITRE 2: PEUT-ON IDENTIFIER UN CYCLE TYPE DES TAUX D'INTERET DANS LES PEO DETERMINE PAR L'EXTERIEUR?

On a déjà vu comment l'interdépendance économique a toujours existé comme une contrainte pour la politique économique. Aucun pays, petit ou grand, s'il est ouvert sur l'extérieur, ne peut se considérer comme économiquement isolé du reste du monde. Cependant, les développements récents dans l'économie mondiale ont transformé profondément cette interdépendance, augmentant la vitesse et modifiant les formes, par lesquelles les déséquilibres internationaux se transmettent de pays à pays.

La question qu'on se pose maintenant est de savoir si cette interdépendance ou plutôt cette dépendance peut se traduire différemment dans les petites et moyennes économies ou, en d'autres termes, si cette transmission des déséquilibres internationaux se traduit par une hiérarchie des dépendances, qui détermine en aval un cycle type des taux d'intérêt dans les PEO.

L'idée de base est que, même si le contrôle des mouvements de capitaux et la petitesse des marchés financiers (deux caractéristiques habituelles des petites économies) empêchent les mouvements d'arbitrage entre les taux d'intérêt, l'influence des taux internationaux peut s'exercer via le mécanisme d'indexation généralisée des prix à l'intérieur. Le développement des instruments indexés dans les marchés financiers internationaux augmentent encore ce canal d'influence.

2.1. UNE DEPENDANCE DES TAUX EXTERNES VIA L'INDEXATION DES PRIX AU NIVEAU INTERNE.

Dans une économie où il n'y a pas de liberté de mouvements de capitaux, le taux d'intérêt interne, ou plutôt la structure des taux internes est déterminée exclusivement par des facteurs internes. Dans ces circonstances ni le secteur public ni le secteur privé, ne détiennent des actifs (ou responsabilités) vis-à-vis de l'extérieur, si l'on excepte les réserves internationales de la Banque Centrale. L'absence totale de mouvements de capitaux équilibrants n'empêche pas, cependant, que les taux d'intérêt internes subissent l'influence des cycles internationaux; à partir du moment où

l'économie est au moins semi-ouverte pour les mouvements des biens et services, la fluctuation des prix internationaux tend à influencer la formation des prix internes et, à travers son impact sur la demande et l'offre de monnaie et crédit, la structure des taux d'intérêt internes.

L'enchaînement: prix internationaux ---> prix internes ---> structure des taux internes, permet de comprendre comment, même avec un très fort contrôle des mouvements de capitaux, on n'arrive pas à déconnecter les taux d'intérêt, où du moins seulement temporairement. Le grand développement des instruments indexés (comme les obligations, les dépôts ou les emprunts), amplifie encore cette tendance à l'uniformisation des taux d'intérêt.

Il existe cependant des limites à cette tendance à une évolution en phase des taux d'intérêt, c'est-à-dire à la parité des taux d'intérêt couverts à travers l'indexation, car tandis que les taux d'intérêt nominaux implicites dans les instruments financiers indexés sont déterminés, a posteriori, par le niveau d'inflation, le taux d'intérêt nominal est déterminé, a priori, en fonction des anticipations d'inflation par les agents⁷¹. Si, par contre, on considère que l'économie est partiellement ouverte aux mouvements de capitaux, les effets des cycles internationaux deviennent encore plus forts, car la transmission de ces déséquilibres devient plus directe.

Dans une économie ouverte ou semi-ouverte aux mouvements de capitaux, le secteur public comme le secteur privé peuvent détenir d'importants montants d'actifs (et de responsabilités) libellés en devises, c'est-à-dire, et en ce qui concerne la plupart des petites économies, que les deux secteurs peuvent s'endetter envers l'extérieur. Comme depuis quelques années la plupart des emprunts internationaux est aussi accordée avec des clauses d'ajustement des taux d'intérêt à l'évolution de l'inflation internationale, l'influence des taux internationaux sur les taux internes se fait sentir directement, sans avoir le délai correspondant au processus d'indexation interne généralisé qu'on a décrit.

La pratique généralisée d'utilisation d'instruments financiers à taux flottants sur les marchés internationaux de capitaux a créé un ensemble de criconstances rendant les flux financiers substantiellement plus importants que les flux réels, dans la transmission internationale des déséquilibres.

Si l'on peut démontrer l'existence d'un tel mécanisme d'influence sur les taux d'intérêt on pourra démontrer, par la suite, l'existence d'un "cycle

⁷¹ Arriazu, Ricardo H., Policy Interdependence from a Latine American Perspective, FMI, Staff Papers., n°20, mars 1983.

stéréotype" des taux d'intérêt dans les petites économies déterminé indépendamment des choix discrétionnaires de politiques monétaires des autorités nationales respectives.

On essayera d'analyser comment "le cycle économique internationale" que l'on généralise à travers un "cycle stéréotype", se transmet aux petites économies, déterminant complètement les taux d'intérêt, même s'ils n'évoluent pas en phase. Nous reprenons ici, pour la plupart, les travaux développés par Arriazu⁷², qui a essayé de démontrer pour l'ensemble des pays d'Amérique Latine, l'existence d'une cause exogène commune aux crises que ces pays ont vécues au début des années 80.

Pour évaluer cette possibilité sur un plan théorique, un cycle international "stéréotype" est défini sur la base du comportement des prix et des taux d'intérêt nationaux relatifs et des effets de ces comportements sur les petites économies semi-ouvertes.

L'analyse menée par Arriazu est centrée sur l'évaluation des effets sectoriels sur les différents stades du cycle, et met plus particulièrement l'accent sur les effets au niveau des comptes du secteur public, de la Banque Central, du système financier, des secteurs productifs (représentés par les producteurs des biens exportables, des produits substitués des importations et des biens ne faisant pas l'objet d'échanges internationaux) ainsi que des particuliers. Afin d'effectuer ces évaluations sectorielles, parallèlement à l'analyse habituelle des effets cycliques sur les variables macroéconomiques telles que la production, l'emploi et les prix, les auteurs ont adopté une méthode d'analyse fondée sur la technique de flux entrecroisée, tout en ajoutant certaines hypothèses correspondantes à des caractéristiques spécifiques pour les petites économies d'Amérique Latine.

2.2. LE MODELE.

2.2.1. UN CYCLE ECONOMIQUE INTERNATIONAL TYPE.

Le cycle peut être caractérisé en quatre phases:

1^{ère} phase: les prix internationaux commencent à augmenter en résultat d'un choc exogène. Le prix des biens de consommation augmente plus vite que le prix des autres biens et services; le prix des produits industriels

⁷² Idem.

augmente plus vite que le prix des biens non échangeables. Les taux d'intérêt nominaux augmentent aussi suivant l'inflation; les taux réels deviennent négatifs.

2ème phase: le niveau des prix continue à augmenter à une vitesse supérieure. Le mouvement devient cependant plus uniforme, ce qui implique que le taux de croissance du prix des biens de consommation s'affaiblit par rapport à celui des autres biens et services. Les taux d'intérêt nominaux augmentent encore plus vite et les taux réels s'approchent de zéro.

3ème phase: l'inflation se désaccélère et les prix peuvent même commencer à baisser. Les taux d'intérêt nominaux restent élevés, ce qui détermine des niveaux de taux réels très élevés.

4ème phase: l'économie évolue vers l'équilibre soit en ce qui concerne le niveau général des prix, soit en ce qui concerne les taux d'intérêt. L'équilibre de fin de cycle est atteint à des niveaux de prix très supérieurs à ceux qui étaient en vigueur au début (car inflexibilité des salaires).

Evidemment, dans l'économie internationale, ces cycles seront accompagnés d'importantes fluctuations de la production et de l'emploi, ainsi que d'importants effets sur le taux de change et la balance des paiements. Cependant, comme on ne s'intéresse qu'aux répercussions de ce cycle sur les petites économies (price taker) semi-ouverte, on peut se conformer aux grands traits précédemment étudiés.

2.2.2. LES HYPOTHESES DU MODELE.

- On considère l'existence de trois secteurs productifs: un secteur producteur d'exportations mais qui produit aussi pour le marché interne, un secteur producteur de substituts à l'importation et un secteur producteur de biens non échangeables.

- Les prix d'exportation et d'importation sont considérés comme déterminés par l'extérieur, c'est-à-dire par les prix internationaux et le taux de change (comportement typique des économies price taker), tandis que les prix des biens non échangeables sont censés être déterminés exclusivement par le marché intérieur.

- On considère l'existence d'un système financier national relativement développé, avec une banque centrale et une, ou plusieurs, institutions financières, fonctionnant sous un régime de réserves obligatoires.

En ce qui concerne les caractéristiques de fonctionnement de l'économie, on considère en plus que:

- il y a une pratique généralisée d'indexation des salaires ainsi qu'une rigidité à la baisse;
- les dépenses du secteur public sont censées rester constantes en termes réels quand l'inflation augmente, et croître quand la diminution de l'inflation engendre une augmentation des recettes fiscales;
- la plupart des exportations sont constituées de matières premières ou en biens exigeant une forte composante de main d'œuvre.

2.2.3. L'IDENTIFICATION D'UN CYCLE TYPE DES TAUX D'INTERET DEPENDANT.

L'enchaînement des répercussions du cycle économique international sur les petites économies ouvertes peut être schématisé en quatre phases.

2.2.3.1. Première phase.

Dans la première phase du cycle, l'économie mondiale est soumise à de fortes pressions inflationnistes. Dans les PEO les prix augmentent aussi, surtout ceux des biens exportables. Les taux d'intérêt nominaux augmentent aussi suivant les prix, ce qui détermine une tendance des taux réels convergeant vers zéro.

L'augmentation des taux d'intérêt est déterminée par deux facteurs: l'augmentation des taux d'intérêt internationaux et l'augmentation du taux d'inflation interne. La relation d'interdépendance entre les taux internes et externes dépend du poids relatif de chacun de ces facteurs, lequel à son tour, dépend du degré d'ouverture de l'économie aux mouvements de capitaux, c'est-à-dire de l'efficacité de l'arbitrage. Si l'arbitrage est loin d'être parfait, les différentiels de taux d'inflation ont tendance à déterminer les différentiels des taux d'intérêt.

Dans la première phase du cycle, les taux d'inflation dans les petites économies tendent à être plus élevés que dans le reste du monde. Cependant, les taux d'intérêt réels ont tendance à être relativement inférieurs aux taux extérieurs. L'augmentation des taux nominaux provoque pourtant un afflux de capitaux, lesquels à leur tour engendrent une augmentation de la demande dépassant celle qui pouvait être satisfaite par l'amélioration des termes d'échange.

L'importance de ces mouvements est évidemment dépendante de l'ouverture de l'économie aux mouvements de capitaux.

- Effets sectoriels.

En ce qui concerne le secteur public, le fait le plus étonnant qu'on vérifie, est que dans une situation où les dépenses réelles n'augmentent pas, où les salaires réels diminuent et où les termes d'échange, l'output et l'emploi augmentent, le bilan du secteur public passe d'une situation d'équilibre à un déficit. On considère généralement que, en réponse à un choc externe, le déficit budgétaire nominal sera d'autant plus grand que la période d'ajustement des salaires sera petite et la dette grande. Mais ces conditions ne sont pas typiques des PEO.

En ce qui concerne la Banque Centrale, les effets de la première phase du cycle se traduisent par une augmentation des réserves en monnaies nationales et en devises.

La rentabilité des institutions financières s'améliore du fait de l'augmentation des taux nominaux. Les dépôts à terme croissent en termes nominaux (peut-être même en termes réels) en réponse à l'augmentation du niveau des prix, aux taux d'intérêt neutres, et à l'afflux des capitaux. Cette augmentation des dépôts donne lieu à une augmentation correspondante du crédit.

La déconnexion des taux sera d'autant plus forte que le contrôle des mouvements de capitaux sera serré. Son allègement réduira la divergence des taux dans les pays et à l'étranger, ainsi que des taux débiteurs et créditeurs dans la structure des taux internes.

En ce qui concerne les secteurs productifs, on peut conclure que les principaux, sinon les seuls bénéficiaires du cycle, sont les producteurs des biens exportables; les résultats pour les producteurs de substituts à l'importation dépendent de l'évolution des salaires et des impôts.

En ce qui concerne les individus, pratiquement toutes les formes de revenu nominal tendent à augmenter pendant cette phase du cycle. L'augmentation des revenus des travailleurs sera d'autant plus grande que l'ajustement des salaires sera rapide, ce qui sera d'autant plus vrai que le flux de capitaux sera fort.

En résultat de toutes ces évolutions, on vérifie une tendance vers l'amélioration de la balance de paiements, car la charge de la dette est normalement surcompensée par l'excédent de la balance commerciale et les

aflux nets de capitaux. C'est seulement dans le cas où le poids de la dette est très fort et la demande de monnaie faible, que la balance des paiements enregistre des déficits dans cette période en conséquence des chocs externes.

2.2.3.2. Deuxième phase.

Dans cette période les prix des produits exportables et des substituts à l'importation évoluent en phase avec les prix internationaux. En ce qui concerne les prix des produits du secteur abrité, ils sont soumis à des chocs beaucoup plus forts que dans la première phase. Si l'indexation des salaires est parfaite, ces prix tendront à croître encore plus vite que les prix du reste du monde.

Les taux nominaux doivent aussi augmenter en réponse à l'augmentation des taux internationaux et à l'augmentation du taux de croissance du niveau général des prix. Les différentiels de taux d'intérêt vis-à-vis du reste du monde ont tendance à être réduits, et les mouvements de capitaux, s'ils restent encore positifs (entrées nettes), sont plus faibles qu'auparavant. Le taux de change réel se détériore si bien qu'il reste encore plus élevé qu'au début du cycle.

Le produit et l'emploi peuvent continuer à croître, leur évolution dépendant de l'importance relative des paiements d'intérêts nominaux et de l'importance des flux de capitaux. Si l'économie est fermée aux mouvements de capitaux, le revenu et l'emploi ont tendance à être réduits pendant cette période.

- Analyse sectorielle.

Le Budget d'Etat tendra à être plus déficitaire qu'auparavant. Sa grandeur sera fonction de la vitesse d'ajustement des salaires et des impôts, ainsi que du montant d'intérêts nominaux à payer par le gouvernement à l'intérieur et à l'étranger.

La Banque Centrale tend à présenter un excédent plus fort, et à augmenter ses réserves. La demande de monnaie continue à croître du fait de la croissance de l'inflation et des taux d'intérêt réels légèrement moins négatifs. Cependant, la demande totale de monnaie pour la base monétaire dépend, essentiellement, des facteurs externes. Si le flux de capitaux est plus petit que dans la première phase, la demande globale pour la base monétaire

peut être aussi plus petite. Par conséquent, la contrepartie de ce déséquilibre sur le marché de la monnaie interne est l'accumulation des réserves.

En ce qui concerne les institutions financières, les profits continuent à croître, ce qui est dû, surtout, à l'accroissement des opérations de crédit.

2.2.3.3. Troisième phase.

C'est dans cette période que la contrainte extérieure se fait sentir le plus. Ainsi, pendant cette période le taux de croissance du prix des biens exportables tend à s'affaiblir et les prix peuvent même diminuer en termes nominaux. Les prix des autres biens et services continuent à croître mais à des taux significativement inférieurs à ceux de la phase précédente. Par contre, l'évolution des prix des biens non échangés est soumise à des influences contradictoires: d'une part la diminution des coûts à la production, la diminution des prix des biens de consommation et la diminution de la demande; d'autre part, l'augmentation des salaires, des impôts et des coûts de quelques importations. La détérioration des termes d'échange qui en découle, peut accroître l'incertitude et donner lieu à des fuites de capitaux. Ceci est particulièrement vrai, si pendant les deux phases précédentes, les afflux de capitaux ont pris la forme d'un endettement du pays vis-à-vis de l'extérieur. Dans ces conditions, les taux d'intérêt nominaux internes tendent à dépasser les taux internationaux et les taux réels deviennent extrêmement élevés. En outre, la rareté du crédit intérieur (découlant de la sortie de capitaux) accentue encore l'endettement envers l'extérieur, c'est-à-dire la sortie nette de capitaux ne traduit pas un renversement de la dette accumulée pendant les périodes précédentes, mais son alourdissement.

Dans cette période, l'inflation (les prix dans leur ensemble) aura tendance à diminuer, surtout dans les pays où les indices de l'inflation sont très influencés par les prix des biens de consommation.

Pendant cette période, le produit et l'emploi tendront à décroître, suivant le renversement dans l'évolution des termes d'échange.

Les agents les plus affectés par ce renversement défavorable sont les débiteurs nets, parmi lesquels le secteur public joue un rôle très important. Les déficits publics deviennent, alors, beaucoup plus significatifs, compte tenu du besoin de les financer en partie par l'emprunt à l'étranger.

Cependant, en ce qui concerne la Banque Centrale, une augmentation des taux d'intérêt nominaux engendre un excédent supérieur, parallèlement à

une diminution significative des réserves due aux besoins de financement du secteur public et à la sortie nette de capitaux. Le secteur financier semble être le seul bénéficiaire dans cette phase. L'augmentation des taux d'intérêt d'une part, et l'attraction que cette augmentation exerce sur les dépôts d'autre part, sont à la base de cette évolution favorable. Néanmoins, il faut aussi considérer l'accroissement des risques de crédit qui deviennent très importants.

Du fait de l'accroissement des coûts et de la diminution des prix des biens de consommation, l'investissement dans le secteur exportateur diminue. Les coûts de financement constituent le facteur le plus important de cette augmentation des coûts.

Les profits nominaux des producteurs de substituts à l'importation et de produits du secteur abrité diminuent aussi. Du fait de la diminution des profits, de la stabilité du montant total des salaires (car augmentation des salaires et diminution de l'emploi), et à la sortie des capitaux, la demande totale diminue dans son ensemble et, en particulier, sa composante de consommation. La balance des paiements reflète toutes ces tensions contradictoires. Les exportations diminuent (en valeur et en volume) suivant la diminution des prix. En ce qui concerne les importations, tout dépend des flux de capitaux: la demande (et donc les importations) diminue, d'autant plus que la sortie de capitaux est forte. En présence de sorties importantes de capitaux et d'importants paiements d'intérêts à l'extérieur, la balance de paiement deviendra très négative.

2.2.3.4. Quatrième phase.

On assiste dans cette période, à un ralentissement (voire stabilisation) générale des prix. Les prix des produits exportables peuvent même croître si la diminution dans la période précédente avait été très forte. Les taux d'intérêt tombent et les taux réels diminuent beaucoup, même s'ils restent positifs.

A l'intérieur du pays, les prix se stabilisent aussi et les taux baissent, même s'ils demeurent plus élevés qu'ailleurs. Le déficit public tendra à diminuer, ainsi que la sortie nette de capitaux. Pour la Banque Centrale, la diminution du déficit public et la diminution de la fuite de capitaux déterminent encore des pertes de réserves. En ce qui concerne les institutions financières, les profits se réduisent aussi significativement.

	CYCLE INTERNATIONAL	CYCLE DOMESTIQUE
PREMIERE PHASE	• les prix commencent à augmenter. • les prix des biens de consommation augmentent plus vite. • les taux d'intérêts augmentent suivant l'inflation. • les taux réels deviennent négatifs.	• montée générale des prix et des biens exportables en particulier. • amélioration des termes d'échange. • afflux de capitaux. • les taux d'intérêt nominaux montent; les taux réels sont plus élevés qu'au reste du monde (presque neutres).
DEUXIEME PHASE	• les prix continuent à monter et à une vitesse supérieure: le mouvement devient uniforme (car le taux de croissance des biens de consommation s'affaiblit). • les taux d'intérêt nominaux augmentent encore plus vite et les taux réels s'approchent de zéro.	• les prix évoluent parallèlement aux prix internationaux; les prix du secteur abrité croissent plus vite. • les taux d'intérêt perdent le différentiel vis-à-vis du reste du monde. • les afflux de capitaux s'affaiblissent.
TROISIEME PHASE	• l'augmentation des prix des biens de consommation commencent à se désaccélérer et peuvent même diminuer. • les autres prix manifestent aussi une tendance à la désaccélération; les prix des biens non échangeables sont ceux qui croissent le plus. • les taux d'intérêt nominaux sont élevés • les taux réels sont très hauts.	• les prix continuent à croître tandis qu'à des taux inférieurs; les prix des biens de consommation se désaccélèrent plus vite. • détérioration des termes d'échange. • fuite de capitaux. • les taux d'intérêt internes sont supérieurs aux taux internationaux. • endettement extérieur.
QUATRIEME PHASE	• retour à l'équilibre dans le double sens des prix et des taux. • le niveau général des prix se stabilise à un niveau supérieur à l'initial.	• retour à l'équilibre. • les prix se stabilisent. • les taux d'intérêt nominaux diminuent et les taux réels encore plus.

L'adéquation de l'analyse et du modèle développés par Arriazu, pour les pays d'Amérique Latine, dans la période allant de 1978 à 1982, est étonnante. En réalité, on peut parfaitement identifier les quatre phases du cycle pour l'ensemble de ces petites économies, correspondant, respectivement, aux phases de l'économie internationale.

TABLEAUX 6 et 7

Source: Arriazu, R. (1983), op cit p. 119-120

TABLE 1: LATIN AMERICAN EXPORT AND IMPORT PRICES, FIRST QUARTER 1979-FIRST QUARTER 1982
(First quarter 1979 = 100)

Year	Quarter	Index of Export Prices		Import Prices (3)	U.S. Consumer Prices (4)	Relative Prices (5) ¹	Real Export Prices (6) ²
		Including oil (1)	Excluding oil (2)				
1979	I	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
	II	109.23	108.25	100.00	103.43	108.25	104.66
	III	125.60	117.75	105.80	106.85	111.29	110.20
	IV	141.50	123.94	107.97	109.97	114.79	112.70
1980	I	158.17	131.39	111.59	114.25	117.74	115.00
	II	165.97	134.24	113.77	118.38	117.99	113.40
	III	168.64	135.29	118.12	120.56	114.54	112.22
	IV	177.10	135.86	115.94	128.75	117.18	109.79
1981	I	171.57	123.27	111.59	127.02	110.47	97.05
	II	165.01	112.37	107.25	129.98	104.77	86.27
	III	160.13	102.54	105.078	134.10	97.59	76.47
	IV	165.85	101.31	110.14	135.16	91.98	74.99
1982	I	165.06	97.00	114.49	135.93	84.72	71.36

Sources: Organization of American States, index of export prices; United Nations, import prices (manufactured commodities exported by industrial countries).

¹Figures in this column are the quotients of the figure in column (2) of the same row divided by the figure in column (3) of the same row.

²Figures in this column are the quotients of the figure in column (2) of the same row divided by the figure in column (4) of the same row.

TABLE 2. NOMINAL AND REAL RATES OF INTEREST, 1978-FIRST QUARTER 1982
(In percent)

Period		Nominal Interest Rates	Consumer Prices	Interest Rates Deflated by	
Year	Quarter			Consumer prices	Commodity prices
1978		8.7	9.7	-0.9	13.5
1979		11.9	12.8	-0.8	-10.8
1980	I	17.1	16.5	0.5	-7.9
	II	11.2	15.3	-3.6	2.0
	III	12.1	7.8	4.0	8.0
	IV	17.1	11.0	5.5	13.2
1981	I	16.3	11.0	4.8	22.0
	II	17.5	9.7	7.1	22.4
	III	18.0	13.3	4.2	22.7
	IV	14.7	3.0	11.4	13.9
1982	I	14.9	2.5	12.1	16.7

Source: International Monetary Fund, *International Financial Statistics*

Au milieu de l'année 1978, les prix des produits pétroliers augmentent beaucoup, provoquant une augmentation des taux d'inflation et une détérioration du taux de change du dollar. Les prix des matières premières, autres que le pétrole, augmentent pendant l'année 1979 à un taux encore plus élevé que les prix des autres biens et services. Les taux d'intérêt nominaux augmentent aussi suivant l'inflation, mais à un taux plus bas que cette dernière, ce qui se traduit par des taux réels légèrement négatifs.

A partir de l'année 1980, le taux de croissance des matières premières s'affaiblit. Les prix, après une période de stabilité, commencent à diminuer, ce qui est encore plus net en 1981. Les autres prix continuent à augmenter. Les taux nominaux demeurent très élevés et les réels atteignent des niveaux jusqu'alors inconnus. Les taux d'intérêt dans les pays exportateurs de matières premières deviennent extraordinairement élevés (voir colonne 4 du tableau 8).

Néanmoins, l'évolution des taux d'intérêt dans la plupart des petites économies ouvertes, est trop irrégulière et divergente, pour qu'on puisse identifier une succession de cycles, tels qu'ils ont été caractérisés et identifiés par Arriazu pour l'Amérique Latine.

En outre, l'analyse ne prend pas en compte les politiques économiques contra-cycliques qui peuvent être menées, même si l'efficacité de ces politiques peut être considérée limitée⁷³.

⁷³ Obstfeld, Maurice, Can we sterilize? Theory and Evidence, American Economics Review, mai 1982, vol. 72, n° 2.

DEUXIEME PARTIE :

**UN DEBUT D'ETUDE SUR LA FORMATION DU TAUX D'INTERET
AU PORTUGAL.**

INTRODUCTION.

A partir du cadre général défini dans la première partie du travail, on a essayé d'étudier la formation des taux d'intérêt au Portugal, c'est-à-dire et par la suite du raisonnement précédent, comment la contrainte extérieure s'est manifestée dans ce pays au niveau des taux d'intérêt, dans les dix dernières années.

La question qu'on se posait, était de savoir dans quelle mesure le comportement des taux d'intérêt au Portugal traduisait un comportement prototype des petites économies, ou dans quelle mesure ce comportement s'approchait plutôt des économies moyennes. En d'autres termes, dans quelle mesure la contrainte extérieure sur les autorités monétaires, en ce qui concerne la gestion des taux d'intérêt, se manifestait plutôt par des effets d'emprise exercés par les taux américains sur les taux directeurs de chaque économie à travers l'euromarché (tels qu'on les a soulignés pour les économies moyennes dans la section 1), ou plutôt dans quelle mesure elle prenait les différentes formes analysées pour les PEO: une contrainte exercée par l'endettement extérieur (soit à travers le taux de change, soit par la conditionnalité du financement extérieur, soit à travers le besoin de répercussion des coûts de la dette par le système bancaire national), ou sous la forme d'un cycle des taux d'intérêt subi.

La réponse à cette question s'est avérée, pourtant, beaucoup plus complexe qu'on le croyait. D'un côté, et autant que l'on sache, aucune étude sur le thème n'avait encore été élaborée, ce qui exigeait donc une démarche empirique. D'un autre côté, on a dû lutter contre la difficulté d'obtention et de compatibilisation des statistiques pour le Portugal, ce qui n'a pas facilité le travail.

Une triple démarche nous semblait importante. D'abord, analyser le degré de convergence de l'évolution des taux d'intérêt au Portugal par rapport aux taux étrangers, y compris les taux intérieurs des principaux pays industrialisés, ainsi que ceux de l'euromarché. On voulait analyser: dans quelle mesure les taux au Portugal traduisaient un effet d'emprise instantané exercé par l'extérieur; quels étaient les taux étrangers qui exerçaient cet effet d'emprise; dans quelle mesure pourrait-on identifier des périodes différenciées selon l'origine de cet effet d'emprise; sur quels taux cet effet se manifestait davantage; et encore s'il se manifestait au niveau des taux réels ou plutôt au niveau des taux nominaux. La comparaison avec l'Espagne, un

pays qui bien qu'il soit plus industrialisé, du fait de sa situation géographique, subit à peu près les mêmes influences externes que le Portugal, nous semblait importante pour l'analyse de l'efficiencia du contrôle des mouvements de capitaux, dans la déconnexion des taux d'intérêt.

Il était cependant possible que les effets d'emprise se faisaient sentir plutôt avec décalage. Une autre série de tests s'imposait donc pour répondre à cette hypothèse. Parmi les différentes possibilités de tester l'existence des effets d'emprise avec retards, on a choisi de tester l'existence de rapports de causalité au sens de Granger, à travers des tests de Sargent. Si l'on considère qu'il y a une relation causale entre (Y) et (X), si l'on améliore les prévisions de (Y) en utilisant simultanément les valeurs passées de (X) et (Y), plutôt que par le recours aux seules valeurs de (Y), on pourra, à travers le test de Sargent, tester l'existence ou non de ces effets de causalité. Si la capacité explicative des variables exogènes augmente dans son ensemble du fait de l'introduction de la variable (X) avec retards échelonnés (ce qui peut être vérifié par la comparaison des valeurs de la statistique F dans les deux régressions, sans et avec la variable (X) retardée), on peut parler d'un effet de causalité de (X) sur (Y), et donc d'un effet d'emprise qui s'exerce avec décalage.

Le test a été appliqué à la fois aux taux de courte période (à trois mois) et aux rendements des titres publics de longue période (à un an), en termes réels et en termes nominaux.

Le complément logique des deux tests précédents nous semblait être d'étudier dans quelle mesure les résultats obtenus précédemment pouvaient être expliqués par la théorie des taux d'intérêt non couverts, telle qu'on l'a définie dans la première partie du travail. On a donc essayé de tester le degré d'efficiencia du marché des changes, analysant dans quelle mesure le taux de variation du taux de change pouvait être expliqué par la variation du différentiel d'intérêt existant entre les taux d'intérêt portugais et étrangers. L'analyse a été menée à la fois pour les taux courts et les taux longs, relativement aux principaux taux intérieurs européens, américains et à ceux de l'euromarché, pour les mêmes échéances.

Les résultats obtenus constituent un ensemble de plus de 200 équations, qui ne peuvent évidemment pas être reproduites dans ce travail. En ce qui concerne les tests d'efficiencia et de causalité, les résultats sont résumés dans les tableaux en annexe. Pour ce qui est de l'analyse de la convergence, ou plutôt du degré d'adaptation instantanée des taux d'intérêt

portugais aux taux étrangers, on reprend les principales équations jugées significatives dans le texte qui suit.

Cependant, en dépit de l'effort entrepris, les résultats ont été peu concluants. Non seulement l'identification des effets d'emprise (instantanés ou décalés) n'a jamais été claire, comme en outre les résultats sont apparus contradictoires. On verra notamment par la suite comment, d'un côté, on arrive à identifier une relation causale entre certains taux étrangers et portugais, faisant penser à l'existence d'un fort arbitrage rééquilibrant des rendements des actifs entre les deux devises, et d'un autre côté, le test d'efficience de marché sur les mêmes devises infirme complètement l'existence d'un tel phénomène.

Les résultats empiriques nous semblent pourtant constituer un point de départ pour une réflexion, bien qu'ils ne peuvent être considérés que comme une étude préliminaire sur le rôle des taux d'intérêt au Portugal, comme un instrument pour l'autonomie de la politique monétaire dans ce pays.

SECTION I :

**ANALYSE DES EFFETS D'EMPRISE SUR LA STRUCTURE DES
TAUX PORTUGAIS.**

CHAPITRE 1: ANALYSE DE LA CONVERGENCE ENTRE LES TAUX PORTUGAIS ET ETRANGERS.

La première série de tests réalisée, a été menée dans le but d'analyser le degré de convergence et d'adaptation instantanée des taux portugais aux taux étrangers, et d'identifier quelles étaient les variables qui exerçaient la plus grande influence et dans quelle mesure pouvait-on individualiser différentes périodes en fonction d'un plus ou moins grand attachement à chaque variable.

Comme point de départ de l'analyse des effets d'emprise subis par les taux portugais, il faudrait donc être un peu exhaustif. C'est ainsi, qu'on a testé une batterie d'équations, dont l'analyse des résultats peut être schématisée en individualisant d'une part, les taux d'intérêt à trois mois (nominaux et réels) et, d'autre part, les rendements des titres publics à un an (nominaux et réels)⁷⁴.

1.1 ANALYSE DU DEGRE DE CONVERGENCE DES TAUX COURTS.

1.1.1. TAUX D'INTERET NOMINAL A TROIS MOIS.

1.1.1.1. Analyse pour l'ensemble de la période (1976:1 à 1987:2).

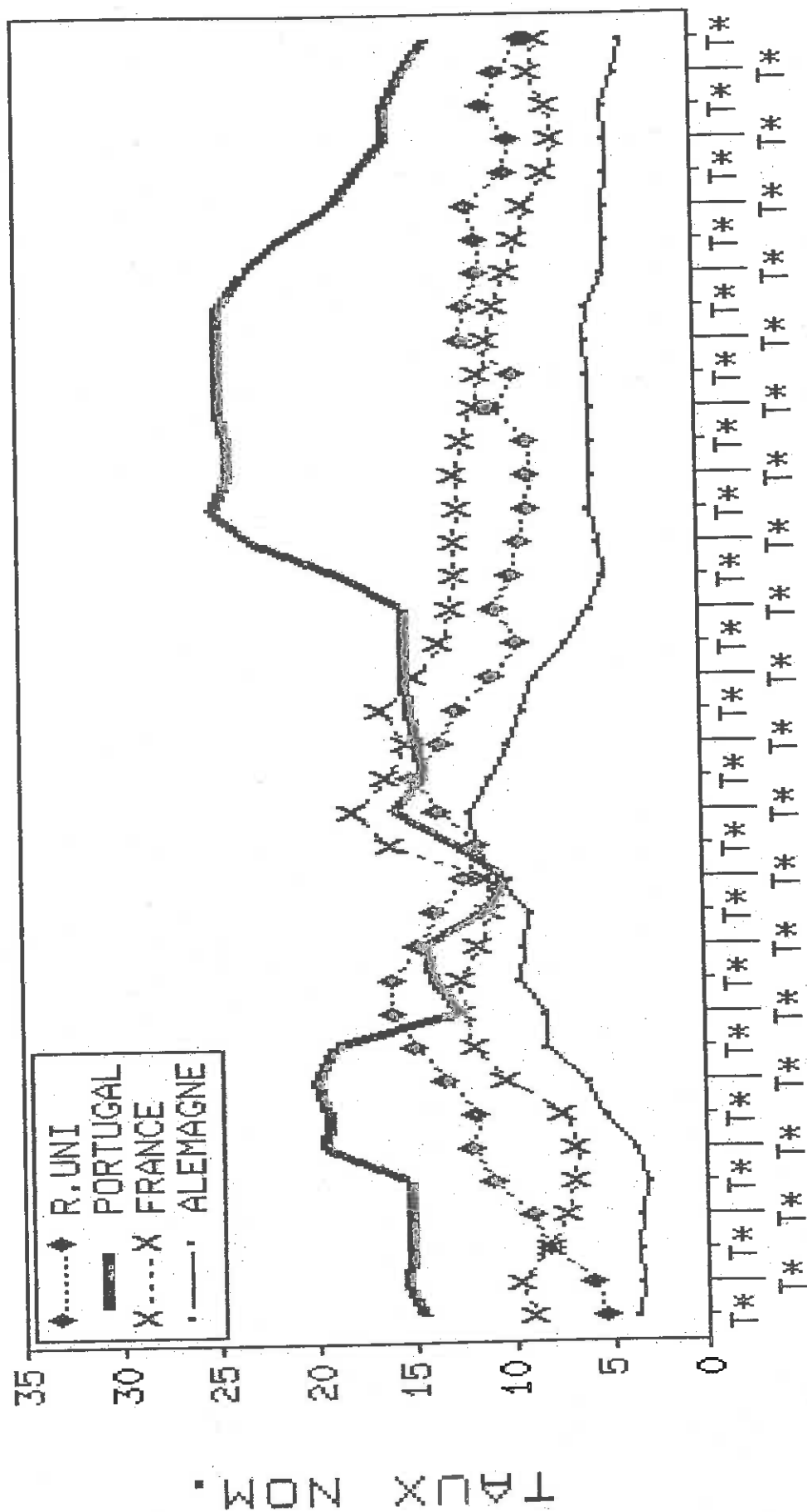
Aucune variable, ni aucune combinaison de variables (de toutes celles qui ont été prises en compte) semble pouvoir expliquer le comportement des taux d'intérêt nominaux à trois mois au Portugal, pour l'ensemble de la période. Prises individuellement, c'est-à-dire analysant les faits individuels de chaque taux, la plus grande influence semble s'exercer par le mark allemand, lequel cependant n'explique pas plus que 12% ($R^2 = 12\%$) de la variation du taux portugais, et face auquel l'escudo semble avoir une corrélation négative.⁷⁵

⁷⁴ Les équations ont été obtenues par la méthode des moindres carrés ordinaires. L'identification des variables ainsi que l'explication de leur calcul sont présentées en annexe III.

⁷⁵ Dans les équations qui se suivent, les coefficients entre parenthèses représentent les statistiques - T.

TAUX INT.NOM. 3 MOINS

1977:4 - 1987:2



1977:4 - 1987:2

$$\begin{aligned}
 (1) \quad \text{VAR22} &= + 21.71 & - 0.65 \text{ VAR18} \\
 &(+12.48) & (- 2.53) \\
 R^2 &= 0.12 & \text{D.W.} = 0.29
 \end{aligned}$$

VAR22; taux d'intérêt nominal à trois mois au Portugal.

VAR18; taux d'intérêt nominal à trois mois pour l'Allemagne.

Ni le dollar, ni les différents taux sur l'euiromarché aux mêmes échéances permettent de meilleurs ajustements.

$$\begin{aligned}
 (2) \quad \text{VAR22} &= + 21.85 & - 0.39 \text{ VAR14} \\
 &(+ 9.64) & (- 1.95) \\
 R^2 &= 0.07 & \text{D.W.} = 0.27
 \end{aligned}$$

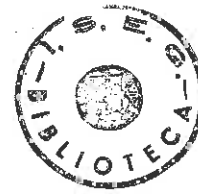
VAR14; taux d'intérêt nominal à trois mois de l'eurodollar

$$\begin{aligned}
 (3) \quad \text{VAR22} &= + 22.89 & - 0.6 \text{ VAR12} \\
 &(+ 9.46) & (- 1.77) \\
 R^2 &= 0.12 & \text{D.W.} = 0.22
 \end{aligned}$$

VAR12; taux d'intérêt nominal à trois mois pour l'euiromark.

Cependant, il est intéressant de remarquer que, nonobstant la faiblesse de la qualité des ajustements obtenus, pratiquement pour toutes les équations explicatives du taux d'intérêt nominal pour l'ensemble de la période, les coefficients des variables explicatives sont négatifs. Le taux portugais semble plutôt être négativement lié aux taux étrangers considérés (lesquels se caractérisent par une forte convergence), que d'avoir un comportement indépendant, ce qui nous paraît étonnant.

La meilleure estimation(pour l'ensemble de la période) a été obtenue par la prise en compte simultanément du mark et de franc comme variables explicatives, lesquelles conjointement expliquent 25% de la variation du taux au Portugal, le taux portugais ayant cette fois une corrélation positive avec le franc.



$$(4) \quad \text{VAR22} = 16.84 + 1.55 \text{VAR18} + 0.96 \text{VAR21} \\ (+ 6.92) \quad (- 3.75) \quad (+ 2.67) \\ R^2 = 0.29 \quad \text{D.W.} = 0.37$$

VAR21; taux d'intérêt nominal à trois mois pour la France.

1.1.1.2. Analyse de l'influence du SME.

Pour tester l'influence du SME, on a essayé d'individualiser deux périodes: l'une avant sa constitution, c'est-à-dire avant le deuxième trimestre 1979; l'autre après cette période. Du fait de la série de données dont on a pu disposer, la première période se réduit à sept observations, ce qui relativise évidemment les résultats obtenus.

Quelques remarques nous semblent cependant importantes:

Entre 1977:4 et 1979:2

- les taux d'intérêt américains semblent exercer la plus forte influence sur le taux portugais. Lui seul permet d'expliquer plus de 50% de la variation du taux au Portugal, la présence d'autocorrélation des résidus n'étant pas sûre.

$$(5) \quad \text{VAR22} = + 7.44 + 1.06 \text{VAR20} \\ (+ 2.30) \quad (+ 2.78) \\ R^2 = 0.73 \quad \text{D.W.} = 1.92$$

VAR20; taux d'intérêt nominal à trois mois pour les Etats-Unis.

- la convergence, face aux taux allemand et américain pris conjointement, est relativement significative, même si le taux allemand ne peut pas être considéré comme une variable pertinente (voir statistique- T du coefficient pour le taux allemand).

$$(6) \quad \text{VAR22} = + 4.89 + 1.23 \text{VAR18} + 0.82 \text{VAR20} \\ (+ 1.44) \quad (+ 1.47) \quad (+ 2.15) \\ R^2 = 0.62 \quad \text{D.W.} = 2.89$$

- le taux de l'eurodollar semble également être beaucoup plus significatif comme taux directeur que ce qu'il était pour l'ensemble de la période.

$$(7) \quad \text{VAR22} = \begin{matrix} + 8.87 \\ (+ 2.35) \end{matrix} \quad + 0.82 \text{ VAR14} \\ \begin{matrix} (+ 2.00) \end{matrix}$$

$$R^2 = 0.34 \quad \text{D.W.} = 1.82$$

VAR23; taux d'intérêt nominal à trois mois pour le Royaume-Uni.

Entre 1979:3 et 1987:2, après la constitution du SME, quelques inversions de tendance sont remarquables:

- d'abord le taux américain semble perdre toute sa capacité explicative: le coefficient de corrélation est très faible et la corrélation définie est

$$(8) \quad \text{VAR22} = \begin{matrix} + 24.07 \\ (+ 9.57) \end{matrix} \quad - 0.58 \text{ VAR20} \\ \begin{matrix} (- 2.57) \end{matrix}$$

$$R^2 = 0.15 \quad \text{D.W.} = 0.30$$

- les taux européens (représentés ici par le taux français et allemand) semblent avoir une influence plus forte dans leur ensemble, même si le taux français ne peut pas être considéré comme significatif et le taux allemand influence négativement le taux portugais:

$$(9) \quad \text{VAR22} = \begin{matrix} + 0.12 \\ (+ 6.79) \end{matrix} \quad - 1.95 \text{ VAR18} \quad + 1.05 \text{ VAR21} \\ \begin{matrix} (- 4.76) \end{matrix} \quad \begin{matrix} (+ 2.84) \end{matrix}$$

$$R^2 = 0.42 \quad \text{D.W.} = 0.46$$

pour l'ensemble de la période (1977:4 à 1987:2) ces mêmes taux n'expliquent que 25% de la variation du taux au Portugal:

$$(10) \quad \text{VAR22} = \begin{matrix} + 16.84 \\ (+ 6.92) \end{matrix} \quad - 1.55 \text{ VAR18} \quad + 0.96 \text{ VAR21} \\ \begin{matrix} (- 3.75) \end{matrix} \quad \begin{matrix} (+ 2.67) \end{matrix}$$

$$R^2 = 0.25 \quad \text{D.W.} = 0.37$$

- la convergence face aux taux des pays industrialisés (représentés ici par le taux allemand et français) s'affaiblit aussi, par rapport à la période précédente, le taux américain n'étant pas plus significatif:

$$(11) \quad \text{VAR22} = \begin{matrix} + 23.74 \\ (+ 10.41) \end{matrix} \quad - 1.90 \text{ VAR18} \quad + 0.69 \text{ VAR20} \\ \begin{matrix} (- 2.75) \end{matrix} \quad \begin{matrix} (+ 1.36) \end{matrix}$$

$$R^2 = 0.31 \quad \text{D.W.} = 0.54$$

Il faut cependant relativiser ces résultats, car non seulement la période précédente à la constitution du SME se réduit à un petit nombre d'observations, mais en plus, elle coïncide avec le premier accord de stabilisation établi par les autorités portugaises avec le FMI, dans le cadre duquel une augmentation du taux d'intérêt a été requise.

1.1.1.3. Analyse dans les années plus récentes (1984:1 à 1987:2).

On a également voulu analyser la convergence pour les années plus récentes, non seulement pour pouvoir comparer les résultats avec l'Espagne, (une économie qui subit à peu près la même contrainte extérieure que le Portugal, bien que plus industrialisée), pour laquelle on disposait seulement d'information à partir de 1984, mais aussi pour analyser dans quelle mesure la libéralisation des mouvements de capitaux, ainsi que l'essor du marché financier au Portugal, avaient influencé la convergence des taux.

Les résultats obtenus sont remarquables; la convergence apparaît beaucoup plus forte, surtout par rapport aux taux européens.

Ainsi, la seule prise en considération du mark allemand permet d'expliquer dans cette période 85% de la variation du taux au Portugal:

$$(12) \text{ VAR22} = \begin{array}{cc} - 9.18 & + 6.05 \text{ VAR18} \\ (- 2.63) & (+ 8.58) \end{array}$$

$$R^2 = 0.85 \qquad \text{D.W.} = 1.08$$

et les européens (du franc et du mark) 88% de cette variation:

$$(13) \text{ VAR22} = \begin{array}{ccc} - 7.86 & + 4.02 \text{ VAR18} & + 0.90 \text{ VAR21} \\ (- 2.56) & (+ 3.71) & (+ 2.27) \end{array}$$

$$R^2 = 0.89 \qquad \text{D.W.} = 0.80$$

L'influence du dollar augmente, sans toutefois être aussi significative:

$$(14) \text{ VAR22} = \begin{matrix} + 3.20 \\ (+ 0.93) \end{matrix} + \begin{matrix} + 2.14 \text{ VAR20} \\ (+ 5.12) \end{matrix}$$

$$R^2 = 0.66 \qquad \text{D.W.} = 0.64$$

sa prise en considération n'améliore pas la qualité de l'ajustement par rapport à la période précédente:

$$(15) \text{ VAR22} = \begin{matrix} - 7.81 \\ (- 2.43) \end{matrix} + \begin{matrix} + 3.99 \text{ VAR18} \\ (+ 3.52) \end{matrix} + \begin{matrix} + 0.18 \text{ VAR20} \\ (+ 0.29) \end{matrix} + \begin{matrix} + 0.76 \text{ VAR21} \\ (+ 1.19) \end{matrix}$$

$$R^2 = 0.88 \qquad \text{D.W.} = 0.77$$

Les taux de l'euromarché semblent aussi beaucoup plus déterminants que dans la période précédente ou dans l'ensemble de la période; ainsi le taux de l'eurodollar et celui de l'euromark expliquent 70% du comportement du taux au Portugal, le taux de l'eurodollar étant beaucoup plus significatif que celui du mark:

$$(16) \text{ VAR22} = \begin{matrix} + 2.12 \\ (+ 0.62) \end{matrix} + \begin{matrix} + 0.98 \text{ VAR12} \\ (+ 1.71) \end{matrix} + \begin{matrix} + 1.55 \text{ VAR14} \\ (+ 3.97) \end{matrix}$$

$$R^2 = 0.70 \qquad \text{D.W.} = 0.95$$

VAR12; taux d'intérêt nominal de l'euromark à trois mois

$$(17) \text{ VAR22} = \begin{matrix} + 4.85 \\ (+ 1.51) \end{matrix} + \begin{matrix} + 1.86 \text{ VAR14} \\ (+ 4.98) \end{matrix}$$

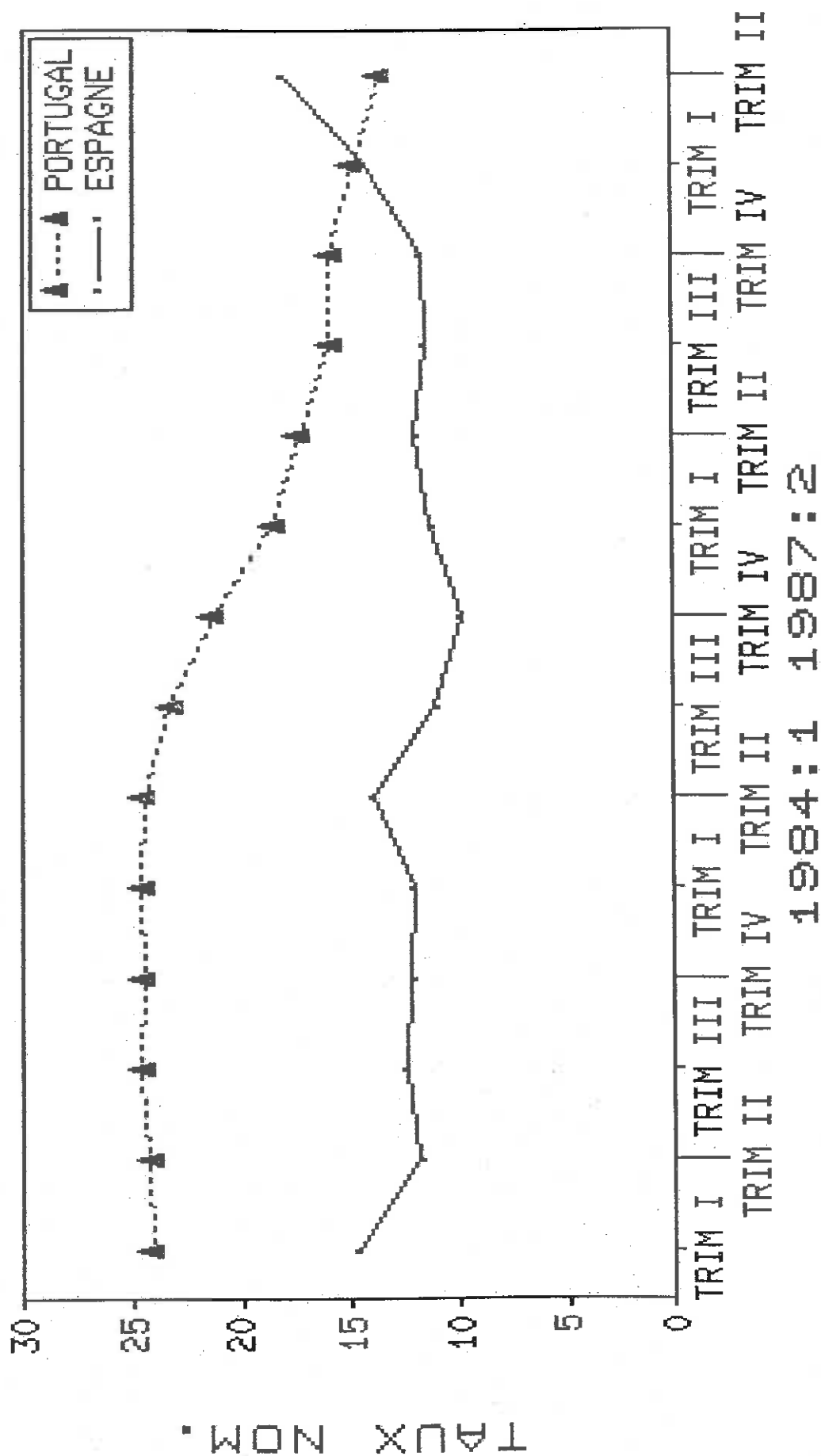
$$R^2 = 0.65 \qquad \text{D.W.} = 0.57$$

1.1.1.4. Brève comparaison avec l'Espagne.

La comparaison avec l'Espagne pour la même période, nous permet de conclure à une plus grande intégration du marché financier au Portugal par rapport à celui-ci. Pour l'Espagne (de 1984:1 à 1987:2), la meilleure estimation est obtenue par la prise en considération de l'ensemble des taux (allemand, américain, français et anglais), laquelle cependant demeure très mauvaise ($R^2 = 19\%$).

TAUX INT.NOM. 3 MOIS

1984:1 1987:2



$$\begin{aligned}
 (18) \quad \text{VAR19} = & + 21.62 & - 2.12 \text{ VAR18} & - 1.05 \text{ VAR20} & + 1.52 \text{ VAR21} \\
 & (+ 3.91) & (- 1.30) & (- 1.40) & (+ 1.85) \\
 & - 0.44 \text{ VAR23} \\
 & (- 0.87) \\
 & R^2 = 0.19 & D.W. = 1.87
 \end{aligned}$$

VAR19; taux d'intérêt nominal à trois mois pour l'Espagne.

En ce qui concerne les taux d'intérêt courts nominaux au Portugal, on peut conclure que:

- pour l'ensemble de la période, aucun taux étranger ne semble avoir un pouvoir explicatif déterminant;
- une certaine augmentation de l'influence exercée par les taux européens est visible depuis la constitution du SME;
- seulement dans les années plus récente, on peut véritablement parler d'une évolution en phase des taux portugais par rapport à ceux des principaux marchés internationaux.

1.1.2. TAUX D'INTERET REEL A TROIS MOIS.

L'analyse de la convergence au niveau des taux réels (c'est-à-dire de l'ajustement instantané des taux courts réels portugais aux étrangers), nous permet quelques conclusions additionnelles.

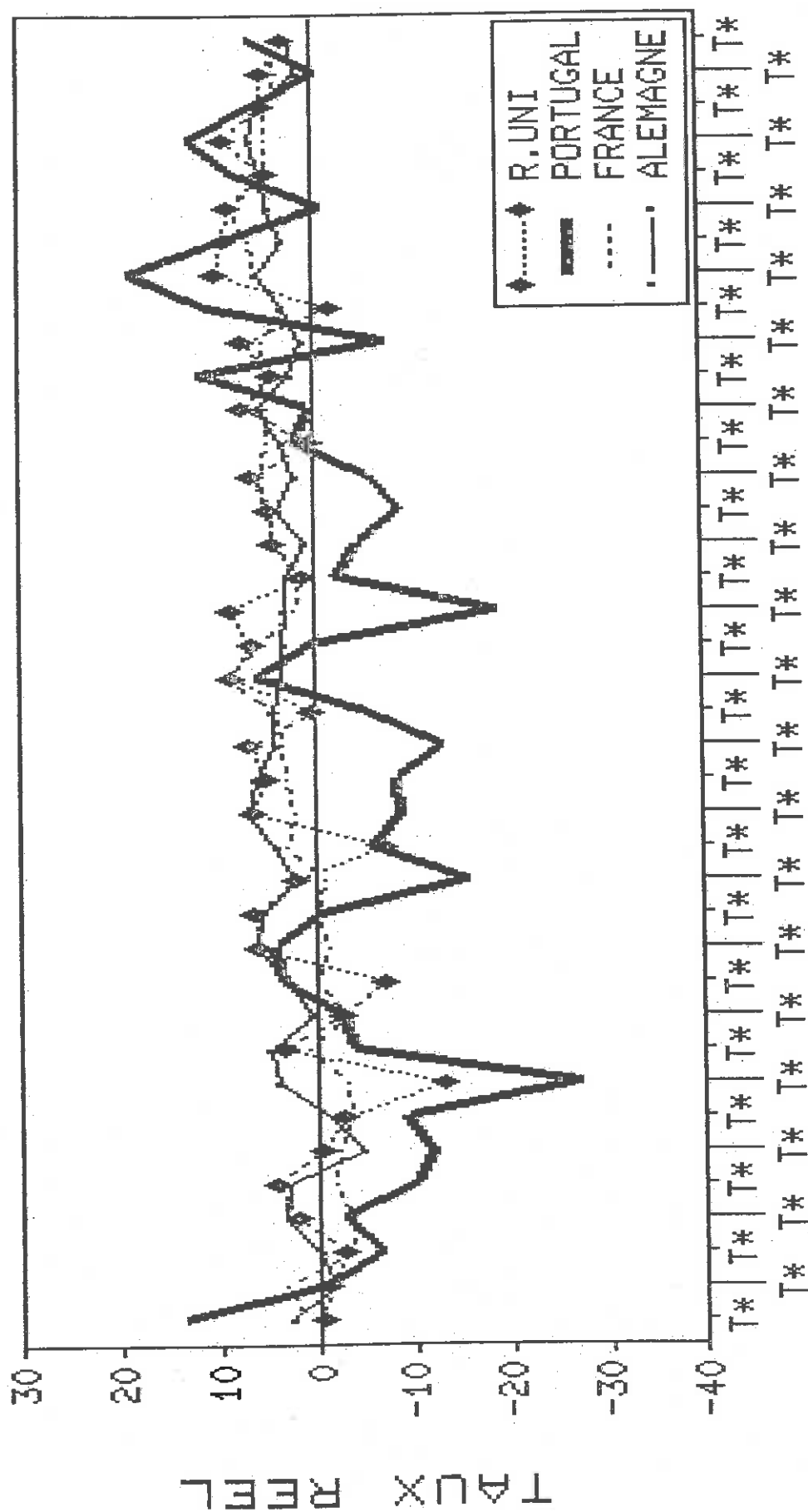
1.1.2.1. Analyse pour l'ensemble de la période (1976:1 à 1987:2).

En premier lieu, et en ce qui concerne l'ensemble de la période on remarque, même si la qualité de l'ajustement demeure très faible, que:

- considérant les taux étrangers individuellement, l'influence des taux européens est beaucoup plus forte que celle des EU (laquelle disparaît) et particulièrement celle du taux français:

TAUX INT. REEL 3 MOIS

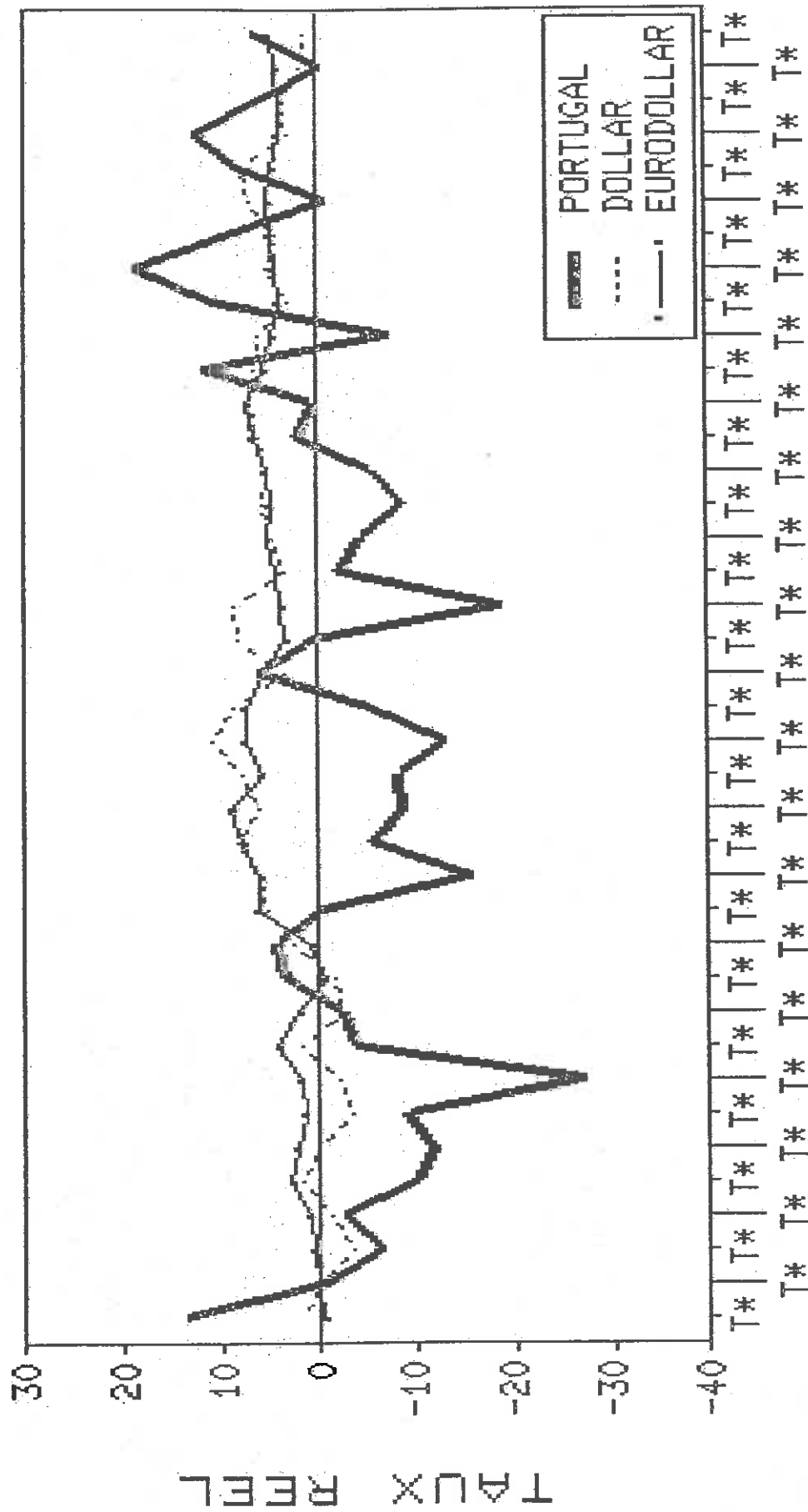
1977:4 - 1987:2



1977:4 - 1987:2

TAUX INT. REEL 3 MOIS

1977:4 - 1987:2



1977:4 - 1987:2

$$(19) \quad \text{VAR52} = \begin{array}{cc} - 4.92 & + 1.30 \text{ VAR51} \\ (- 2.85) & (+ 3.15) \end{array}$$

$$R^2 = 0.19 \quad \text{D.W.} = 1.38$$

VAR52; taux d'intérêt réel à trois mois pour le Portugal.
VAR51; taux d'intérêt réel à trois mois pour la France.

$$(20) \quad \text{VAR52} = \begin{array}{cc} - 1.86 & + 0.56 \text{ VAR50} \\ (- 0.83) & (+ 0.13) \end{array}$$

$$R^2 = - 0.03 \quad \text{D.W.} = 1.14$$

VAR50; taux d'intérêt réel à trois mois pour les EU.

- l'influence des euromarchés est aussi beaucoup plus considérable qu'au niveau des taux nominaux. On obtient pour les taux réels et pour l'eurofranc:

$$(21) \quad \text{VAR52} = \begin{array}{cc} + 16.69 & - 1.83 \text{ VAR45} \\ (+ 3.70) & (- 3.86) \end{array}$$

$$R^2 = 0.37 \quad \text{D.W.} = 1.60$$

VAR45; taux d'intérêt réel de l'eurofranc à trois mois.
alors que la plus grande influence de l'euromarché était obtenue au niveau des taux nominaux et pour l'eurofranc avec:

$$(22) \quad \text{VAR22} = \begin{array}{cc} + 23.45 & - 0.33 \text{ VAR15} \\ (+ 8.82) & (- 1.82) \end{array}$$

$$R^2 = 0.09 \quad \text{D.W.} = 0.23$$

VAR15; taux d'intérêt nominal de l'eurofranc à trois mois.

- considérant l'ensemble des taux étrangers, la meilleure combinaison est obtenue par la prise en considération simultanément des taux du dollar, du mark et du franc français, le taux d'intérêt portugais variant en sens opposé au taux américain. Même si l'ajustement demeure faible, il est plus fort que celui défini pour les taux nominaux:

$$(23) \text{ VAR52} = \begin{array}{cccc} -4.81 & +1.27 \text{ VAR48} & -1.70 \text{ VAR50} & +2.23 \text{ VAR51} \\ (-2.30) & (+2.17) & (-3.56) & (+4.63) \end{array}$$

$$R^2 = 0.38 \qquad D.W. = 1.76$$

VAR48; taux d'intérêt réel à trois mois pour l'Allemagne.

1.1.2.2. Analyse de l'influence du SME.

L'identification de deux périodes: l'une allant jusqu'à la constitution du SME, l'autre correspondant à celui-ci, nous permet de remarquer que:

- avant la constitution du SME (1977:4 à 1979:2) seul le taux de l'eurodollar semble exercer un effet d'emprise remarquable,

$$(24) \text{ VAR52} = \begin{array}{cc} +2.74 & -5.85 \text{ VAR44} \\ (+0.91) & (-3.15) \end{array}$$

$$R^2 = 0.60 \qquad D.W. = 1.66$$

VAR44; taux d'intérêt réel de l'eurodollar à trois mois.

par contre, tous les autres taux ne sont pas significatifs, ni les taux européens, ni même celui du dollar, si étonnant que cela puisse paraître:

$$(25) \text{ VAR52} = \begin{array}{cc} -2.87 & +1.73 \text{ VAR50} \\ (-0.83) & (+1.08) \end{array}$$

$$R^2 = 0.03 \qquad D.W. = 0.99$$

Les variables européennes expliquent dans leur ensemble 37% de la variation du taux portugais, mais aucune ne peut être considérée comme significative:

$$(26) \text{ VAR52} = \begin{array}{ccc} -1.76 & +1.42 \text{ VAR48} & +1.94 \text{ VAR51} \\ (-0.59) & (+1.50) & (+1.55) \end{array}$$

$$R^2 = 0.37 \qquad D.W. = 2.05$$

- depuis la constitution du SME (pour la période 1979:3 à 1987:2), l'importance du rôle directeur de l'eurodollar disparaît complètement"

$$(27) \text{ VAR52} = \begin{array}{cc} + 1.53 & - 0.55 \text{ VAR44} \\ (+ 0.33) & (- 0.62) \end{array}$$

$$R^2 = - 0.02 \quad \text{D.W.} = 1.13$$

Cependant, les taux européens ne semblent pas, non plus, exercer une plus forte influence, celle-ci s'affaiblissant par rapport à la période précédente à la constitution du SME (comparée avec l'équation 8):

$$(28) \text{ VAR52} = \begin{array}{ccc} - 9.34 & + 0.81 \text{ VAR48} & + 1.51 \text{ VAR51} \\ (- 2.20) & (+ 0.87) & (+ 2.76) \end{array}$$

$$R^2 = 0.18 \quad \text{D.W.} = 1.22$$

L'ensemble des taux des principaux pays industrialisés semblent pourtant avoir une plus forte capacité explicative depuis la constitution du SME que dans les années précédentes. Pour la période du SME, on obtient:

$$(29) \text{ VAR52} = \begin{array}{cccc} - 7.26 & + 1.54 \text{ VAR48} & - 1.63 \text{ VAR50} & + 2.38 \text{ VAR51} \\ (- 1.92) & (+ 1.83) & (- 3.14) & (+ 4.30) \end{array}$$

$$R^2 = 0.37 \quad \text{D.W.} = 1.51$$

alors que pour les années précédentes on obtient:

$$(30) \text{ VAR52} = \begin{array}{cccc} - 1.76 & + 1.65 \text{ VAR48} & - 0.90 \text{ VAR50} & + 2.41 \text{ VAR51} \\ (- 0.53) & (+ 1.38) & (- 0.43) & (+ 1.50) \end{array}$$

$$R^2 = 0.21 \quad \text{D.W.} = 2.23$$

1.1.2.3. Analyse dans les années plus récentes (1984:1 à 1987:2)

Si l'on considère les toutes dernières années, la convergence semble encore moins évidente qu'auparavant. Même si le mark semble avoir une plus forte influence, celle-ci demeure très modeste:

$$(31) \text{ VAR52} = \begin{array}{cc} - 3.20 & + 2.19 \text{ VAR48} \\ (- 0.72) & (+ 2.08) \end{array}$$

$$R^2 = 0.20 \quad \text{D.W.} = 2.22$$

les variables européennes n'ayant dans leur ensemble aucun pouvoir explicatif: celui-ci est même inférieur à celui enregistré pour l'ensemble de la période:

$$(32) \text{ VAR52} = + 0.66 \quad + 2.40 \text{ VAR48} \quad - 0.70 \text{ VAR51} \quad - 0.19 \text{ VAR53} \\ (+ 0.07) \quad (+ 1.99) \quad (- 0.35) \quad (- 0.24) \\ R^2 = 0.09 \quad D.W. = 2.08$$

Le dollar se révèle une variable négligeable, comme d'ailleurs, tous les taux de l'euromarché.

1.1.2.4. Brève comparaison avec l'Espagne.

Les mêmes tests appliqués à l'Espagne pour la période plus récente (1984:1 à 1987:2), aboutissent à des résultats semblables. Comme pour le Portugal, les ajustements obtenus ne sont pas significatifs d'une convergence des taux de ce pays relativement aux taux étrangers et les variables les plus importantes étant européennes, plus particulièrement, le taux du franc et de l'eurofranc:

$$(33) \text{ VAR49} = + 16.01 \quad - 2.21 \text{ VAR51} \\ (+ 3.43) \quad (- 2.50) \\ R^2 = 0.29 \quad D.W. = 1.74$$

VAR49; taux d'intérêt réel à trois mois pour l'Espagne.

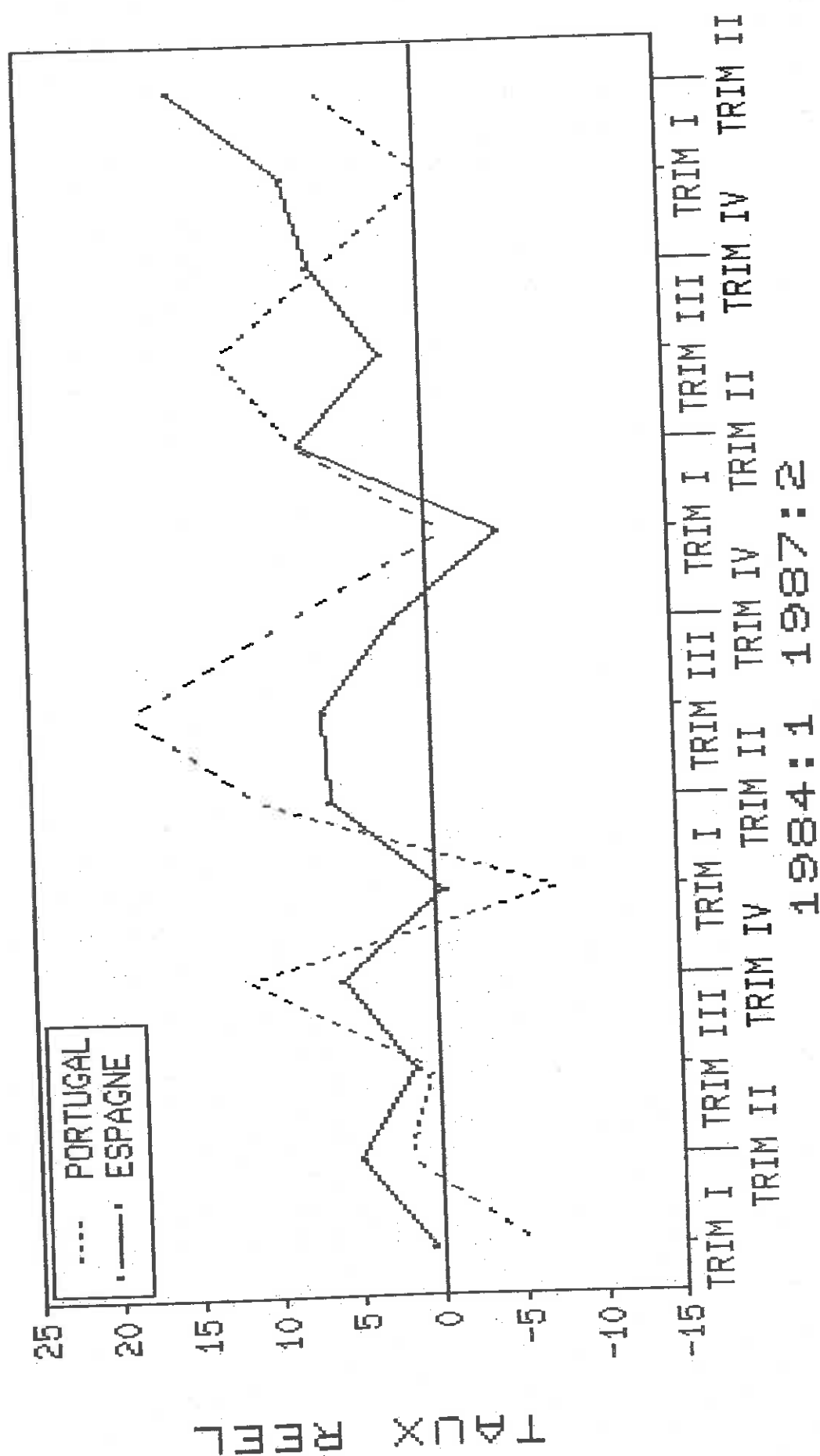
$$(34) \text{ VAR49} = + 17.32 \quad - 1.75 \text{ VAR45} \\ (+ 3.42) \quad (- 2.55) \\ R^2 = 0.30 \quad D.W. = 1.41$$

Le taux du dollar ou celui de l'eurodollar ne semblent exercer aucun effet directeur.

Ni le Portugal, ni l'Espagne ne traduisent une forte influence dans leurs marchés des taux d'intérêt extérieurs; tous les ajustements obtenus se caractérisent par une mauvaise qualité qui nous semble significative d'une faible convergence des taux de ces pays aux taux étrangers, en ce qui concerne les taux réels courts.

TAUX INT. REEL 3 MOIS

1984:1 1987:2



En conclusion, la convergence au niveau des taux réels semble encore plus réduite qu'au niveau des taux nominaux, en ce qui concerne les taux de courtes périodes.

Cependant, s'il existe quelque attachement des taux portugais aux taux étrangers, celui-ci se modifie profondément:

- l'influence du dollar sur les taux nominaux disparaît complètement sur les taux réels, pour l'ensemble de la période;
- l'influence des taux de l'euromarché semble beaucoup plus puissante, en particulier, celui de l'eurofranc.

En ce qui concerne la période plus récente, il est possible d'identifier une augmentation de la convergence des taux portugais vers ceux des principaux pays étrangers (en particulier, vers les taux allemands), cette convergence étant beaucoup plus évidente au niveau des taux nominaux qu'au niveau des taux réels.

1.2. SUR LES TAUX LONGS.

En ce qui concerne les rendements des titres publics à long terme, les grandes conclusions que l'on avait schématisées pour les taux courts, semblent encore plus évidentes. Ainsi, au niveau des rendements nominaux, on peut visualiser une certaine évolution en phase avec les taux étrangers, surtout dans la période plus récente et, en particulier avec ceux des EU. Par contre, au niveau des rendements réels, même si la convergence est plus significative pour l'ensemble des taux étrangers, la volatilité des taux au Portugal semble beaucoup plus forte et indépendante de l'étranger.

L'absence de données récentes (on ne détient que des valeurs jusqu'à 1985:4) ne nous permet cependant pas de pousser l'analyse à la prise en considération des effets résultant de la libéralisation du marché financier et de la dérèglementation du marché de change, qui ont eu lieu très récemment (pour la plupart depuis 1986).

Quelques remarques nous semblent, néanmoins, importantes.

1.2.1. RENDEMENTS NOMINAUX DES TITRES PUBLICS A LONG TERME.

Les meilleures corrélations identifiées entre les taux portugais et étrangers, concernent les rendements des titres publics à long terme. Cependant, ces estimations sont loin d'être satisfaisantes et les résultats très contradictoires.

Pour la période allant de 1976:1 à 1985:4, l'influence la plus remarquable est exercée par le taux américain qui, à lui seul, semble expliquer 39% de la variation du taux au Portugal:

$$(35) \text{ VAR10} = \begin{array}{cc} + 4.80 & + 1.10 \text{ VAR8} \\ (+ 2.05) & (+ 5.09) \end{array}$$

$$R^2 = 0.39 \qquad \text{D.W.} = 0.17$$

VAR10; rendement nominal des titres publics à un an au Portugal.

VAR8; rendement nominal des titres publics à un an aux EU.

Cependant, une autre corrélation presque aussi forte est établie avec la livre en sens opposé:

$$(36) \text{ VAR10} = \begin{array}{cc} + 33.90 & - 1.38 \text{ VAR11} \\ (+ 9.04) & (- 4.70) \end{array}$$

$$R^2 = 0.35 \qquad \text{D.W.} = 0.23$$

VAR11; rendement nominal des titres publics à un an au Royaume-Uni.

Ni le mark, ni le franc français ne semblent, dans ce cas, avoir aucune importance:

$$(37) \text{ VAR10} = \begin{array}{cc} + 9.64 & + 0.58 \text{ VAR9} \\ (+ 3.63) & (+ 2.65) \end{array}$$

$$R^2 = 0.13 \qquad \text{D.W.} = 0.10$$

VAR9; rendement nominal des titres publics à un an en France.

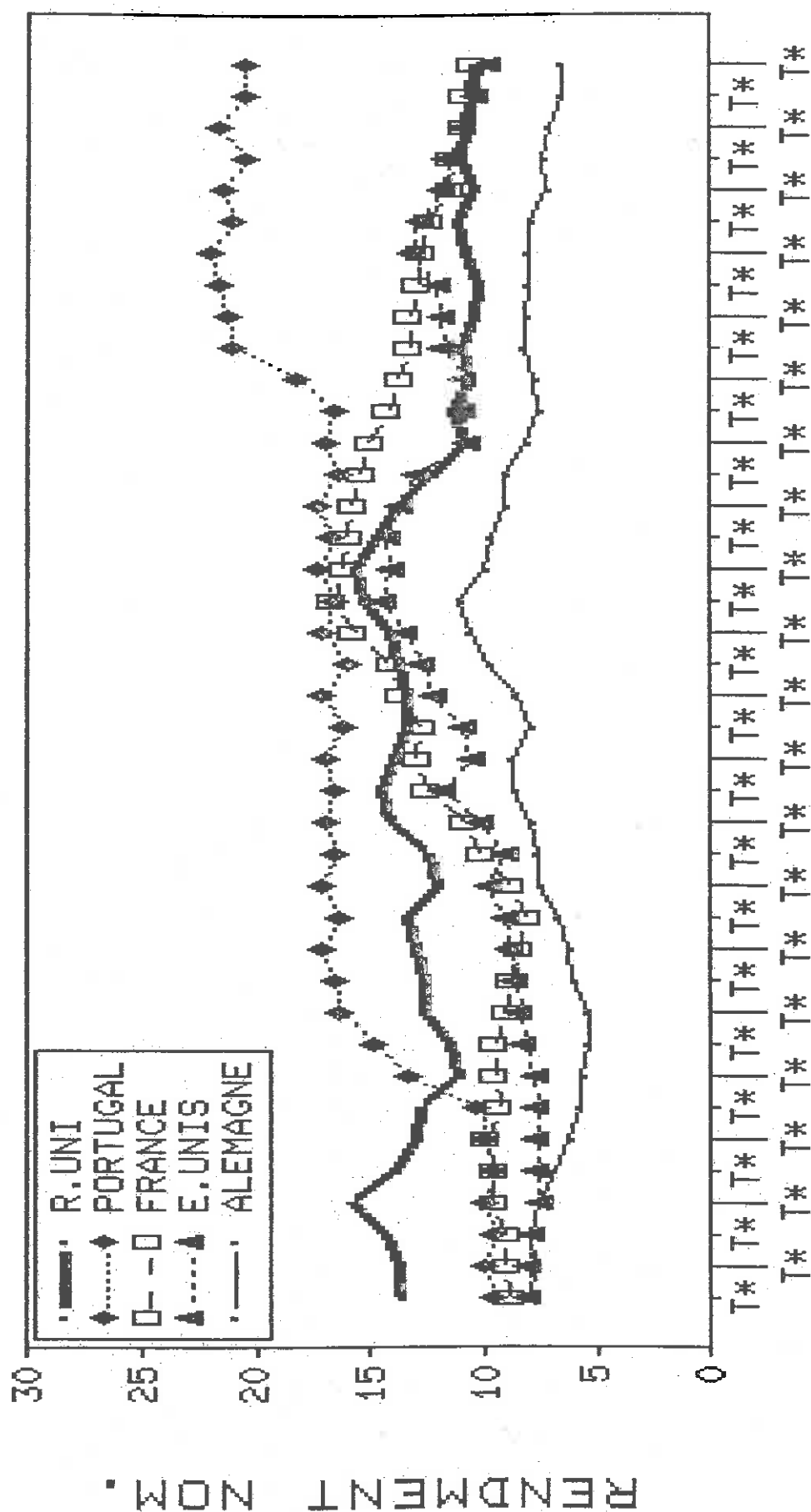
$$(38) \text{ VAR10} = \begin{array}{cc} + 13.18 & + 0.43 \text{ VAR7} \\ (+ 3.79) & (+ 0.97) \end{array}$$

$$R^2 = - 0.00 \qquad \text{D.W.} = 0.08$$

VAR7; rendement nominal des titres publics à un an en Allemagne.

RENDEMENT NOM. DES TITRES PUBLICS L/T

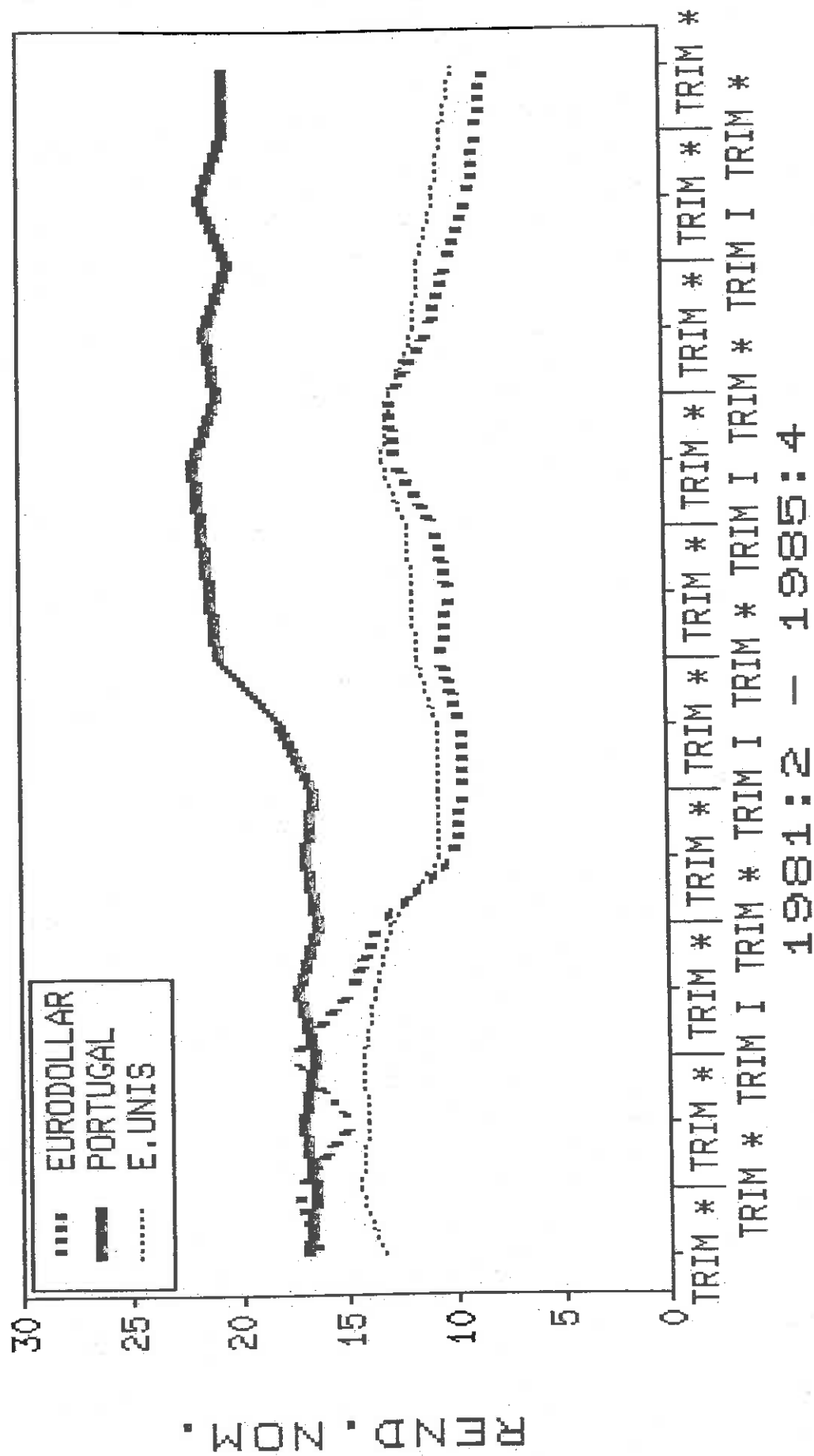
1976:1 - 1985:4



1976:1 - 1985:4

RENDEM.NOM.TIT.PUBLICS L/T

1981:2 - 1985:4



Les taux intérieurs des principaux pays industrialisés considérés dans leur ensemble (EU, France, Allemagne et Royaume-Uni), permettent d'expliquer 84% de la variation du taux au Portugal; les coefficients traduisant l'existence d'une corrélation négative, exception faite pour le rendement des titres publics aux EU:

$$\begin{aligned}
 (39) \text{ VAR10} = & + 20.37 & - 0.56 \text{ VAR7} & + 2.22 \text{ VAR8} & - 0.79 \text{ VAR9} \\
 & (+ 8.76) & (- 1.26) & (+ 8.02) & (- 3.51) \\
 & - 1.09 \text{ VAR11} \\
 & (- 5.17) \\
 & R^2 = 0.84 & \text{D.W.} = 1.11
 \end{aligned}$$

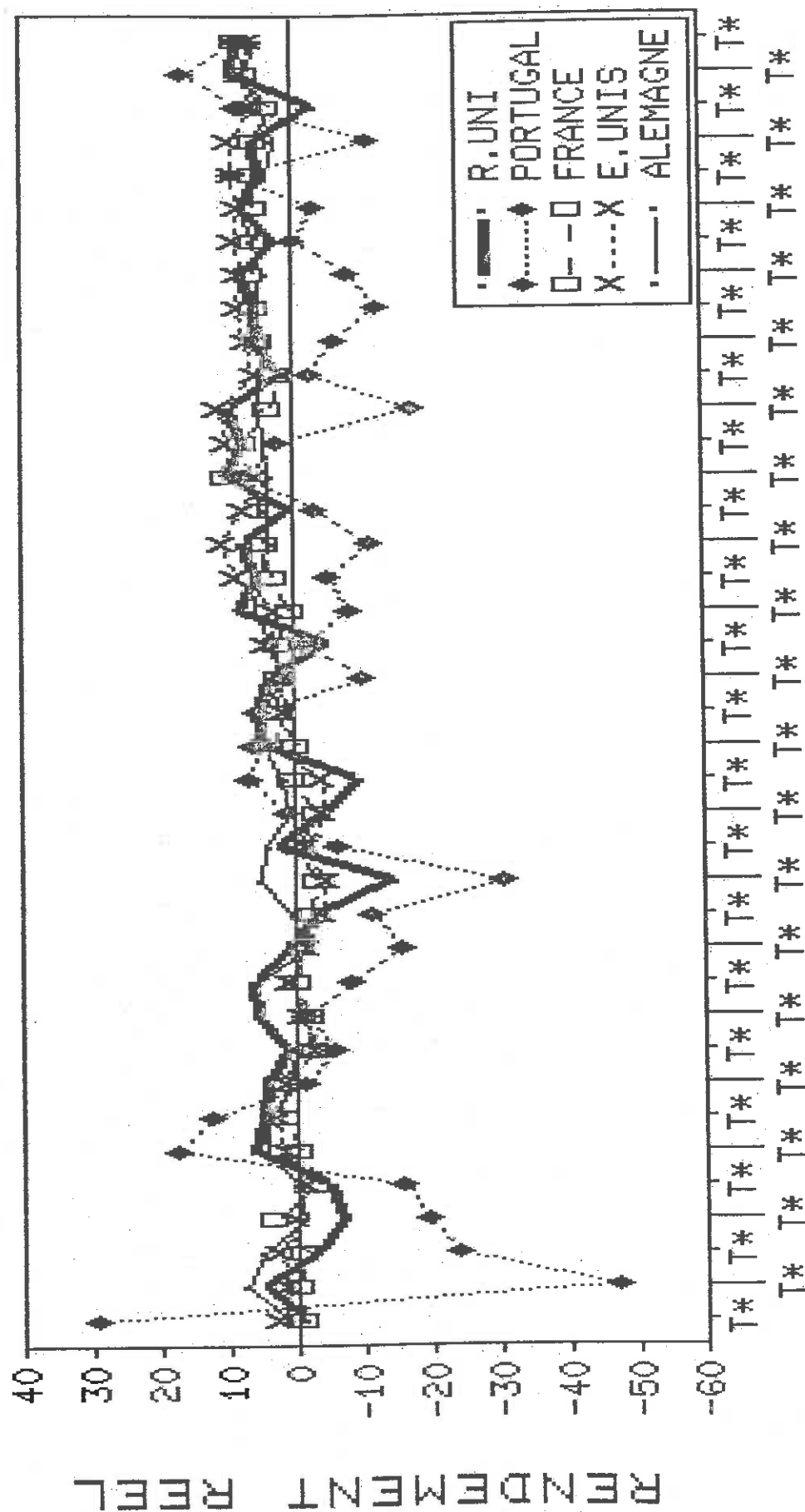
Les résultats sont encore plus étonnants si l'on introduit les taux de l'euromarché. Ainsi, une des meilleures estimations obtenues relie négativement le rendement des titres publics à un an au Portugal aux taux de même échéance de l'eurodollar, et positivement à celui du dollar, bien que ces deux variables évoluent profondément en phase.

1.2.2. RENDEMENT REEL DES TITRES PUBLICS A LONG TERME.

En ce qui concerne les rendements à long terme, aucune relation de causalité instantanée n'a pu être identifiée. Ni les taux intérieurs des principaux marchés financiers pris en considération, ni les taux de l'euromarché, ni aucun ensemble de taux, ne peuvent être considérés comme explicatifs de l'évolution de ces rendements au Portugal: l'indicateur de la qualité de l'ajustement, R^2 , est dans la meilleure des équations égal à 10%.

RENDEMENT REEL TIT.PUB.L/T

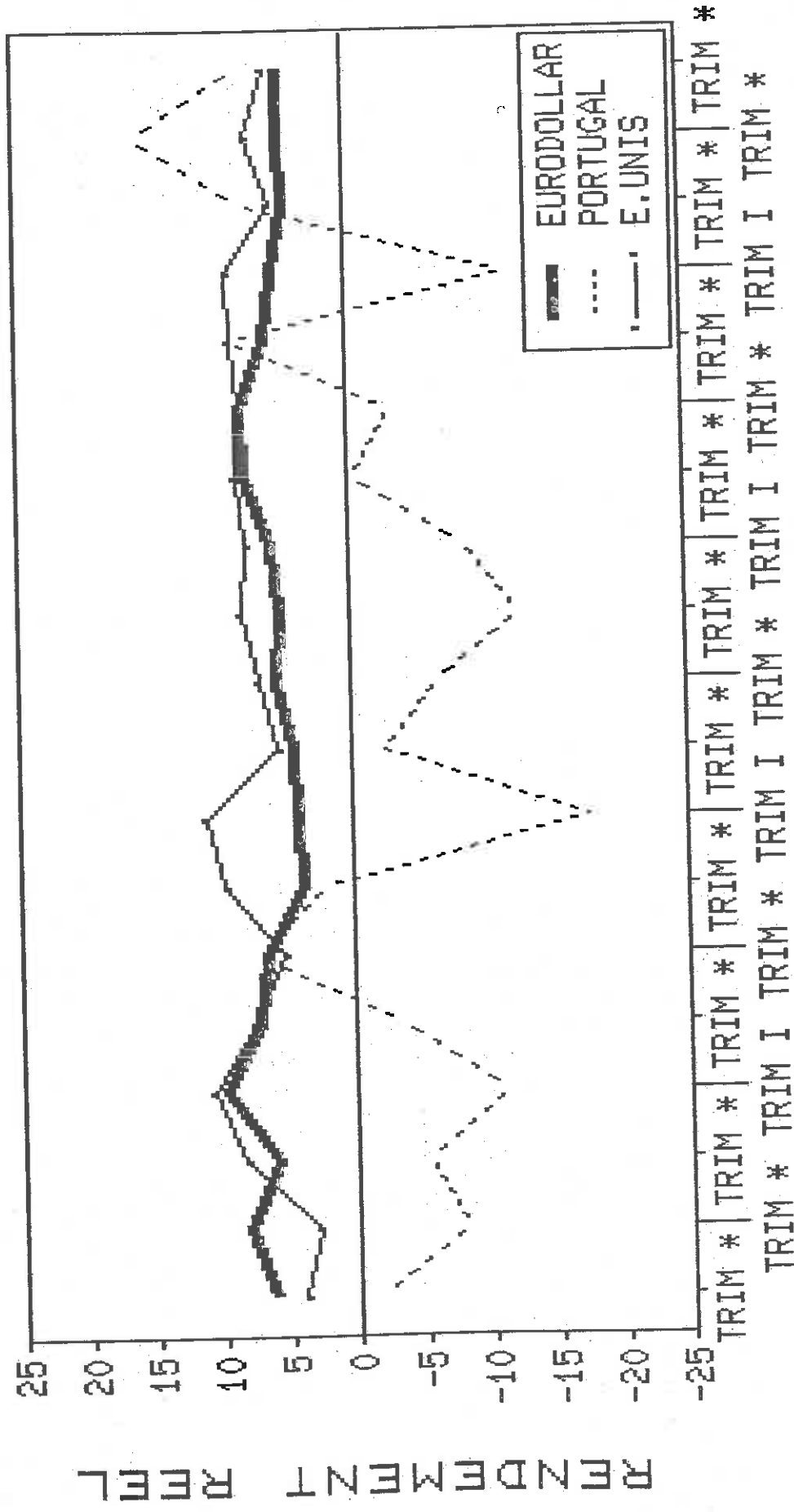
1976:2 - 1985:4



1976:2 - 1985:4

RENDMENT REEL TIT. PUB. L/T

1981:2 - 1985:4



১০৮৫ঃ

CHAPITRE 2: ANALYSE DES EFFETS DE CAUSALITE.

Le degré d'emprise exercé par les taux étrangers sur les taux portugais analysé à travers la capacité explicative de ces variables de la variation du taux portugais (causalité instantanée), nous permet de conclure en général pour l'indépendance des taux nationaux vis-à-vis des taux extérieurs. Les liens de dépendance identifiés sont faibles, et ne peuvent pas être considérés comme traduisant un véritable effet d'emprise.

Il était pourtant possible, du fait de l'existence de fortes entraves aux mouvements de capitaux, que ces effets s'exerçaient plutôt avec retards.

2.1. ANALYSE DES EFFETS D'EMPRISE RETARDES.

La prise en considération des taux étrangers avec retards échelonnés comme variables explicatives, nous permet d'aboutir à des conclusions intéressantes, si l'on compare les résultats des taux courts à ceux des taux longs, et dans chaque cas en termes réels aux nominaux.

2.1.1. SUR LES TAUX COURTS.

En ce qui concerne les taux courts, on vérifie que, si d'un côté la prise en considération de l'influence retardée des taux des principaux marchés financiers internationaux (représentés ici par les taux intérieurs allemand, américain et français, et par le taux de l'eurodollar de même échéance) améliore profondément l'explication du comportement au niveau des taux nominaux, d'un autre côté, elle n'a aucun pouvoir explicatif sur les taux réels.

2.1.1.1. Taux d'intérêt nominaux à trois mois.

Ainsi, pour les taux courts nominaux, et pour la période allant de 1978:3 à 1987:2, on vérifie une influence assez forte du taux américain (surtout de la variable retardée de deux trimestres), ce qui nous permet,

conjointement avec la prise en considération du taux portugais, d'expliquer 77% de la variation du taux au Portugal:

$$\begin{aligned}
 (40) \text{ VAR22} = & + 3.17 & + 1.16 \text{ VAR22}_{-1} & - 0.35 \text{ VAR22}_{-2} & + 0.04 \text{ VAR22}_{-3} \\
 & (+ 1.04) & (+ 6.04) & (- 1.19) & (+ 0.18) \\
 & - 0.02 \text{ VAR20} & - 0.06 \text{ VAR20}_{-1} & + 0.17 \text{ VAR20}_{-2} & - 0.14 \text{ VAR20}_{-3} \\
 & (- 0.07) & (- 0.19) & (+ 0.55) & (- 0.63) \\
 R^2 = & 0.76 & & & \text{D.W.} = 1.96
 \end{aligned}$$

En ce qui concerne le taux allemand, l'influence semble, par contre, s'exercer en sens inverse et avec un décalage d'un trimestre:

$$\begin{aligned}
 (41) \text{ VAR22} = & + 2.30 & + 1.20 \text{ VAR22}_{-1} & - 0.36 \text{ VAR22}_{-2} & + 0.03 \text{ VAR22}_{-3} \\
 & (+ 0.92) & (+ 6.35) & (- 1.27) & (+ 0.16) \\
 & + 1.04 \text{ VAR18} & - 1.85 \text{ VAR18}_{-1} & + 0.26 \text{ VAR18}_{-2} & + 0.55 \text{ VAR18}_{-3} \\
 & (+ 2.07) & (- 2.14) & (+ 0.28) & (+ 1.25) \\
 R^2 = & 0.81 & & & \text{D.W.} = 2.10
 \end{aligned}$$

L'influence la plus significative semble pourtant s'exercer par le taux français et surtout avec un retard de trois trimestres. La prise en considération de cette variable avec retards échelonnés, conjointement avec le taux portugais retardé, nous permet d'expliquer 80% de la variation du taux au Portugal:

$$\begin{aligned}
 (42) \text{ VAR22} = & + 0.35 & + 1.13 \text{ VAR22}_{-1} & - 0.21 \text{ VAR22}_{-2} & - 0.04 \text{ VAR22}_{-3} \\
 & (+ 0.14) & (+ 6.40) & (- 0.78) & (- 0.24) \\
 & + 0.28 \text{ VAR21} & - 0.18 \text{ VAR21}_{-1} & - 0.63 \text{ VAR21}_{-2} & + 0.68 \text{ VAR21}_{-3} \\
 & (+ 0.90) & (- 0.34) & (- 1.21) & (+ 2.21) \\
 R^2 = & 0.81 & & & \text{D.W.} = 2.11
 \end{aligned}$$

L'influence du taux de l'eurodollar, semble également significative si l'on évalue la qualité de l'ajustement par l'indicateur R^2 ajusté:

$$\begin{aligned}
 (43) \text{ VAR22} = & + 2.91 & + 1.18 \text{ VAR22}_{-1} & - 0.35 \text{ VAR22}_{-2} & + 0.03 \text{ VAR22}_{-3} \\
 & (+ 0.97) & (+ 6.23) & (- 1.25) & (+ 0.14) \\
 & + 0.03 \text{ VAR14} & - 0.26 \text{ VAR14}_{-1} & + 0.31 \text{ VAR14}_{-2} & - 0.11 \text{ VAR14}_{-3} \\
 & (+ 0.13) & (- 0.81) & (+ 0.94) & (- 0.47) \\
 R^2 = & 0.77 & & & \text{D.W.} = 2.00
 \end{aligned}$$

Enfin, des ajustements beaucoup plus significatifs semblent être obtenus par les taux courts nominaux, si l'on prend en considération les valeurs

passées des taux étrangers, plutôt que leurs valeurs présentes. Cependant, il faut remarquer que cette influence accrue, apparaît avec des signes contradictoires pour les diverses variables explicatives, et pour chacune en différentes périodes.

2.1.1.2. Taux d'intérêt réels à trois mois.

Par contre, en ce qui concerne les taux réels à trois mois, aucun ajustement ne peut être considéré comme satisfaisant. Ainsi, le meilleur est obtenu par la prise en considération des valeurs retardées du taux d'intérêt intérieur français, sans que la capacité explicative de l'ajustement atteigne même 20%:

$$\begin{aligned}
 (44) \text{ VAR52} = & -4.31 & +0.25 \text{ VAR52-1} & -0.03 \text{ VAR52-2} & +0.14 \text{ VAR52-3} \\
 & (-1.86) & (+1.36) & (-0.18) & (+0.80) \\
 & +1.26 \text{ VAR51} & -0.66 \text{ VAR51-1} & +0.20 \text{ VAR51-2} & +0.38 \text{ VAR51-3} \\
 & (+1.63) & (-0.78) & (+0.25) & (+0.54) \\
 R^2 = & 0.20 & & & D.W. = 2.00
 \end{aligned}$$

Les taux américains, les taux de l'eurodollars et les taux allemands n'ont aucun pouvoir explicatif.

2.1.2. SUR LES TAUX LONGS.

En ce qui concerne les taux longs, les principales conclusions ne se modifient pas. Ainsi, on vérifie également une amélioration de l'explication des taux portugais nominaux par la prise en compte des valeurs passées des variables étrangères équivalentes, tandis que pour les taux longs réels, l'influence demeure non identifiable.

2.1.2.1. Rendement nominal des titres publics à un an.

En ce qui concerne le rendement nominal des titres publics à un an, l'amélioration de l'explication du comportement de la variable portugaise, par la prise en compte des valeurs passées des variables étrangères (les mêmes

que précédemment) est encore plus nette qu'en ce qui concerne les taux courts nominaux. Ainsi, on obtient par exemple pour le dollar, et pour l'ensemble de la période (1976:4 à 1985:4) l'estimation:

$$\begin{aligned}
 (45) \text{ VAR10} = & + 1.37 & + 0.89 \text{ VAR10}_{-1} & + 0.51 \text{ VAR10}_{-2} & - 0.50 \text{ VAR10}_{-3} \\
 & (+ 1.56) & (+ 5.53) & (+ 2.37) & (- 2.95) \\
 & + 0.23 \text{ VAR8} & - 0.21 \text{ VAR8}_{-1} & - 0.26 \text{ VAR8}_{-2} & + 0.30 \text{ VAR8}_{-3} \\
 & (+ 1.08) & (- 0.68) & (- 0.86) & (+ 1.45) \\
 R^2 = & 0.93 & & & \text{D.W.} = 1.94
 \end{aligned}$$

La corrélation établie avec les taux allemands semble encore plus étroite (si l'on compare les statistiques-T des coefficients des variables); l'influence s'exerçant surtout avec un retard de trois périodes. Dans l'ensemble, les variables permettent d'expliquer 93% de la variation du taux au Portugal:

$$\begin{aligned}
 (46) \text{ VAR10} = & + 1.42 & + 0.84 \text{ VAR10}_{-1} & + 0.50 \text{ VAR10}_{-2} & - 0.47 \text{ VAR10}_{-3} \\
 & (+ 1.56) & (+ 5.30) & (+ 2.42) & (- 2.96) \\
 & + 0.26 \text{ VAR9} & - 0.53 \text{ VAR9}_{-1} & + 0.01 \text{ VAR9}_{-2} & + 0.34 \text{ VAR9}_{-3} \\
 & (+ 0.89) & (- 1.12) & (+ 0.03) & (+ 1.16) \\
 R^2 = & 0.93 & & & \text{D.W.} = 1.79
 \end{aligned}$$

L'influence de l'eurodollar, même si elle est évidente, est dans ce cas moins forte.

2.1.2.2. Rendement réel des titres publics à un an.

Pour ce qui concerne le rendement réel des titres publics, une fois de plus, aucun ajustement ne peut être considéré comme significatif. Cependant, il nous semble important de remarquer la profonde différence entre les résultats obtenus par la prise en considération des valeurs retardées du taux du dollar et ceux des autres devises. Ainsi, pour le dollar et pour la période allant de 1982:1 à 1985:4, on obtient:

$$\begin{aligned}
 (47) \text{ VAR34} = & + 73.54 & + 0.29 \text{ VAR34}_{-1} & + 0.75 \text{ VAR34}_{-2} & - 0.19 \text{ VAR34}_{-3} \\
 & (+ 2.17) & (+ 1.00) & (+ 1.73) & (- 0.58) \\
 & - 2.02 \text{ VAR32} & - 5.83 \text{ VAR32}_{-1} & + 2.62 \text{ VAR32}_{-2} & - 3.74 \text{ VAR32}_{-3} \\
 & (- 1.27) & (- 2.21) & (+ 1.62) & (- 2.04) \\
 R^2 = & 0.37 & & & \text{D.W.} = 2.05
 \end{aligned}$$

Dans cette équation, les variables retardées semblent avoir une certaine influence sur le taux portugais, celle-ci étant négative pour les variables retardées d'un et de trois trimestres.

En contrepartie, pour toutes les autres devises considérées, les ajustements s'avèrent très faibles, le R^2 ajusté ne dépassant jamais 5%.

En conclusion, il nous semble que l'effet d'emprise sur les taux portugais, s'exerce plutôt avec retard qu'instantanément. Cependant, si cette influence semble claire pour les taux nominaux (tant pour les taux courts que pour les taux longs), elle n'est pas identifiable pour les taux réels.

Même si les ajustements dans leur ensemble peuvent être considérés comme plus significatifs, le test de la statistique-F, nous permet de rejeter, dans la plupart des cas, l'ensemble des variables.

Les tests de Sargent⁷⁶, en comparant les différentes valeurs de la statistique-F obtenues pour chaque équation, nous permet de conclure sur l'existence ou non des rapports de causalité, compris au sens de Granger.

2.2. ANALYSE DES RESULTATS OBTENUS POUR LES TESTS DE CAUSALITE DE SARGENT.

On peut résumer en quelques points fondamentaux les résultats obtenus, pour les tests de Sargent, dans l'analyse de la causalité.

2.2.1. SUR LES TAUX REELS.

Tous les tests effectués sur les taux réels (taux d'intérêt intérieur réel à trois mois et rendement réel des titres publics à un an)⁷⁷ peuvent, avec une forte probabilité, être considérés comme non significatifs: les coefficients pour toutes les équations testées ne sont pas dans leur ensemble significativement différents de zéro. Non seulement les différents taux étrangers n'expliquent pas la variation des taux réels au Portugal, mais les

⁷⁶ Voir annexe III.

⁷⁷ Les résultats des tests de causalité effectués sur les taux réels sont résumés dans l'annexe III. Voir tableaux n° 3.2, 3.5., 3.6.

propres valeurs passées du taux au Portugal ne permettent pas comprendre l'évolution de cette variable.

Les taux réels au Portugal semblent donc n'avoir aucune influence de l'extérieur, ni suivre aucune tendance de longue période.

Il est cependant intéressant de souligner la différence des résultats obtenus entre les taux courts et les taux longs, même en dépit de la faible signifiante globale de ces résultats.

2.2.1.1. Taux d'intérêt réels à trois mois.

En ce qui concerne les taux d'intérêt réels à court terme aucune relation causale ne peut être établie avec l'escudo portugais, car la considération des taux étrangers n'améliore pas en fait (ni instantanément, ni avec retard) la prévision du taux portugais, que l'on considère le dollar, le mark, le franc français ou le taux du dollar à Londres.

2.2.1.2. Rendements réel des titres publics à un an.

Si d'un côté aucune influence n'est visible sur les taux d'intérêt à trois mois, d'un autre côté, on vérifie l'existence d'une causalité assez forte qui est exercée simultanément pour toutes les devises considérées sur l'escudo et, en particulier, par le rendement réel des titres publics aux EU dans les années plus récentes. On vérifie en plus, que cette influence est exercée pour toutes les devises, même instantanément, exception faite pour le mark allemand, face auquel elle se manifeste plutôt à retardement. Dans tous les cas, sauf pour le mark allemand, la statistique-F de l'équation 3, qui considère à la fois l'influence instantanée et retardée, est supérieure à la statistique-F de l'équation 2, qui ne considère que l'influence des variables retardées; toutes les deux étant supérieures à celle obtenue par la seule prise en compte, comme variable explicative, des valeurs passées du rendement réel des titres publics à long terme au Portugal (voir tableau 3.6.).

Il est aussi intéressant de remarquer que, parmi les différentes devises considérées, c'est le dollar qui semble exercer un effet plus fort sur les rendements réels à long terme au Portugal, si l'on prend les tests pour les années plus récentes (1982:1 à 1985:4); tandis que pour l'ensemble de la période considérée (1977:1 à 1985:4), son influence sur les taux portugais

est la moins importante, même si aucune des devises considérées ne se présente comme véritablement significative (voir tableaux 3.5 et 3.6.). Par contre, on vérifie que le taux de l'eurodollar est beaucoup moins déterminant, ce qui paraît contradictoire avec l'enchaînement des effets d'emprise que l'on a étudiée dans la première partie: taux du dollar--->taux de l'eurodollar--->taux directeur interne des marchés nationaux.

2.2.2. SUR LES TAUX NOMINAUX.

En ce qui concerne les taux nominaux, l'analyse des résultats nous amène à des conclusions différentes⁷⁸.

En premier lieu, contrairement aux résultats obtenus pour les taux réels, toutes les équations se révèlent significatives, car dans leur ensemble les variables explicatives sont significativement différentes de zéro (pour un seuil de 5%), tant en ce qui concerne les taux courts que les taux longs.

Les liens de causalité qui se dégagent ne diffèrent cependant pas beaucoup des précédents. Ainsi, pour les taux courts nominaux, aucun effet de causalité ne peut être confirmé pour les tests effectués: l'addition d'autres variables (autres que les taux portugais passés) n'augmente pas, au contraire, la capacité explicative de l'ensemble, dans aucun des cas étudiés.

En deuxième lieu, et en ce qui concerne les taux nominaux à long terme, on vérifie que, alors que pour l'ensemble de la période on demeure dans l'absence de relations de causalité, dans les années plus récentes (de 1982:1 à 1985:4) le mark allemand exerce un effet retardé considérable, les autres devises n'exerçant aucun effet significatif.

On peut donc résumer l'analyse des résultats du test de Sargent en quelques points fondamentaux:

- pour l'ensemble de la période considérée, on ne peut identifier aucun effet de causalité, et donc d'emprise, s'exerçant sur les taux portugais, tant en ce qui concerne les taux courts que les taux longs, tant en ce qui concerne les taux réels que les nominaux;
- dans les années plus récentes, alors que les taux courts (nominaux et réels) semblent demeurer indépendants des taux extérieurs, les taux à long terme semblent montrer un certain comportement subi à l'égard des taux

⁷⁸ Voir tableaux 3.1., 3.3. et 3.4.

étrangers. Au niveau nominal, cette influence semble plutôt s'exercer depuis la constitution du SME. Au niveau réel, cette influence semble plutôt s'exercer par le dollar des EU, faisant croire, à son tour, à l'existence d'un arbitrage beaucoup plus fort entre les marchés de ces deux pays qui tend à égaliser les rendements réels dans les années plus récentes.

CHAPITRE 3: ANALYSE DE L'EFFICIENCE DU MARCHE DES CHANGES ET DE LA PARFAITE SUBSTITUABILITE ENTRE LES DEVISES.

L'analyse de l'efficience du marché des changes nous semblait le corollaire logique de l'analyse précédente. Les tests de la forme faible de l'efficience du marché des changes, dont les résultats en annexe III, confirme l'idée générale précédente d'une déconnexion des taux portugais vis-à-vis de l'étranger. Les résultats obtenus sont clairs: pour l'ensemble de la période, l'efficience du marché des changes est complètement nulle au Portugal dans tous les cas considérés. Aucune différence remarquable ne peut être établie, soit entre les différentes devises, soit en considérant les taux courts par rapport aux taux longs, soit en considérant les marchés internes ou externes des devises.

Toutes les estimations présentent des R^2 corrigés inférieurs à 1% et, pour la plupart des coefficients des variables explicatives (les différences entre le taux portugais et les différents taux d'intérêt des autres devises), la statistique-T n'est pas significative, ou mieux, elle nous fait considérer comme très probable l'hypothèse que ces coefficients soient égaux à zéro. En plus, le test de Durbin-Watson ajoute encore une forte probabilité, pour la plupart des régressions, que l'on soit en présence d'autocorrélation des résidus.

La comparaison des résultats obtenus pour l'escudo, avec ceux obtenus par Galy⁷⁹ pour le franc n'est pas étonnante. Les résultats obtenus pour les taux d'intérêt internes du franc sont semblables à ceux obtenus pour les taux intérieurs de l'escudo. C'est seulement en rapprochant le taux externe du franc de ceux des eurodevises que l'auteur obtient, pour la période du SME, des résultats significatifs d'une efficience du marché de change.

Ces résultats ont été analysés par Galy comme signifiant, d'une part, pour les non résidents que le taux d'intérêt du franc est déterminé dans des conditions conformes à leurs anticipations du taux de change et à l'abri de l'influence des autorités monétaires françaises (voir du contrôle des mouvements de capitaux); d'autre part, pour les résidents que les différentes réglementations qui limitent la mobilité de leurs capitaux, assurent une détermination du taux d'intérêt intérieur sans relation avec leurs anticipations du taux de change.

⁷⁹ Voir annexe I.

L'absence d'un marché extérieur pour l'escudo ne nous permet pas de tester cette hypothèse. Cependant, l'inefficience du marché des changes, nous semble, du moins en partie, pouvoir être expliquée par le fort contrôle des mouvements de capitaux, qui n'a été affaibli que très récemment.

Ces résultats ne peuvent cependant pas être considérés comme concluants, car des hypothèses trop fortes sont comprises dans la relation estimée. En plus de l'hypothèse déjà excessivement forte des anticipations parfaitement rationnelles (surtout si l'on considère le cas d'une petite économie comme la portugaise, où le marché des capitaux et des change débutants ne sont pas encore accompagnés d'importants réseaux d'information), la relation oublie, d'un côté, l'existence d'une prime de risque (liée soit aux monnaies concernées, soit aux marchés internationaux sur lesquels sont opérées les opérations), et d'un autre côté, la prime de défaut de paiement (encore plus importante pour les petites économies endettées que pour les moyennes économies, comme les EU, où les tests empiriques en démontrent pourtant l'existence).

La conclusion que l'on retire de l'analyse précédente est donc une déconnexion des taux d'intérêt au Portugal vis-à-vis des principaux marchés financiers pour l'ensemble de la période analysée, même si une intégration croissante du marché financier national peut être identifiée dans les années plus récentes, surtout vis-à-vis des marchés européens. L'une et l'autre nous semblent pouvoir être expliquées par deux facteurs principaux: d'une part, le contrôle des mouvements de capitaux qui n'a été affaibli que très récemment, à la suite des accords d'adhésion à la Communauté Européenne; d'autre part, la faiblesse du marché financier portugais, lequel a à peine commencé à être libéralisé.

La question que l'on se pose par la suite, en ce qui concerne l'ensemble de la période, est de savoir si cette non intégration financière du Portugal, qui se manifeste par la déconnexion des taux, traduit une liberté des autorités monétaires dans la gestion des taux d'intérêt, ou si elle traduit plutôt une autre forme de dépendance, comme celles étudiées pour les petites économies: une perte de liberté dans la gestion des taux d'intérêt par l'affectation du taux de change au besoin de rééquilibrage extérieur, une perte de liberté du fait de la conditionnalité de l'endettement extérieur, ou une perte

de liberté qui se manifeste par l'essor d'un cycle des taux d'intérêt dépendant.

SECTION II :

**UNE BREVE TENTATIVE D'IDENTIFICATION D'UN
COMPORTEMENT "TYPE" DES PETITES ECONOMIES OUVERTES.**

CHAPITRE 1: L'INFLUENCE SUR LES TAUX D'INTERET DES ACCORDS DE STABILISATION AVEC LE FMI.

L'abandon au Portugal, en avril 1974, d'un régime de dictature politique qui a duré plus de 40 ans, s'est suivi d'une période d'instabilité politique qui a duré à peu près une année et demie. Cette altération a eu d'importants effets sur la balance des paiements, notamment du fait de la perte des marchés des ex-colonies portugaises, lesquels se sont encore aggravés par des effets extérieurs très défavorables comme l'augmentation du prix du pétrole, l'appréciation du dollar et la récession généralisée des pays industrialisés.

Face aux problèmes de déséquilibre extérieur, les autorités monétaires ont décidé, à deux reprises, d'accorder avec le FMI des emprunts sous la forme d'accords de stabilisation. Ces accords dans leur ensemble semblables à tous ceux établis par le Fond avec des petits pays plus ou moins industrialisés souffrant de déséquilibre de la balance de paiement, se sont consubstantialisés dans quelques mesures fondamentales de politique économique:

- dévaluation du taux de change;
- réduction des contrôles à l'importation;
- établissement de plafonds pour toutes les sortes de crédit;
- augmentation des taux d'intérêt.

En ce qui concerne l'augmentation des taux d'intérêt, les objectifs étaient ⁸⁰ de:

- parvenir à uniformiser les taux d'intérêt portugais et étrangers de façon à prévenir la fuite de capitaux (qui pouvait prendre la forme d'un "termaillage" dévorable ou d'une surfacturation des importations et d'une sous-facturation des exportations) et la constitution de stocks à des fins spéculatifs;
- inciter les remises des émigrants, dont l'importance sur le solde du compte courant est traditionnellement déterminante;
- encourager l'épargne, rendant les dépôts plus attractifs.

⁸⁰ Fontenay, Patrick de, Politiques d'Ajustement: le cas du Portugal, in Coulbois, P., le Système Monétaire International face aux déséquilibres, Paris, Economica, 1982.

De 1974 jusqu'à 1976, les taux d'intérêt ont augmenté, mais ceci n'a pas été suffisant par rapport à ce qui était nécessaire vis-à-vis du taux d'inflation existant et des ajustements nécessaires de la balance de paiement

TABLEAU 9

Taux d'intérêt et Demande de Monnaie au Portugal.

Item	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Taux d'intérêt au Portugal							
sur dépôt à 6 mois	6.5	8.3	9.5	12.1	17.6	19.0	19.0
sur crédit à 6 mois	7.5	9.3	10.0	13.3	18.8	20.0	20.0
Variations du prix du dollar	- 4.8	11.2	15.3	26.3	15.4	8.8	6.0
Taux d'intérêt au Portugal en dollars							
sur dépôt à 6 mois	12.0	- 2.4	- 5.1	-11.3	1.9	9.4	12.3
Moyenne du taux d'intérêt à 6 mois sur l'Euromarché	11.0	6.7	5.6	6.0	8.7	12.0	14.4
Augmentation des prix à la consommation au Portugal	29.3	17.5	25.7	20.8	25.2	22.4	13.1
Taux d'intérêt réel au Portugal sur dépôt à 6 mois	- 17.5	- 7.7	-13.7	- 7.2	- 6.1	- 3.8	5.2
Demande de monnaie en % du PNB							
M1	48.0	51.3	48.4	40.7	35.5	32.6	33.6
M2	95.2	96.9	89.2	80.8	81.2	83.3	93.3

En août 1977, l'introduction du régime de dévaluation continue du taux de change ("crawling peg") a été accompagnée d'une augmentation plus sensible des taux d'intérêt. C'est ainsi que, par exemple, le taux d'intérêt sur les dépôts à six mois augmente de 11% à 15%. Comme résultat des négociations de l'accord de stabilisation avec le Fond (sous la forme d'un "stand by arrangement"), ces taux d'intérêt ont dû être beaucoup plus augmentés: à peu près 4 points en pourcentage. Pourtant, en termes réels, ces taux sont demeurés modérément négatifs et, prenant en compte le taux de dépréciation du taux de change pré-annoncé, ils ont même déterminé des rendements anticipés en escudos inférieurs à ceux en eurodollars (voir tableau ci-dessus).

Les effets des taux d'intérêt sur l'ajustement, en ce qui concerne la balance des paiements, ont été forts et rapides; ils ont été, d'ailleurs, un complément fondamental de la politique de dévaluation continue du taux de

change. Leur effet se fait sentir directement sur la balance de capitaux, éliminant une grande partie des gains anticipés des placements de capitaux à l'étranger et rendant les emprunts en devises étrangères plus attractifs.

Cependant, les effets sur le compte courant ont été encore plus importants. En effet, une grande partie des mouvements de capitaux était liée aux opérations courantes, soit par la surfacturation des importations et la sous-facturation des exportations, soit par le marché noir pour les recettes du tourisme, ou par l'accumulation de stocks de biens importés. En outre, l'augmentation des taux d'intérêt joue un important rôle dans la stimulation des remises des émigrants, lesquelles sont restées à l'étranger, dans leur majorité, pendant la période de forte instabilité politique et de bas taux d'intérêt de 1974 à 1976 (voir tableau ci-dessous).

TABLEAU 10
Balance de paiements au Portugal.

Item	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Importations	2.76	4.28	3.61	3.94	4.53	4.79	6.18	8.61
Exportations	1.86	2.29	1.94	1.81	2.00	2.38	3.55	4.59
Balance commerciale	- 0.90	- 1.99	- 1.67	- 2.13	- 2.53	- 2.41	- 2.63	- 4.02
Recettes du tourisme	0.55	0.51	0.36	0.33	0.40	0.59	0.94	1.15
Remises des émigrants	1.08	1.05	0.82	0.91	1.17	1.68	2.45	2.93
Revenu du capital (liquide)	0.09	0.13	- 0.01	- 0.13	- 0.18	- 0.33	- 0.44	- 0.62
Autres services et transferts	- 0.47	- 0.52	- 0.32	- 0.24	- 0.35	- 0.35	- 0.37	- 0.51
Balance Courante	0.35	- 0.82	- 0.82	- 1.26	- 1.49	- 0.32	- 0.05	- 1.07
Balance de Capital	- 0.02	0.19	- 0.19	0.12	0.06	- 0.99	1.41	1.93
Balance des Paiements	0.32	- 0.63	- 1.01	- 1.13	- 1.44	0.16	1.36	0.86
Pourcentage du PNB								
Balance Courante	3.00	- 6.00	- 5.50	- 8.00	- 9.20	- 4.40	- 0.02	- 4.40
Balance des Paiements	2.70	- 4.60	- 6.00	- 7.20	- 8.90	1.20	6.70	3.50

Source: Rapports de la Banque du Portugal.

La forte augmentation de ces remises (de 914 millions de dollars en 1976 à 1687 millions en 1977 et à 2246 millions en 1979) a été un des facteurs les plus déterminants de l'amélioration du solde de la balance courante en 1979.

Les effets de ces mouvements des taux d'intérêt sur l'épargne domestique ont été aussi très importants. En l'absence d'une offre diversifiée d'actifs financiers (du fait de la petitesse du marché financier), ces effets se sont fortement répercutés sur le taux de croissance des dépôts. En dépit du taux d'inflation persistant, la demande de monnaie au sens large, qui diminuait jusqu'alors continuellement (passant de 96,9% du PNB en 1975 à 80,8% en 1976) a augmenté pour 81,2% du PNB en 1978 et pour 83,3% en 1979. Cette augmentation de la demande de monnaie, contrairement au sens de l'évolution des années précédentes, provoque une substitution progressive des actifs monétaires domestiques par l'accumulation de biens durables et des actifs en monnaie étrangère, tous les deux affectant (légalement et illégalement) la balance courante.

Au niveau interne, cependant, l'augmentation des taux d'intérêt s'est traduite par une forte diminution de l'investissement (la formation de capital atteint même des valeurs négatives en 1979) et de la consommation privée et, par la suite, de la demande intérieure dans son ensemble (voir tableau ci-dessous).

TABLEAU 11
Variation annuelle de la Demande Nationale
(pourcentage)

Item	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	Value ¹ 1980
Consommation privée	9.7	- 0.9	3.5	0.6	0.4	1.7	4.5	889.4
Consommation publique	17.3	6.6	7.0	11.8	6.0	5.2	5.6	186.2
F B C	- 7.0	- 11.3	0.8	12.0	4.0	- 1.0	9.0	252.5
Demande intérieure	6.0	- 9.0	8.1	7.2	0.0	1.5	6.1	1378.1
Exportations	- 15.7	- 15.6	0.0	5.9	14.6	28.0	8.2	338.8
Demande agrégée	1.9	- 10.2	6.9	7.1	1.9	5.5	6.5	1716.9
Importations	4.7	- 25.2	3.4	12.0	- 1.8	7.9	9.6	511.6
PNB à prix de marché	1.2	- 4.3	6.9	5.6	3.4	4.5	5.5	1205.3

1 Billions de escudos (prix courants)

Source: Rapports de la Banque du Portugal.

La nouvelle détérioration de la balance de paiement en 1982/83 est à la base d'un nouvel accord de stabilisation avec le Fond. Les mesures de politique économique "recommandées" n'ont pas changé: dévaluation du taux

de change, libéralisation des marchés internes et du commerce extérieur et augmentation des taux d'intérêt.

La nécessité de l'ajustement, la nature des instruments utilisés et, en particulier, le relèvement des taux d'intérêt sont cependant contestables, surtout si l'on considère l'importance que les investissements consacrés au développement revêtent pour le Portugal. On peut se demander comme Dornbush⁸¹ s'il était nécessaire que l'augmentation du taux d'intérêt annule parfaitement les différentiels de rendements anticipés (compte tenu de la dépréciation pré-annoncée du taux de change), vu que le marché financier portugais n'était que partiellement intégré aux marchés financiers internationaux, tant en 1978 qu'en 1983. Même si les taux d'intérêt réels demeurent bas, le niveau élevé des taux nominaux peut créer pour les emprunteurs des problèmes de "cash-flow" et, comme il augmente les coûts, provoquer même des pressions inflationnistes.

⁸¹ Dornbush, R. et L. Taylor, *Economic Prospects and Policy Options in Portugal*, Lisbonne, Banco de Portugal, 1977.

CHAPITRE 2: UNE PERTE DE LIBERTE DANS LA GESTION DES TAUX D'INTERETS PAR L'AFFECTATION DU TAUX DE CHANGE AU BESOIN DE REEQUILIBRE EXTERIEUR.

La politique de change au Portugal a été quasi exclusivement déterminée, à partir de 1976, par le besoin de rééquilibrer la balance des paiements, surtout du fait des déséquilibres jumeaux de la balance courante, mais aussi du fait d'une balance de capitaux en dégradation.

TABLEAU: BILAN DE PAIEMENTS AU PORTUGAL (1976 à 1986)

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
1. Balance des Investissements Courants.	-1244	-1499	-862	-52	-1251	-2850	-3245	-1640	-625	386	1135
1.1. Biens et Services.									-1602	-713	-671
1.1.1. Marchandises.	-2109	-2506	-2408	-2632	-4206	-5914	-4833	-3075	-2130	-1504	-1635
1.1.2. Services, dont:	-107	-127	-53	104	-45	-544	-1092	-736	528	791	964
Tourisme.	186	268	431	695	859	777	609	591	728	901	1225
1.2. Rendements en Capitaux.	-133	-179	-329	-437	-612	-975	-1269	-1064	-1202	-1152	-1007
1.3. Transférences Unilatérales,	972	1134	1635	2476	3000	2888	2680	2171	2179	2251	2813
dont: Remises des Emigrants.	914	1174	1671	2455	2931	2832	2599	2151	2155	2093	2544
2. Capitaux à moyen / long terme, dont:	12	95	758	813	1404	1853	2582	1466	1333	1109	-396
2.1. Investissement étranger.							108	112	170	212	155
2.2. Crédits extérieurs reçus.							2462	1382	1238	917	-624
3. Balance de Base.	-1232	-1404	-68	761	193	-997	-663	-174	708	1495	739
4. Capitaux à court terme.	54	-33	228	594	705	848	786	-649	-221	-523	-998
4.1. Crédits étrangers reçus.							677	-591	-199	-271	-1279
4.2. Autres opérat., erreurs et omissions.							109	-58	-22	-252	281
5. Balance des opérations non monétaires.	-1178	-1437	160	1355	858	-149	123	-823	487	972	-259

Divers facteurs permettent d'expliquer ce déséquilibre:

- l'augmentation des prix des biens importés;
- la crise des pays de l'OCDE, lesquels constituent les principaux cosommateurs des biens exportés par le Portugal;
- la perte des marchés ultra-marins et l'augmentation de la consommation interne motivée par l'arrivée des retournés;
- l'augmentation des salaires qui a non seulement déterminé une augmentatiin de la consommation comme une aggravation des coûts de production (et donc de la compétitivité à l'extérieur);
- la diminution de la productivité et de l'investissement.

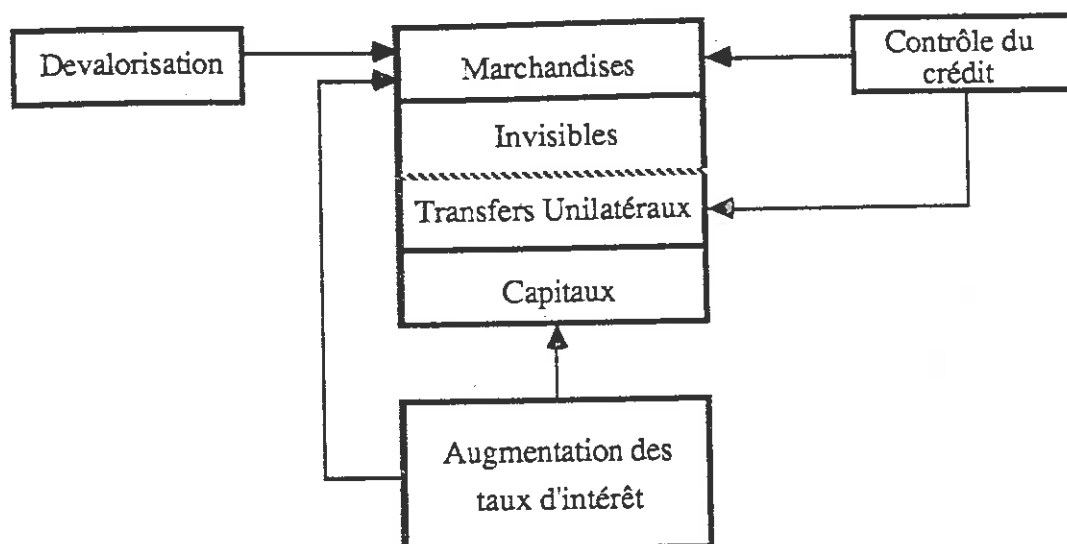
La politique de dévaluation continue et pré-annoncée du taux de change, a donc constitué une pièce maîtresse de la politique économique, à partir de 1977, pour le redressement des comptes extérieurs. Cette politique maintenue jusqu'à nos jours a eu de fortes implications au niveau des taux d'intérêt, lesquels se sont constitués comme une composante principale de cette politique⁸². La dévalorisation du taux de change, dans la mesure où elle provoquait des sorties de capitaux, a dû être accompagnée par une augmentation des taux d'intérêt de façon à diminuer le différentiel d'intérêt existant dans le pays et à l'étranger. Même si ce différentiel n'a pas été éliminé, car dans une certaine marge il pouvait être comblé par la faible intégration financière du Portugal et par le contrôle des mouvements de capitaux, la dévalorisation a dû être accompagnée par une augmentation des taux d'intérêt, tout en maintenant un certain différentiel (de 3 à 4%) par rapport aux taux étrangers.

Le contrôle du crédit à l'intérieur, l'instrument le plus important de la régulation monétaire au Portugal, renforçait cette politique restrictive par le contrôle à l'intérieur du taux d'inflation.

On peut résumer l'articulation de la politique monétaire et de change au Portugal dans le schéma qui se suit⁸³

⁸² Lopes, Silva, IMF Conditionality: the stand-by arrangement with Portugal. Lisbonne, 1982.

⁸³ Marques, Walter, Política Monetária em Portugal, Lisboa, Publicações Europa-America, 1986.



Le déséquilibre extérieur et le besoin d'affecter le taux de change à ce déséquilibre, ont donc provoqué une perte de liberté dans la gestion des taux d'intérêt au Portugal, qui s'est traduite par un ajustement aux taux étrangers, même si un certain différentiel négatif a toujours été maintenu. Comme le souligne Pinho⁸⁴ dans une étude particulièrement adéquate au Portugal, le fait que dans une économie de crédit (où l'offre et la demande de monnaie sont endogènes), les autorités monétaires disposent de deux instruments (le taux de refinancement et l'encadrement du crédit), ne permet pas de résoudre le problème de la difficile articulation entre le besoin de manipulation du taux de change pour le rééquilibrage extérieur et l'indépendance dans la gestion des taux d'intérêt. "Le fait que les autorités monétaires disposent de deux instruments, le taux de refinancement et l'encadrement du crédit, ne permet pas de résoudre le problème. Si, en effet, on affecte l'un des deux à la stabilisation du taux de change, il n'est plus possible de contrôler les variations à court terme de l'offre de monnaie."⁸⁵

Le comportement du taux d'intérêt au Portugal semble donc s'approcher, en accord avec ce qui a été étudié dans la première partie du travail, des petites économies ouvertes très fréquemment endettées. En dépit des mauvaises conséquences d'une élévation du taux d'intérêt sur le plan de l'économie interne (notamment du fait de l'énorme importance de l'investissement pour le développement au Portugal), les taux d'intérêt ont dû être rapprochés des taux externes à cause du déséquilibre extérieur.

⁸⁴ Pinho, Manuel, et P. Villa, Règles monétaires et dynamique du taux de change dans une économie de crédit, Lisbonne, *Economia*, Vol. IX, n° 1, janvier 1985, p. 29-65.

⁸⁵ Idem, p. 64.

UNE BREVE CONCLUSION A PROPOS DE LA CONTRAINTE EXTERNE SUR LA GESTION DES TAUX D'INTERET AU PORTUGAL.

L'analyse précédemment développée de la contrainte qui pèse sur les autorités monétaires portugaises dans la gestion des taux d'intérêt ne peut évidemment représenter qu'un début d'étude. Cependant, quelques conclusions nous semblent pertinentes.

Dans un premier lieu et en ce qui concerne l'ensemble de la période depuis la Révolution Portugaise, on peut soutenir que le taux d'intérêt ne peut pas constituer un véritable instrument pour l'autonomie de la politique monétaire. En effet, la déconnexion des taux d'intérêt n'a été possible que dans des périodes très courtes, et les autorités monétaires ont été obligées, à plusieurs reprises, d'approcher les taux intérieurs des taux prévalents sur les marchés internationaux.

Même si en général, on ne peut pas confirmer la persistance d'effets d'emprise s'exerçant sur les taux portugais, la contrainte extérieure sur ceux-ci a toujours existé, soit directement à travers la conditionnalité des crédits accordés avec le FMI, soit indirectement, par le besoin d'affectation du taux d'intérêt au rééquilibrage des comptes extérieurs dans des politiques combinées d'articulation taux de change/taux d'intérêt. Dans cette perspective, l'économie portugaise semble plutôt s'approcher des petites économies ouvertes, où la perte de liberté dans la gestion des taux d'intérêt s'exerce moins à travers une intégration des marchés financiers que par des effets indirects qui découlent d'une contrainte extérieure générale qui pèse sur toute l'économie.

En ce qui concerne l'évolution depuis 1985, même si la période est trop courte pour que l'on puisse établir des conclusions définitives, il nous semble possible d'identifier une certaine inversion de tendance. L'ouverture croissante de l'économie aux mouvements de capitaux (voir la dérèglementation du marché de change), ainsi que le développement récent du marché financier (en grande partie stimulé par les autorités monétaires), ont augmenté l'intégration financière de l'économie portugaise, rendant la dépendance des taux d'intérêt internes vis-à-vis des taux externes beaucoup plus directe. L'impossibilité croissante de déconnexion des taux d'intérêt semble donc traduire une modification de la forme par laquelle se manifeste l'absence d'autonomie de la politique monétaire au Portugal, en rapprochant celle-ci d'un comportement typique des moyennes économies.

ANNEXE I:

QUELQUES TRAVAUX DE GALY

1.1. Les résultats de l'application des tests de causalité aux relations entre les taux d'intérêt nominaux français, allemands et américains.

1.2. Test de l'efficience du marché de changes et de la parfaite substituabilité des actifs en différentes devises.

Source: Galy, Michel, Contribution des facteurs externes à la détermination du taux d'intérêt, Cahiers Economiques et Monétaires de la Banque de France, n° 25, décembre 1985.

**Test F des équations (1), (2), (3)
pour le taux d'intérêt à court terme**

Périodes	Relations DEM/FRF						Relations USD/FRF					
	Equation (1)		Equation (2)		Equation (3)		Equation (1)		Equation (2)		Equation (3)	
	DEM $\neq$ FRF (x)	FRF DEM $\neq$ FRF (y)	DEM $\neq$ FRF (x)	FRF DEM $\neq$ FRF (y)	DEM = FRF (x)	FRF DEM = FRF (y)	USD $\neq$ FRF (x)	FRF USD $\neq$ FRF (y)	USD $\neq$ FRF (x)	FRF USD $\neq$ FRF (y)	USD = FRF (x)	FRF USD = FRF (y)
a) 1973/1979-2												
x $\rightarrow$ y	3.18		1.74		1.82		3.18		4.91 (*)		4.22	
y $\rightarrow$ x	25.49		16.11		14.35		0.17		0.43		0.42	
b) 1979-3/1985-7												
x $\rightarrow$ y	8.11		10.15 (*)		10.4 (*)		8.11		5.16		4.40	
y $\rightarrow$ x	3.52		2.18		2.92		4.64		2.43		2.06	

(*) Un astérisque signifie que l'hypothèse d'absence de causalité peut être rejetée au seuil de 5 %.

(ii) Résultats du test sur les taux de rendements à long terme du franc, du mark et du dollar :

Le test de causalité a été appliqué sur les variations des taux de rendements selon les mêmes modalités que pour les taux d'intérêt à court terme.

**Test F des équations (1) (2) et (3)
pour les taux de rendement à long terme des fonds d'État**

Périodes	Relations DEM/FRF						Relations USD/FRF					
	Equation (1)		Equation (2)		Equation (3)		Equation (1)		Equation (2)		Equation (3)	
	DEM $\neq$ FRF (x)	FRF DEM $\neq$ FRF (y)	DEM $\neq$ FRF (x)	FRF DEM $\neq$ FRF (y)	DEM = FRF (x)	FRF DEM = FRF (y)	USD $\neq$ FRF (x)	FRF USD $\neq$ FRF (y)	USD $\neq$ FRF (x)	FRF USD $\neq$ FRF (y)	USD = FRF (x)	FRF USD = FRF (y)
a) 1973-1/1979-2												
x $\rightarrow$ y	1.26		2.36 (**)		2.15		1.25		1.98		2.14	
y $\rightarrow$ x	12.80		6.25		5.48		1.79		1.85		1.22	
b) 1979-3/1985-7												
x $\rightarrow$ y	6.34		3.85		6.95 (*)		6.34		4.71		4.48	
y $\rightarrow$ x	9.05		5.43		8.53		5.73		3.64		3.55	

(*) Un astérisque signifie que l'hypothèse d'absence de causalité peut être rejetée au seuil de 5 %.

(**) Même observation que ci-dessus pour un seuil de 10 %.

1. Test de l'efficacité du marché des changes et de la parfaite substituabilité des actifs en différentes devises

Le test a été appliqué aux taux de change du franc contre deutschemark, contre dollar et contre écu en utilisant une batterie de taux d'intérêt internes et externes à court et long terme. On a testé la forme « faible » de l'efficacité en estimant la relation :

$$s_{t-1} = a(i_t - i_t^*) + b + \varepsilon_t$$

$$E(\varepsilon_t) = 0 \quad E(\varepsilon_t \varepsilon_{t-1}) = 0$$

avec $s_{t-1} = N \cdot \log\left(\frac{S_t}{S_{t-1}}\right)$

- S_t est le taux de change du franc observé en fin de mois, de trimestre ou d'année ;
- N correspond à la périodicité de la série (12 pour le mois, 4 pour le trimestre, 1 pour l'année) ;
- i_t est le taux d'intérêt ou de rendement des placements en francs sur les marchés interne ou externe du franc ;
- i_t^* est le taux d'intérêt ou de rendement des placements en devises sur les marchés interne ou externe de ces devises.

Toutes les séries sont extraites de la base de données du Fonds monétaire international.

Résultats des estimations du test de l'efficacité appliqué au franc français sur les taux d'intérêt internes ()**

Monnaie	Période	Périodicité	a	b	DW	F	R ²	p
DEM								
Taux de rendement des fonds d'État à long terme	1965/1984	A	0.428 (0.46)	0.041 (0.013)	2.14	8.06	0.41	- 0.28
Taux d'intérêt à 1 mois	1973-3/1979-2	M	0.05 (0.15)	0.034 (0.003)	0.43	0.10	0	
	1979-3/1985-7	M	0.0015 (0.001)	0.048 (0.002)	0.21	1.38	0	
USD								
Taux de rendement des fonds d'État à long terme	1965/1984	A	0.708 (2.9)	0.0259 (0.053)	1.5	0.52	0.05	0.52
Taux d'intérêt à 1 mois	1973-3/1979-2	M	0.054 (0.078)	0.027 (0.002)	0.13	0.48	0	
	1979-3/1985-7	M	- 0.008 (0.0006)	0.021 (0.003)	0.25	1.94	0.01	
ECU								
Taux d'intérêt à 1 mois	1981-5/1984-10	M	- 1.59 (1.30)	0.067 (0.034)	1.98	1.49	0.04	

ANNEXE II:

**BASE DE DONNEES DES TESTS EMPIRIQUES EFFECTUES POUR
LE PORTUGAL.**

TABLEAU N° 1

TAUX D'ESCOMPTE DE LA BANQUE CENTRAL(DONNÉES TRIMESTRIELS)

		ALEMAGNE	ESPAGNE	E. UNIS	FRANCE	PORTUGAL
1976	TRIM I	7.90	7.00	5.50	8.00	6.50
	TRIM II	7.80	7.00	5.50	8.00	6.50
	TRIM III	8.00	7.00	5.50	10.50	6.50
	TRIM IV	7.50	7.00	5.25	10.50	6.50
1977	TRIM I	6.90	7.00	5.25	10.50	8.00
	TRIM II	6.20	7.00	5.25	10.50	8.00
	TRIM III	5.80	8.00	5.75	9.50	13.00
	TRIM IV	5.70	8.00	6.00	9.50	13.00
1978	TRIM I	5.40	8.00	6.50	9.50	13.00
	TRIM II	5.40	8.00	7.00	9.50	18.00
	TRIM III	6.00	8.00	8.00	9.50	18.00
	TRIM IV	6.20	8.00	9.50	9.50	18.00
1979	TRIM I	6.70	8.00	9.50	9.50	18.00
	TRIM II	7.50	8.00	9.50	9.50	18.00
	TRIM III	7.60	8.00	11.00	9.50	18.00
	TRIM IV	7.90	8.00	12.00	9.50	18.00
1980	TRIM I	8.70	8.00	13.00	9.50	18.00
	TRIM II	8.80	8.00	11.00	9.50	18.00
	TRIM III	7.90	8.00	11.00	9.50	18.00
	TRIM IV	8.60	8.00	13.00	9.50	18.00
1981	TRIM I	9.80	8.00	13.00	9.50	18.00
	TRIM II	10.60	8.00	14.00	9.50	18.00
	TRIM III	11.10	8.00	14.00	9.50	18.00
	TRIM IV	10.00	8.00	12.00	9.50	18.00
1982	TRIM I	9.70	8.00	12.00	9.50	18.00
	TRIM II	9.00	8.00	12.00	9.50	19.00
	TRIM III	9.00	8.00	10.00	9.50	19.00
	TRIM IV	8.10	8.00	8.50	9.50	19.00
1983	TRIM I	7.50	8.00	8.50	9.50	23.00
	TRIM II	7.70	8.00	8.50	9.50	23.00
	TRIM III	8.20	8.00	8.50	9.50	25.00
	TRIM IV	8.10	8.00	8.50	9.50	25.00
1984	TRIM I	8.00	8.00	8.50	9.50	25.00
	TRIM II	8.00	8.00	9.00	9.50	25.00
	TRIM III	7.90	8.00	9.00	9.50	25.00
	TRIM IV	7.20	8.00	8.00	9.50	25.00
1985	TRIM I	7.40	8.00	8.00	9.50	25.00
	TRIM II	7.10	8.00	7.50	9.50	25.00
	TRIM III	6.50	8.00	7.50	9.50	23.67
	TRIM IV	6.50	8.00	7.50	9.50	20.33
1986	TRIM I	6.10	8.00	7.10	9.50	19.00
	TRIM II	5.70	8.00	6.50	9.50	16.00
	TRIM III	5.80	8.00	5.50	9.50	16.00
	TRIM IV	6.00	8.00	5.50	9.50	16.00
1987	TRIM I	5.70	8.00	5.50	9.50	15.33
	TRIM II	5.50	8.00	5.50	9.50	15.00

Source: International Financial Statistics, FMI, ligne 60
Rapport de la Banque du Portugal

TABLEAU N° 2

TAUX D'INTERET NOMINAUX A TROIS MOIS

		ALEMAGNE	ESPAGNE(*)	UNIS	FRANCE	PORTUGAL	R. UNI
1977	TRIM IV	3.70		6.51	8.88	14.56	5.26
1978	TRIM I	3.40		6.76	9.67	15.36	5.90
	TRIM II	3.50		7.28	8.11	15.15	8.11
	TRIM III	3.40		8.10	7.29	15.22	9.04
	TRIM IV	3.10		9.58	6.85	15.10	11.00
1979	TRIM I	3.70		10.07	6.70	19.66	11.94
	TRIM II	5.30		10.18	7.34	19.25	11.75
	TRIM III	6.20		10.95	10.26	19.96	13.34
	TRIM IV	8.30		13.58	11.86	19.07	14.87
1980	TRIM I	8.30		13.05	12.37	12.50	16.04
	TRIM II	9.60		12.69	12.48	13.89	16.02
	TRIM III	9.30		9.84	11.58	14.28	14.60
	TRIM IV	9.00		15.85	10.95	11.34	13.77
1981	TRIM I	10.50		16.57	11.12	10.18	12.16
	TRIM II	11.70		17.78	16.06	12.78	11.59
	TRIM III	12.00		17.58	17.92	15.82	13.55
	TRIM IV	10.90		13.59	16.09	14.26	14.82
1982	TRIM I	10.00		14.23	15.18	14.45	13.37
	TRIM II	9.20		14.51	16.40	15.08	12.57
	TRIM III	8.60		11.01	14.58	15.20	10.61
	TRIM IV	6.90		9.29	13.32	15.11	9.33
1983	TRIM I	5.70		8.65	12.77	15.17	10.58
	TRIM II	5.00		8.80	12.54	18.41	9.64
	TRIM III	5.20		9.46	12.50	22.90	9.29
	TRIM IV	5.60		9.43	12.33	25.07	8.85
1984	TRIM I	5.50	14.80	9.69	12.39	24.17	8.72
	TRIM II	5.50	11.90	10.56	12.10	24.21	8.69
	TRIM III	5.50	12.50	11.39	11.41	24.59	10.40
	TRIM IV	5.60	12.20	9.27	11.06	24.53	9.39
1985	TRIM I	5.70	12.10	8.48	10.62	24.56	12.06
	TRIM II	5.60	14.00	7.92	10.29	24.50	11.92
	TRIM III	4.80	11.10	7.90	9.71	23.32	11.14
	TRIM IV	4.60	9.90	8.10	9.11	21.31	11.10
1986	TRIM I	4.70	11.30	7.83	8.71	18.64	11.67
	TRIM II	4.50	12.00	6.92	7.65	17.34	9.67
	TRIM III	4.50	11.60	6.21	7.14	15.94	9.48
	TRIM IV	4.60	11.80	6.27	7.47	15.94	10.64
1987	TRIM I	4.00	14.40	6.22	8.38	14.94	10.05
	TRIM II	3.70	18.10	6.65	7.98	13.66	8.81

(*)information non disponible avant 1984:1

Source: IFS, FMI, ligne 60b

"Boletim Trimestral" de la Banque du Portugal

TABLEAU N° 3
MARCHÉ DE LONDRES: TAUX D'INTÉRÊT À TROIS MOIS ET UN AN

		TROIS MOIS				USD
		DM(*)	JPY(*)	USD	FF(*) UKL(*)	UN AN(*)
1976	TRIM I			5.54		
	TRIM II			5.86		
	TRIM III			5.68		
	TRIM IV			5.25		
1977	TRIM I			5.11		
	TRIM II			5.56		
	TRIM III			6.21		
	TRIM IV			7.11		
1978	TRIM I			7.28		
	TRIM II			7.84		
	TRIM III			8.71		
	TRIM IV			11.08		
1979	TRIM I			10.87		
	TRIM II			10.62		
	TRIM III			11.66		
	TRIM IV			14.70		
1980	TRIM I			13.30		
	TRIM II			11.15		
	TRIM III			12.08		
	TRIM IV			17.10		
1981	TRIM I			16.33		
	TRIM II	12.96	7.71	17.59	18.34 13.11	16.32
	TRIM III	12.46	7.57	18.38	24.33 14.53	17.49
	TRIM IV	11.04	7.29	14.34	18.09 15.94	14.82
1982	TRIM I	9.96	6.37	15.54	17.09 14.34	17.77
	TRIM II	8.84	6.89	15.07	21.60 12.86	14.94
	TRIM III	8.44	7.28	12.59	17.34 11.13	13.51
	TRIM IV	6.84	7.01	9.46	19.77 9.61	9.97
1983	TRIM I	5.26	6.47	9.28	22.65 10.47	9.68
	TRIM II	5.08	6.22	9.33	13.79 9.52	9.68
	TRIM III	5.39	6.63	10.04	14.57 9.35	10.63
	TRIM IV	5.99	6.48	9.80	13.42 9.01	10.26
1984	TRIM I	6.77	6.33	10.18	14.72 8.77	10.82
	TRIM II	5.88	6.47	11.49	13.11 9.49	12.66
	TRIM III	5.74	6.42	11.95	11.79 11.14	12.78
	TRIM IV	5.82	6.39	10.01	11.17 10.19	10.91
1985	TRIM I	6.11	6.43	9.03	11.02 13.08	10.23
	TRIM II	5.73	6.47	8.26	10.53 12.69	9.09
	TRIM III	4.82	6.32	8.14	10.96 11.73	8.72
	TRIM IV	8.82	7.49	8.15	10.53 11.48	8.40
1986	TRIM I	4.60	6.04	7.91	13.88 12.51	8.02
	TRIM II	4.59	4.84	7.11	7.79 10.23	7.22
	TRIM III	4.58	4.84	6.27	7.44 10.03	6.39
	TRIM IV	4.78	4.74	6.14	8.71 11.09	6.17
1987	TRIM I	4.24	4.31	6.38	8.89 10.66	6.42
	TRIM II	3.82	3.98	7.15	8.38 9.40	7.75

Source: IFS, FMI.

TABLEAU N° 4

RENDEMENT DES TITRES PUBLICS L/T

		ALEMAGNE	E. UNIS	FRANCE	PORT. (*)	R. UNI
1976	TRIM I	7.90	8.00	8.89	9.59	13.71
	TRIM II	7.80	8.01	9.06	9.85	13.82
	TRIM III	8.00	7.90	9.06	9.62	14.43
	TRIM IV	7.50	7.55	9.63	9.89	15.77
1977	TRIM I	6.90	7.62	9.61	9.65	13.89
	TRIM II	6.20	7.68	9.92	9.89	13.00
	TRIM III	5.80	7.60	9.35	10.30	12.87
	TRIM IV	5.70	7.78	9.55	13.37	11.14
1978	TRIM I	5.40	8.19	9.54	14.81	11.51
	TRIM II	5.40	8.43	9.07	16.28	12.63
	TRIM III	6.00	8.54	8.78	16.50	12.64
	TRIM IV	6.20	8.78	8.45	17.08	13.10
1979	TRIM I	6.70	9.03	8.12	16.26	13.32
	TRIM II	7.50	9.80	8.77	17.14	12.10
	TRIM III	7.60	9.03	10.20	16.44	12.38
	TRIM IV	7.90	10.18	10.84	16.89	14.14
1980	TRIM I	8.70	11.78	12.49	16.56	14.44
	TRIM II	8.80	10.58	12.98	16.95	14.02
	TRIM III	7.90	10.95	12.84	16.20	13.34
	TRIM IV	8.60	12.23	13.63	17.01	13.34
1981	TRIM I	9.80	12.74	14.09	16.03	13.84
	TRIM II	10.60	13.49	15.74	17.01	14.17
	TRIM III	11.10	14.50	16.61	16.56	15.27
	TRIM IV	10.00	14.14	16.21	17.21	15.68
1982	TRIM I	9.70	14.27	15.99	16.62	14.68
	TRIM II	9.00	13.74	15.79	17.27	13.74
	TRIM III	9.00	12.94	15.39	16.38	12.28
	TRIM IV	8.10	10.72	15.06	16.89	10.83
1983	TRIM I	7.50	10.87	14.19	16.50	11.37
	TRIM II	7.70	10.81	13.72	18.17	10.53
	TRIM III	8.20	11.79	13.27	20.95	10.90
	TRIM IV	8.10	11.90	13.24	21.26	10.42
1984	TRIM I	8.00	12.09	12.89	21.58	10.31
	TRIM II	8.00	13.21	12.84	22.03	10.83
	TRIM III	7.90	12.83	12.41	20.98	11.14
	TRIM IV	7.20	11.78	11.48	21.43	10.49
1985	TRIM I	7.40	11.58	11.43	20.41	10.98
	TRIM II	7.10	10.81	10.96	21.63	10.75
	TRIM III	6.50	10.34	10.80	20.56	10.40
	TRIM IV	6.50	9.76	10.58	20.45	10.35
1986	TRIM I	6.10	8.56	9.53		10.20
	TRIM II	5.70	7.60	7.97		9.00
	TRIM III	5.80	7.31	7.77		9.58
	TRIM IV	6.00	7.26	8.50		10.70
1987	TRIM I	5.70	7.19	8.73		9.69
	TRIM II	5.50	8.34	8.93		8.95

(*) Information non disponible apres 1985;4.

Source: IFS, FMI, ligne 61.

TABLEAU N° 5

INDEX DES PRIX A LA CONSOMMATION
(BASE:1980=100)

		ALEMAGNE	ESPAGNE	E. UNIS	FRANCE	PORTUGAL	R. UNI
1976	TRIM I	84.97	47.37	67.73	64.06	42.24	56.67
	TRIM II	86.28	49.34	68.58	65.58	40.15	58.76
	TRIM III	86.28	50.73	69.62	67.04	45.80	60.14
	TRIM IV	86.69	53.53	70.41	68.80	49.62	62.91
1977	TRIM I	88.34	56.98	71.65	69.84	53.22	66.08
	TRIM II	89.58	60.12	73.22	72.03	56.63	68.99
	TRIM III	89.82	65.10	74.26	73.73	55.60	70.07
	TRIM IV	89.99	67.98	75.11	75.13	55.68	71.09
1978	TRIM I	91.14	70.38	76.35	76.28	57.95	72.32
	TRIM II	91.96	73.44	78.38	78.47	61.11	74.31
	TRIM III	91.96	76.89	80.21	80.54	63.86	75.59
	TRIM IV	91.96	79.03	81.77	82.24	67.90	76.87
1979	TRIM I	93.86	81.95	83.86	84.06	73.26	79.27
	TRIM II	95.42	84.88	86.74	86.37	78.47	82.19
	TRIM III	95.92	88.55	89.61	89.23	87.68	87.66
	TRIM IV	96.74	91.34	92.23	91.72	92.71	90.17
1980	TRIM I	98.63	95.62	95.82	95.25	96.20	94.41
	TRIM II	100.28	98.11	99.28	98.22	98.66	99.88
	TRIM III	101.02	101.91	101.11	101.38	101.12	102.03
	TRIM IV	101.84	105.05	103.79	104.18	104.05	103.93
1981	TRIM I	103.98	109.64	106.53	107.28	110.84	106.55
	TRIM II	105.88	112.78	109.01	110.81	115.98	111.55
	TRIM III	107.20	116.49	112.15	115.18	123.10	113.49
	TRIM IV	108.43	120.16	113.72	118.89	130.00	116.25
1982	TRIM I	110.00	125.10	114.70	122.30	139.00	118.20
	TRIM II	111.30	129.50	116.40	126.10	146.10	121.90
	TRIM III	112.70	133.30	118.60	127.80	149.40	122.50
	TRIM IV	113.70	136.30	118.90	130.20	154.80	123.40
1983	TRIM I	114.40	141.60	118.80	133.60	167.90	124.00
	TRIM II	115.00	145.10	120.30	137.40	176.50	126.60
	TRIM III	116.20	148.00	121.70	140.30	188.50	128.20
	TRIM IV	116.70	153.30	122.80	143.00	204.40	129.60
1984	TRIM I	117.70	158.70	124.10	145.40	219.60	130.40
	TRIM II	118.30	161.40	125.50	148.10	231.70	133.10
	TRIM III	118.30	165.80	126.90	150.60	245.60	134.20
	TRIM IV	119.20	168.40	127.80	152.70	253.30	135.90
1985	TRIM I	120.50	173.70	128.60	154.80	273.50	137.60
	TRIM II	121.20	177.00	130.20	157.60	282.80	142.30
	TRIM III	120.90	178.90	131.10	159.10	285.90	142.70
	TRIM IV	121.30	182.30	132.30	160.10	294.60	143.40
1986	TRIM I	121.30	189.40	132.60	160.30	309.10	144.50
	TRIM II	121.00	191.40	132.30	161.40	316.20	146.30
	TRIM III	120.40	195.70	133.30	162.40	318.70	146.40
	TRIM IV	120.00	198.10	134.00	163.50	326.50	148.40
1987	TRIM I	120.70	201.00	135.50	165.50	339.00	150.20
	TRIM II	121.10	202.30	137.30	166.90	344.90	152.50

Source: IFS, FMI, ligne 64.

TABLEAU N° 6

INDEX DES PRIX A LA CONSOMMATION
(VARIATION EN POURCENTAGE PAR RAPPORT A LA PERIODE PRECEDENTE)

		ALEMAGNE	ESPAGNE	E. UNIS	FRANCE	PORTUGAL	R. UNI
1976	TRIM II	1.54	4.15	1.25	2.37	- 4.94	3.68
	TRIM III	.00	2.81	1.51	2.22	14.07	2.34
	TRIM IV	.47	5.51	1.13	2.62	8.34	4.60
1977	TRIM I	1.90	6.44	1.76	1.51	7.25	5.03
	TRIM II	1.40	5.51	2.19	3.13	6.40	4.40
	TRIM III	.26	8.28	1.42	2.36	- 1.81	1.56
	TRIM IV	.18	4.42	1.14	1.89	.14	1.45
1978	TRIM I	1.27	3.53	1.65	1.53	4.07	1.73
	TRIM II	.89	4.34	2.65	2.87	5.45	2.75
	TRIM III	.00	4.69	2.33	2.63	4.50	1.72
	TRIM IV	.00	2.78	1.94	2.11	6.32	1.69
1979	TRIM I	2.06	3.69	2.55	2.21	7.89	3.12
	TRIM II	1.66	3.57	3.43	2.74	7.11	3.68
	TRIM III	.52	4.32	3.30	3.31	11.73	6.65
	TRIM IV	.85	3.15	2.92	2.79	5.73	2.86
1980	TRIM I	1.95	4.68	3.89	3.84	3.76	4.70
	TRIM II	1.67	2.60	3.61	3.11	2.55	5.79
	TRIM III	.73	3.87	1.84	3.21	2.49	2.15
	TRIM IV	.81	3.08	2.65	2.76	2.89	1.86
1981	TRIM I	2.10	4.36	2.63	2.97	6.52	2.52
	TRIM II	1.82	2.86	2.32	3.29	4.63	4.69
	TRIM III	1.24	3.28	2.88	3.94	6.13	1.73
	TRIM IV	1.14	3.15	1.39	3.22	5.60	2.43
1982	TRIM I	1.44	4.11	.86	2.86	6.92	1.67
	TRIM II	1.18	3.51	1.48	3.10	5.10	3.13
	TRIM III	1.25	2.93	1.89	1.34	2.25	.49
	TRIM IV	.88	2.25	.25	1.87	3.61	.73
1983	TRIM I	.61	3.88	- .08	2.61	8.46	.48
	TRIM II	.52	2.47	1.26	2.84	5.12	2.09
	TRIM III	1.04	1.99	1.16	2.11	6.79	1.26
	TRIM IV	.43	3.58	.90	1.92	8.43	1.09
1984	TRIM I	.85	3.52	1.05	1.67	7.43	.61
	TRIM II	.50	1.70	1.12	1.85	5.51	2.07
	TRIM III	.00	2.72	1.11	1.68	5.99	.82
	TRIM IV	.76	1.56	.70	1.39	3.13	1.26
1985	TRIM I	1.09	3.14	.62	1.37	7.97	1.25
	TRIM II	.58	1.89	1.24	1.80	3.40	3.41
	TRIM III	- .24	1.07	.69	.95	1.09	.28
	TRIM IV	.33	1.90	.91	.62	3.04	.49
1986	TRIM I	.00	3.89	.22	.12	4.92	.76
	TRIM II	- .24	1.05	.22	.68	2.29	1.24
	TRIM III	- .49	2.24	.75	.61	.79	.06
	TRIM IV	- .33	1.22	.52	.67	2.44	1.36
1987	TRIM I	.58	1.46	1.11	1.22	3.82	1.21
	TRIM II	.33	.64	1.32	.84	1.74	1.53

Source: Tableau 5

TABLEAU N° 7

INDEX DES PRIX A LA CONSOMMATION
(VARIATION EN POURCENTAGE PAR RAPPORT AU TRIMESTRE
CORRESPONDENTE DE L'ANNEE PRECEDENTE)

			MOYENNE MONDE	MOYENNE OCDE
1976	TRIM I		11.03	7.90
	TRIM II		11.10	7.90
	TRIM III		11.17	7.90
	TRIM IV		11.24	7.90
1977	TRIM I		11.32	7.90
	TRIM II		11.40	7.90
	TRIM III		10.92	7.71
	TRIM IV		10.46	7.54
1978	TRIM I		10.02	7.36
	TRIM II		9.60	7.20
	TRIM III		10.08	7.63
	TRIM IV		10.59	8.09
1979	TRIM I		11.13	8.58
	TRIM II		11.70	9.10
	TRIM III		12.53	9.73
	TRIM IV		13.42	10.40
1980	TRIM I		14.37	11.12
	TRIM II		15.40	11.90
	TRIM III		15.06	11.36
	TRIM IV		14.73	10.85
1981	TRIM I		14.41	10.36
	TRIM II		14.10	9.90
	TRIM III		13.62	9.23
	TRIM IV		13.16	8.61
1982	TRIM I		12.72	8.03
	TRIM II		12.30	7.50
	TRIM III		12.37	6.77
	TRIM IV		12.44	6.12
1983	TRIM I		12.52	5.53
	TRIM II		12.60	5.00
	TRIM III		12.91	4.94
	TRIM IV		13.23	4.89
1984	TRIM I		13.56	4.84
	TRIM II		13.90	4.80
	TRIM III		13.79	4.64
	TRIM IV		13.69	4.48
1985	TRIM I		13.59	4.34
	TRIM II		13.50	4.20
	TRIM III		11.59	3.61
	TRIM IV		10.64	3.10
1986	TRIM I		9.45	2.67
	TRIM II		8.40	2.30
	TRIM III		8.54	2.24
	TRIM IV		8.69	2.19
1987	TRIM I		8.84	2.14
	TRIM II		9.00	2.10

Source: IFS, FMI .
Main Economic Indicators, OCDE.

TABLEAU N° 8

TAUX D'ESCOMPTE DE LA BANQUE CENTRAL (VALEURES REELLES) (*)

		ALEMAGNE	ESPAGNE	E. UNIS	FRANCE	PORTUGAL
1976	TRIM II	1.63	- 9.63	.48	- 1.49	26.29
	TRIM III	8.00	- 4.26	.56	- 1.59	49.78
	TRIM IV	5.59	- 15.07	.71	- .00	26.86
1977	TRIM I	.71	- 18.77	1.79	- 4.45	21.02
	TRIM II	.58	- 15.04	3.51	- 2.04	17.62
	TRIM III	4.72	- 25.13	.06	.05	20.27
	TRIM IV	4.94	- 9.69	1.42	1.90	12.42
1978	TRIM I	.28	- 6.12	.10	3.37	- 3.30
	TRIM II	1.80	- 9.39	3.63	- 1.98	3.81
	TRIM III	6.00	- 10.79	1.33	- 1.05	.00
	TRIM IV	6.20	- 3.13	1.72	1.05	- 7.30
1979	TRIM I	1.56	- 6.77	.72	.64	- 13.57
	TRIM II	.85	- 6.30	4.23	- 1.49	10.44
	TRIM III	5.50	- 9.29	2.23	- 3.74	28.94
	TRIM IV	4.48	- 4.60	.30	- 1.66	4.94
1980	TRIM I	.88	- 10.74	2.56	- 5.89	2.94
	TRIM II	2.10	- 2.41	3.44	- 2.97	7.77
	TRIM III	4.94	- 7.49	3.62	- 3.36	8.02
	TRIM IV	5.35	- 4.32	2.39	- 1.54	6.40
1981	TRIM I	1.39	- 9.47	2.44	- 2.40	8.10
	TRIM II	3.29	- 3.45	4.68	- 3.66	.54
	TRIM III	6.11	- 5.15	2.47	- 6.27	6.55
	TRIM IV	5.41	- 4.60	6.40	- 3.38	4.42
1982	TRIM I	3.90	- 8.44	8.55	- 1.97	9.69
	TRIM II	4.27	- 6.06	6.07	- 2.92	1.43
	TRIM III	3.96	- 3.73	2.43	4.10	9.96
	TRIM IV	4.55	- 1.00	7.48	1.98	4.54
1983	TRIM I	5.03	- 7.55	8.83	- .94	10.85
	TRIM II	5.60	- 1.88	3.44	- 1.87	2.51
	TRIM III	4.02	.00	3.84	1.05	- 2.19
	TRIM IV	6.37	- 6.32	4.88	1.80	- 8.74
1984	TRIM I	4.57	- 6.09	4.26	2.78	- 4.74
	TRIM II	5.96	- 1.19	4.48	2.07	2.95
	TRIM III	7.90	- 2.90	4.53	2.74	1.00
	TRIM IV	4.15	- 1.72	5.16	3.92	12.45
1985	TRIM I	3.03	- 4.58	5.49	3.99	- 6.89
	TRIM II	4.77	.40	2.52	2.26	11.39
	TRIM III	7.49	3.70	4.73		19.28
	TRIM IV	5.17	.39	3.83		8.15
1986	TRIM I	6.10	- 7.57	6.19		.68
	TRIM II	6.68	3.77	7.40		6.81
	TRIM III	7.78	- .98	2.47		12.83
	TRIM IV	7.32	3.09	3.39		6.21
1987	TRIM I	3.36	2.14	1.02		.01
	TRIM II	4.17	5.41	.18		8.03

(*) les taux d'escompte ont été corrigés par la variation des prix à la consommation des pays correspondantes (tableau 6)

Source: IFS, FMI.

Rapports de la Banque du Portugal.

TABLEAU N° 9

TAUX D'INTERET REELS A TROIS MOIS (*)

		ALEMAGNE	ESPAGNE(*)	E.UNIS	FRANCE	PORTUGAL	R. UNI
1977	TRIM IV	2.94		1.93	1.28	13.98	.56
1978	TRIM I	1.71		.15	3.54	.94	1.02
	TRIM II	.09	-	3.35	3.37	6.66	2.89
	TRIM III	3.40	-	1.23	3.26	2.78	2.14
	TRIM IV	3.10		1.80	1.59	10.20	4.22
1979	TRIM I	4.56	-	.15	2.15	11.91	.54
	TRIM II	1.34	-	3.55	3.65	9.19	2.98
	TRIM III	4.10	-	2.28	2.98	26.98	13.28
	TRIM IV	4.88		1.88	.69	3.87	3.41
1980	TRIM I	.48	-	2.51	3.02	2.55	2.76
	TRIM II	2.90	-	1.75	.00	3.66	7.15
	TRIM III	6.34		2.46	1.28	4.30	5.98
	TRIM IV	5.75		5.24	.09	.25	6.32
1981	TRIM I	2.09		6.01	.78	15.92	2.07
	TRIM II	4.39		8.46	2.89	5.76	7.18
	TRIM III	7.01		6.05	2.14	8.73	6.59
	TRIM IV	6.31		7.99	3.20	8.16	5.09
1982	TRIM I	4.20		10.78	3.70	13.24	6.66
	TRIM II	4.47		8.58	3.97	5.35	.04
	TRIM III	3.56		3.44	9.18	6.16	8.64
	TRIM IV	3.35		8.27	5.80	.65	6.39
1983	TRIM I	3.23		8.98	2.32	18.68	8.63
	TRIM II	2.90		3.74	1.16	2.07	1.25
	TRIM III	1.02		4.80	4.05	4.29	4.23
	TRIM IV	3.87		5.81	4.63	8.67	4.48
1984	TRIM I	2.07	.70	5.45	5.67	5.56	6.25
	TRIM II	3.46	5.09	6.04	4.67	2.17	.40
	TRIM III	5.50	1.59	6.92	4.65	.59	7.09
	TRIM IV	2.55	5.92	6.43	5.48	11.99	4.32
1985	TRIM I	1.33	.48	5.97	5.11	7.32	7.05
	TRIM II	3.27	6.40	2.94	3.05	10.90	1.74
	TRIM III	5.79	6.80	5.13		18.93	10.01
	TRIM IV	3.27	2.29	4.43		9.14	9.13
1986	TRIM I	4.70	4.27	6.92	-	1.03	8.60
	TRIM II	5.48	7.77	7.82		8.15	4.68
	TRIM III	6.48	2.61	3.18		12.78	9.20
	TRIM IV	5.92	6.89	4.16		6.15	5.17
1987	TRIM I	1.66	8.54	1.74	-	.36	5.19
	TRIM II	2.37	15.51	1.33		6.69	2.68

(*) Les valeurs du tableau 2 ont été corrigées par la variation des prix à la consommation des pays correspondantes (tableau 10).

(**) Source: IFS, FMI.

"Boletim Trimestral" de la Banque du Portugal.

TABLEAU N° 10

RENDEMENT REELS DES TITRES PUBLICS L/T (*)

		ALEMAGNE	E. UNIS	FRANCE	PORTUGAL(**)	R. UNI
1976	TRIM II	1.63	2.99 -	.43	29.64 -	.93
	TRIM III	8.00	1.83	.15 -	46.66	5.03
	TRIM IV	5.59	3.01 -	.87 -	23.47 -	2.65
1977	TRIM I -	.71	.57	3.56 -	19.37 -	6.26
	TRIM II	.58	1.08 -	2.62 -	15.73 -	4.61
	TRIM III	4.72	1.91 -	.09	17.57	6.60
	TRIM IV	4.94	3.20	1.95	12.79	5.31
1978	TRIM I	.28	1.58	3.41 -	1.49	4.58
	TRIM II	1.80	2.20 -	2.41 -	5.53	1.62
	TRIM III	6.00	.79 -	1.77 -	1.50	5.74
	TRIM IV	6.20	1.00	.00 -	8.22	6.32
1979	TRIM I -	1.56	1.19 -	.73 -	15.31	.83
	TRIM II	.85	3.93 -	2.22 -	11.30 -	2.63
	TRIM III	5.50	4.20 -	3.04 -	30.50 -	14.24
	TRIM IV	4.48	1.51 -	.32 -	6.05	2.68
1980	TRIM I	.88	3.78 -	2.90	1.50 -	4.36
	TRIM II	2.10	3.86	.50	6.72 -	9.15
	TRIM III	4.94	3.57 -	.02	6.22	4.72
	TRIM IV	5.35	1.62	2.58	5.41	5.89
1981	TRIM I	1.39	2.18	2.18 -	10.07	3.75
	TRIM II	3.29	4.17	2.57 -	1.53 -	4.60
	TRIM III	6.11	2.97	.83 -	7.99	8.31
	TRIM IV	5.41	8.54	3.32 -	5.21	5.95
1982	TRIM I	3.90	10.82	4.51 -	11.07	7.97
	TRIM II	4.27	7.81	3.36 -	3.16	1.21
	TRIM III	3.96	5.37	9.99	7.34	10.31
	TRIM IV	4.55	9.70	7.54	2.43	7.89
1983	TRIM I	5.03	11.20	3.74 -	17.35	9.42
	TRIM II	5.60	5.75	2.34 -	2.31	2.14
	TRIM III	4.02	7.13	4.82 -	6.24	5.84
	TRIM IV	6.37	8.28	5.54 -	12.48	6.05
1984	TRIM I	4.57	7.85	6.17 -	8.16	7.84
	TRIM II	5.96	8.69	5.41 -	.01	2.54
	TRIM III	7.90	8.36	5.65 -	3.01	7.83
	TRIM IV	4.15	8.94	5.90	8.88	5.42
1985	TRIM I	3.03	9.07	5.92 -	11.48	5.97
	TRIM II	4.77	5.83	3.72	8.02 -	2.91
	TRIM III	7.49	7.57	6.99	16.11	9.27
	TRIM IV	5.17	6.09	8.06	8.27	8.38
1986	TRIM I	6.10	7.65	9.03		7.13
	TRIM II	6.68	8.50	5.22		4.01
	TRIM III	7.78	4.28	5.29		9.30
	TRIM IV	7.32	5.15	5.79		5.23
1987	TRIM I	3.36	2.71	3.83		4.83
	TRIM II	4.17	3.02	5.54		2.82

(*) Les valeurs du tableau 4 ont été corrigées par la variation de l'index des prix à la consommation des pays correspondants (tableau 6).

(**) valeurs non disponibles après 1985:4.

Source: IFS, FMI.

TABLEAU N° 11
MARCHÉ DE LONDRES - TAUX D'INTÉRÊT REELS À TROIS MOIS

AJUSTE INFLATION OCDE

		DM	JPY	USD	FF	UKL	USD UN AN
1976	TRIM I		-	2.36			
	TRIM II		-	2.04			
	TRIM III		-	2.22			
	TRIM IV		-	2.65			
1977	TRIM I		-	2.79			
	TRIM II		-	2.34			
	TRIM III		-	1.50			
	TRIM IV		-	.43			
1978	TRIM I		-	.08			
	TRIM II			.64			
	TRIM III			1.08			
	TRIM IV			2.99			
1979	TRIM I			2.29			
	TRIM II			1.52			
	TRIM III			1.93			
	TRIM IV			4.30			
1980	TRIM I			2.18			
	TRIM II		-	.75			
	TRIM III			.72			
	TRIM IV			6.25			
1981	TRIM I			5.97			
	TRIM II	3.06 -	2.19	7.69	8.44	3.21	6.42
	TRIM III	3.23 -	1.66	9.15	15.10	5.30	8.26
	TRIM IV	2.43 -	1.32	5.73	9.48	7.33	6.21
1982	TRIM I	1.93 -	1.66	7.51	9.06	6.31	9.74
	TRIM II	1.34 -	.61	7.57	14.10	5.36	7.44
	TRIM III	1.67	.51	5.82	10.57	4.36	6.74
	TRIM IV	.72	.89	3.34	13.65	3.49	3.85
1983	TRIM I	.27	.94	3.75	17.12	4.94	4.15
	TRIM II	.08	1.22	4.33	8.79	4.52	4.68
	TRIM III	.45	1.69	5.10	9.63	4.41	5.69
	TRIM IV	1.10	1.59	4.91	8.53	4.12	5.37
1984	TRIM I	1.93	1.49	5.34	9.88	3.93	5.98
	TRIM II	1.08	1.67	6.69	8.31	4.69	7.86
	TRIM III	1.10	1.78	7.31	7.15	6.50	8.14
	TRIM IV	1.34	1.91	5.53	6.69	5.71	6.43
1985	TRIM I	1.77	2.09	4.69	6.68	8.74	5.89
	TRIM II	1.53	2.27	4.06	6.33	8.49	4.89
	TRIM III	1.21	2.71	4.53	7.35	8.12	5.11
	TRIM IV	5.72	4.39	5.05	7.43	8.38	5.30
1986	TRIM I	1.93	3.37	5.24	11.21	9.84	5.35
	TRIM II	2.29	2.54	4.81	5.49	7.93	4.92
	TRIM III	2.34	2.60	4.03	5.20	7.79	4.15
	TRIM IV	2.59	2.55	3.95	6.52	8.90	3.98
1987	TRIM I	2.10	2.17	4.24	6.75	8.52	4.28
	TRIM II	1.72	1.88	5.05	6.28	7.30	5.65

Source: IFS, FMI .
Main Economic Indicators, OCDE.

TABLEAU N° 12

TAUX DE CHANGE DE L'ESCUDO (FIN DE PERIODE)

		DOLLAR	DTS
1976	TRIM I	29.343	33.930
	TRIM II	31.472	36.070
	TRIM III	31.170	36.067
	TRIM IV	31.549	36.655
1977	TRIM I	38.741	44.907
	TRIM II	38.625	45.032
	TRIM III	40.804	47.477
	TRIM IV	39.855	48.412
1978	TRIM I	40.999	50.702
	TRIM II	45.656	56.592
	TRIM III	45.381	58.136
	TRIM IV	46.010	59.941
1979	TRIM I	48.246	62.084
	TRIM II	49.043	63.319
	TRIM III	48.827	64.342
	TRIM IV	49.781	65.578
1980	TRIM I	51.120	63.960
	TRIM II	48.904	64.768
	TRIM III	50.223	65.915
	TRIM IV	53.040	67.948
1981	TRIM I	56.745	69.712
	TRIM II	63.364	72.907
	TRIM III	65.039	74.444
	TRIM IV	65.249	75.947
1982	TRIM I	71.265	79.324
	TRIM II	83.682	91.401
	TRIM III	88.250	94.630
	TRIM IV	89.060	98.250
1983	TRIM I	97.650	105.330
	TRIM II	116.980	124.980
	TRIM III	124.100	131.150
	TRIM IV	131.450	137.620
1984	TRIM I	131.670	140.130
	TRIM II	143.710	148.200
	TRIM III	158.380	158.220
	TRIM IV	169.280	165.930
1985	TRIM I	171.320	169.820
	TRIM II	174.540	174.240
	TRIM III	163.780	173.510
	TRIM IV	157.490	172.990
1986	TRIM I	152.250	173.310
	TRIM II	149.560	176.120
	TRIM III	146.450	177.700
	TRIM IV	146.120	178.730
1987	TRIM I	139.820	179.760
	TRIM II	143.200	183.020

Source: IFS, FMI.

TABLEAU N° 13

TAUX DE CHANGE PAR RAPPORT AU DTS		(FIN DE PERIODE)		
		DM	FF	UKL
1976	TRIM I	2.9351	5.3989	.6036
	TRIM II	2.9503	5.4328	.6434
	TRIM III	2.8193	5.7008	.6898
	TRIM IV	2.7448	5.7740	.6825
1977	TRIM I	2.7689	5.7602	.6739
	TRIM II	2.7258	5.7352	.6777
	TRIM III	2.6848	5.7051	.6662
	TRIM IV	2.5570	5.7152	.6373
1978	TRIM I	2.5018	5.6646	.6662
	TRIM II	2.5724	5.5797	.6664
	TRIM III	2.4835	5.5483	.6496
	TRIM IV	2.3815	5.4457	.6403
1979	TRIM I	2.4033	5.5295	.6220
	TRIM II	2.3862	5.5324	.5954
	TRIM III	2.2962	5.4034	.5996
	TRIM IV	2.2810	5.2957	.5923
1980	TRIM I	2.4297	5.6034	.5774
	TRIM II	2.3287	5.4127	.5607
	TRIM III	2.3772	5.5116	.5495
	TRIM IV	2.4985	5.7598	.5348
1981	TRIM I	2.5821	6.0910	.5474
	TRIM II	2.7510	6.5786	.5922
	TRIM III	2.6583	6.3720	.6357
	TRIM IV	2.6245	6.6904	.6101
1982	TRIM I	2.6872	6.9476	.6247
	TRIM II	2.6867	7.4589	.6283
	TRIM III	2.7104	7.6544	.6335
	TRIM IV	2.6215	7.4184	.6832
1983	TRIM I	2.6174	7.8414	.7293
	TRIM II	2.7156	8.1595	.6981
	TRIM III	2.7891	8.4642	.7066
	TRIM IV	2.8517	8.7394	.7218
1984	TRIM I	2.7563	8.4123	.7377
	TRIM II	2.8711	8.8112	.7623
	TRIM III	2.0223	9.2748	.8005
	TRIM IV	3.0857	9.4022	.8476
1985	TRIM I	3.0660	9.3447	.7975
	TRIM II	3.0554	9.3010	.7708
	TRIM III	2.8285	8.6368	.7562
	TRIM IV	2.7035	8.3052	.7604
1986	TRIM I	2.6279	8.1187	.7663
	TRIM II	2.5890	8.2565	.7695
	TRIM III	2.4520	8.7353	.8368
	TRIM IV	2.3740	7.8957	.8295
1987	TRIM I	2.3207	7.7305	.8010
	TRIM II	2.3386	7.8030	.7938

Source: IFS, FMI.

TABLEAU N° 14

TAUX DE CHANGE DE L'ESCUDO

(FIN DE PERIODE)

		DM	FF	UKL
1976	TRIM I	11.560	6.285	56.213
	TRIM II	12.226	6.639	56.062
	TRIM III	12.793	6.327	52.286
	TRIM IV	13.354	6.348	53.707
1977	TRIM I	16.218	7.796	66.637
	TRIM II	16.521	7.852	66.448
	TRIM III	17.684	8.322	71.265
	TRIM IV	18.933	8.471	75.964
1978	TRIM I	20.266	8.951	76.106
	TRIM II	22.000	10.142	84.922
	TRIM III	23.409	10.478	89.495
	TRIM IV	25.169	11.007	93.614
1979	TRIM I	25.833	11.228	99.814
	TRIM II	26.535	11.445	106.347
	TRIM III	28.021	11.908	107.308
	TRIM IV	28.750	12.383	110.718
1980	TRIM I	26.324	11.414	110.772
	TRIM II	27.813	11.966	115.513
	TRIM III	27.728	11.959	119.955
	TRIM IV	27.196	11.797	127.053
1981	TRIM I	26.998	11.445	127.351
	TRIM II	26.502	11.082	123.112
	TRIM III	28.004	11.683	117.106
	TRIM IV	28.938	11.352	124.483
1982	TRIM I	29.519	11.417	126.979
	TRIM II	34.020	12.254	145.473
	TRIM III	34.914	12.363	149.376
	TRIM IV	37.479	13.244	143.809
1983	TRIM I	40.242	13.433	144.426
	TRIM II	46.023	15.317	179.029
	TRIM III	47.022	15.495	185.607
	TRIM IV	48.259	15.747	190.662
1984	TRIM I	50.840	16.658	189.955
	TRIM II	51.618	16.820	194.412
	TRIM III	78.238	17.059	197.651
	TRIM IV	53.774	17.648	195.765
1985	TRIM I	55.388	18.173	212.940
	TRIM II	57.027	18.733	226.051
	TRIM III	61.343	20.090	229.450
	TRIM IV	63.987	20.829	227.499
1986	TRIM I	65.950	21.347	226.165
	TRIM II	68.026	21.331	228.876
	TRIM III	72.471	20.343	212.357
	TRIM IV	75.286	22.636	215.467
1987	TRIM I	77.459	23.253	224.419
	TRIM II	78.260	23.455	230.562

Source: tableau 13.

TABLEAU N° 15

VARIATION DU TAUX DE CHANGE DE L'ESCUDO		(FIN DE PERIODE)			
		USD	DM	FF	UKL
1976	TRIM I				
	TRIM II	1.073	1.058	1.056	.997
	TRIM III	.990	1.046	.953	.933
	TRIM IV	1.012	1.044	1.003	1.027
1977	TRIM I	1.228	1.214	1.228	1.241
	TRIM II	.997	1.019	1.007	.997
	TRIM III	1.056	1.070	1.060	1.072
	TRIM IV	.977	1.071	1.018	1.066
1978	TRIM I	1.029	1.070	1.057	1.002
	TRIM II	1.114	1.086	1.133	1.116
	TRIM III	.994	1.064	1.033	1.054
	TRIM IV	1.014	1.075	1.050	1.046
1979	TRIM I	1.049	1.026	1.020	1.066
	TRIM II	1.017	1.027	1.019	1.065
	TRIM III	.996	1.056	1.040	1.009
	TRIM IV	1.020	1.026	1.040	1.032
1980	TRIM I	1.027	.916	.922	1.000
	TRIM II	.957	1.057	1.048	1.043
	TRIM III	1.027	.997	.999	1.038
	TRIM IV	1.056	.981	.986	1.059
1981	TRIM I	1.070	.993	.970	1.002
	TRIM II	1.117	.982	.968	.967
	TRIM III	1.026	1.057	1.054	.951
	TRIM IV	1.003	1.033	.972	1.063
1982	TRIM I	1.092	1.020	1.006	1.020
	TRIM II	1.174	1.152	1.073	1.146
	TRIM III	1.055	1.026	1.009	1.027
	TRIM IV	1.009	1.073	1.071	.963
1983	TRIM I	1.096	1.074	1.014	1.004
	TRIM II	1.198	1.144	1.140	1.240
	TRIM III	1.061	1.022	1.012	1.037
	TRIM IV	1.059	1.026	1.016	1.027
1984	TRIM I	1.002	1.053	1.058	.996
	TRIM II	1.091	1.015	1.010	1.023
	TRIM III	1.102	1.516	1.014	1.017
	TRIM IV	1.069	.687	1.035	.990
1985	TRIM I	1.012	1.030	1.030	1.088
	TRIM II	1.019	1.030	1.031	1.062
	TRIM III	.938	1.076	1.072	1.015
	TRIM IV	.962	1.043	1.037	.991
1986	TRIM I	.967	1.031	1.025	.994
	TRIM II	.982	1.031	.999	1.012
	TRIM III	.979	1.065	.954	.928
	TRIM IV	.998	1.039	1.113	1.015
1987	TRIM I	.957	1.029	1.027	1.042
	TRIM II	1.024	1.010	1.009	1.027

Source: tableaux 12 et 13.

TABLEAU N° 16

 TAUX DE CHANGE REEL EFECTIF DE L'ESCUDO
 (1979:4 =100)

1980	TRIM I	100.4
	TRIM II	100.9
	TRIM III	99.2
	TRIM IV	99.5
1981	TRIM I	103.4
	TRIM II	105.2
	TRIM III	107.8
	TRIM IV	108.3
1982	TRIM I	111.9
	TRIM II	110.0
	TRIM III	100.3
	TRIM IV	99.8
1983	TRIM I	103.3
	TRIM II	100.7
	TRIM III	92.3
	TRIM IV	95.6
1984	TRIM I	98.3
	TRIM II	99.2
	TRIM III	101.4
	TRIM IV	100.2
1985	TRIM I	103.8
	TRIM II	102.4
	TRIM III	99.7
	TRIM IV	98.2
1986	TRIM I	101.2
	TRIM II	101.3
	TRIM III	98.7
	TRIM IV	98.4

Source: Rapport de la Banque du Portugal.

TABLEAU N° 17

RESERVES DE LA BANQUE CENTRALE - PORTUGAL

		DEUISES	OR	TOTAL RESERVES	VARIATION TOT RES
1980	TRIM I	587.000	22.150	609.150	
	TRIM II	420.000	22.160	442.160	.726
	TRIM III	1077.000	22.160	1099.160	2.486
	TRIM IV	751.000	22.170	773.170	.703
1981	TRIM I	500.000	22.170	522.170	.675
	TRIM II	516.000	22.170	538.170	1.031
	TRIM III	756.000	22.160	778.160	1.446
	TRIM IV	477.000	22.140	499.140	.641
1982	TRIM I	256.000	22.120	278.120	.557
	TRIM II	431.000	22.110	453.110	1.629
	TRIM III	530.000	22.110	552.110	1.218
	TRIM IV	391.000	22.090	413.090	.748
1983	TRIM I	613.000	22.070	635.070	1.537
	TRIM II	378.000	21.610	399.610	.629
	TRIM III	640.000	20.540	660.540	1.653
	TRIM IV	353.000	20.430	373.430	.565
1984	TRIM I	303.000	20.430	323.430	.866
	TRIM II	369.000	20.300	389.300	1.204
	TRIM III	756.000	20.300	776.300	1.994
	TRIM IV	475.000	20.300	495.300	.638
1985	TRIM I	848.000	20.280	868.280	1.753
	TRIM II	845.000	20.260	865.260	.997
	TRIM III	1387.000	20.250	1407.250	1.626
	TRIM IV	1345.000	20.230	1365.230	.970
1986	TRIM I	1149.000	20.210	1169.210	.856
	TRIM II	1169.000	20.200	1189.200	1.017
	TRIM III	1979.000	20.180	1999.180	1.681
	TRIM IV	1354.000	20.160	1374.160	.687
1987	TRIM I	1456.000	20.130	1476.130	1.074
	TRIM II	1645.000	20.110	1665.110	1.126

Source:IFS, FMI, Lignes 1dd et 1ad.

ANNEXE III :

**APPLICATION DES TESTS DE CAUSALITE AU TAUX D'INTERET
A TROIS MOIS ET AU TAUX DE RENDEMENT DES TITRES DE LA
DETTE PUBLIQUE A UN AN.**

La présence d'obstacles, le contrôle administratif, l'existence de prime de risques, des entraves d'ordre administratif, fiscal, etc, peuvent créer un délai d'ajustement des taux portugais aux étrangers, et dans ce cas, il faut non seulement considérer comme variables explicatives les taux étrangers observés dans la période, mais aussi ceux observés dans les périodes précédentes.

L'analyse de la causalité pour les taux portugais dans cet annexe est donc développée en considérant la causalité au sens de Granger. L'existence d'une relation causale, selon la méthode de Granger, entre deux variables (X) et (Y) peut prendre les trois formes suivantes:

- la variable (X) influence (Y) s'il est possible d'obtenir une meilleure prévision de (Y) en utilisant simultanément les valeurs passées de (X) et de (Y), plutôt que par le recours aux seules valeurs de (Y);

- la variable (X) influence instantanément la variable (Y) si une meilleure prévision de (Y) est obtenue en utilisant la valeur contemporaine de (X) au lieu des seules valeurs passées de (X) et de (Y);

- il existe une relation de feedback entre (X) et (Y), si (X) cause (Y) et (Y) cause (X).

Des tests connus pour étudier la causalité à la Granger, on a choisi le Test de Sargent. Ce test a été mis en œuvre en estimant les relations.

$$(1) Y_t = a_0 + \sum_{i=1}^n a_i Y_{t-i} + \epsilon_t$$

$$(2) Y_t = a_0 + \sum_{i=1}^n a_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^n b_i X_{t-i} + \epsilon_t$$

$$(3) Y_t = a_0 + \sum_{i=1}^n a_i Y_{t-i} + \sum_{i=0}^n b_i X_{t-i} + \epsilon_t$$

Avec pour toutes les équations :

$$E(\epsilon_t) = 0$$

$$E(\epsilon_t, \epsilon_{t-1}) = 0$$

On vérifie pour chacune des équations obtenues, à l'aide d'un test F de Snedcor, l'hypothèse que l'ensemble des coefficients des variables de chaque régressions est significativement différent de zéro.

Si la statistique-F des équations (2) et (3) est supérieure à la statistique-F de la première équation, ceci signifie que l'utilisation de la variable (X) améliore la prévision de (Y) et donc que, au sens de Granger, (X) cause (Y).

On a appliqué les tests aux taux d'intérêt intérieurs (nominaux et réels) à trois mois et au taux de rendement (nominal et réel) des titres publics à un an. Pour chacun de ces taux on a testé l'effet de causalité par rapport au dollar américain, au mark allemand, au franc français et à l'eurodollar.

Du fait de la faiblesse de l'information disponible on n'a pas pu (comme on l'a fait ailleurs) isoler les relations pendant la période correspondante à la constitution du SME, des relations existantes dans une période précédente, car dû à l'existence des retards échelonnés, la période d'estimation coïncide avec celle du SME.

En outre, on a considéré, pour toutes les estimations, un délai d'ajustement allant jusqu'à trois périodes ($i = 3$), c'est-à-dire trois trimestres.

Toutes les données ont été retirées de la publication du FMI "International Financial Statistics" (publication mensuelle), lignes 61 et 61b dans les pages referentes aux pays et dans les pages referentes aux taux d'intérêt internationaux, exception faite pour les données relatives au Portugal, lesquelles ont été complétées par deux publications de la Banque du Portugal "Rapport Annuel" et "Bulletin Trimestriel".

Les résultats obtenus sont résumés dans les tableaux qui suivent:

TABLEAU A3 - 1

TESTS DE SARGENT POUR LES TAUX D'INTERET NOMINAUX INTERIEURS A TROIS MOIS

MONNAIE	Equation (1)	Equation (2)	Equation (3)
USD	44.42	20.57	17.02
DEM	44.42	22.78	22.35
FRF	44.42	26.28	22.50
Eurodollar	44.42	21.12	17.49

TABLEAU A3 - 2

TESTS DE SARGENT POUR LES TAUX D'INTERET REELS INTERIEURS A TROIS MOIS

MONNAIE	Equation (1)	Equation (2)	Equation (3)
U S D	2.96 *	1.90 *	1.73 *
DEM	2.96 *	1.45 *	1.51 *
F R F	2.96 *	2.03 *	2.21 *
Eurodollar	2.96 *	2.10 *	2.50 *

TABLEAU A3 - 3

TESTS DE SARGENT POUR LE RENDEMENT NOMINAL DES TITRES PUBLICS A UN AN

(PERIODE: 1976:4 à 1985:4)

MONNAIE	Equation (1)	Equation (2)	Equation (3)
U S D	159.67	77.48	66.95
DEM	159.67	88.02	73.46
F R F	159.67	82.17	70.03

TABLEAU A3 - 4

TESTS DE SARGENTY POUR LE RENDEMENT NOMINAL DES TITRES PUBLICS A UN AN
(PERIODE: 1982:1 à 1985:4)

MONNAIE	Equation (1)	Equation (2)	Equation (3)
U S D	16.62	16.52	13.08
DEM	16.62	15.37	20.33
F R F	16.62	10.51	8.32
Eurodollar	16.62	15.61	11.93

TABLEAU A3 - 5

TESTS DE SARGENT POUR LE RENDEMENT REEL DES TITRES PUBLICS A UN AN
(PERIODE: 1977:1 à 1985:4)

MONNAIE	Equation (1)	Equation (2)	Equation (3)
U S D	2.13 *	1.09 *	0.93 *
DEM	2.13 *	1.24 *	1.21 *
F R F	2.13 *	1.74 *	1.89 *

TABLEAU A3 - 6

TESTS DE SARGENT POUR LE RENDEMENT REEL DES TITRES PUBLICS A UN AN
(PERIODE: 1982:1 à 1985:4)

MONNAIE	Equation (1)	Equation (2)	Equation (3)
U S D	0.27 *	2.22 *	2.27 *
DEM	0.27 *	0.53 *	0.41 *
F R F	0.27 *	0.25 *	0.81 *
Eurodollar	0.27 *	0.42 *	0.45 *

(*) A l'aide d'un test F, on a vérifié que les coefficients de la relation ne sont pas, dans son ensemble, significativement différents de zéro, pour le seuil de 5%.

ANNEXE IV :

**TEST DE L'EFFICIENCE DU MARCHÉ DE CHANGES ET DE LA
PARFAITE SUBSTITUABILITÉ DES ACTIFS EN DIFFÉRENTES
DEVISES.**

On a estimé la relation:

$$st+1 = a + b (it - i^*t) + \varepsilon_t$$

étant:

$$st+1 = 4. \text{Logn} \frac{St+1}{St}$$

et en supposant:

$$E(\varepsilon_t) = 0$$

$$E(\varepsilon_t, \varepsilon_{t-1}) = 0$$

et où:

S_t ; représente le taux de change en fin de la période (t)

S_{t+1} ; taux de change en fin de la période (t+1)

i_t ; taux d'intérêt de l'escudo dans la période (t)

i^*_t ; taux d'intérêt des différentes devises dans leur marché intérieur.

La relation est estimée pour le taux de change de l'escudo par rapport au dollar des Etats-Unis, au mark allemand, au franc français et à la livre sterline, avec les taux d'intérêt nominaux à trois mois correspondants et le rendement nominal des titres publics à long terme intérieurs, confrontés au taux à trois mois nominal de l'escudo et au rendement nominal des titres publics à long terme (un an) au Portugal. Toutes les données referentes aux pays autres que le Portugal ont été retirées de la publication du FMI "International Financial Statistics":

- . ligne 60b pour les taux d'intérêt à trois mois;
- . ligne 61 pour les rendements de stitres publics.

Les taux de change de l'escudo par rapport aux différentes devises ont été obtenus à partir du taux de change (fin de période) de chaque devise par rapport au DTS (ligne aa) et du taux de change de l'escudo par rapport au DTS (ligne ae), exception faite pour le taux de change de l'escudo par rapport au dollar, qui est présenté ligne dans les pages referentes au Portugal.

L'information referente au Portugal a été complétée par les données du Rapport Annuel de la Banque du Portugal et par le Bulletin Trimestriel de la Banque du Portugal, notamment les valeurs plus actuelles des taux d'intérêt et de rendement.

En outre, compte tenu de la faiblesse des informations disponibles, les observations ont une périodicité trimestrielle, ce qui limite la profondeur de l'analyse.

Les résultats obtenus sont résumés dans les tableaux qui suivent:

TABLEAU A4 -1

RESULTATS DES ESTIMATIONS DU TEST DE L'EFFICIENCE APPLIQUE A L'ESCUDO
PORTUGAIS SUR LES TAUX D'INTERET INTERNES A TROIS MOIS.

MONNAIE	Période	a	b	R ² ajusté	D.W.	Stat T pour b
U S D	1977:4 à 1987:2	0.190	-0.008	0.027	1.16	-1.463
DEM	1977:4 à 1987:2	0.085	0.006	-0.019	2.83	0.535
F R F	1977:4 à 1987:2	0.055	0.008	0.035	2.25	1.540
Eurodollar	1977:4 à 1987:2	0.191	-0.009	0.040	1.16	-1.600

TABLEAU A4 -2

RESULTATS DES ESTIMATIONS DU TES DE L'EFFICIENCE APPLIQUE A L'ESCUDO
PORTUGAIS SUR LE RENDEMENT DES TITRES PUBLICS A LONG TERME

MONNAIE	Période	a	b	R ² ajusté	D.W.	Stat T pour b
U S D	1976:2 à 1985:4	0.293	-0.020	0.035	1.78	-1.547
DEM	1976:2 à 1985:4	0.260	-0.010	-0.020	2.79	-0.520
F R F	1976:2 à 1985:4	0.102	0.004	-0.020	2.24	0.470
Eurodollar	1981:2 à 1985:4	0.352	-0.019	0.075	1.36	-1.570

BILBIOGRAPHIE.

AGIETTA, Michel, La fin des devises-cles: essai sur la monnaie internationale, Paris, Edition La Decouverte, 1986.

AGLIETTA, Michel et Virginie COUDERT, Formation d'une conjuncture mondiale et transmission monetaire de l'inflation - la persistance des assymetries dans le Systeme Monetaire International, Economie Prospective International, CEPPII, n°20, 1984.

ARGY, Victor et Zoran HODJERA, , L'intégration financière et relations entre les taux d'intérêt des pays industriels 1958-71, Staff Papers, FMI, vol. XX, Mars 1973, pp. 1-17.

ARRIAZU, Ricardo H., Policy Interdependence from a Latin American Perspective, Staff Papers, FMI, n° 30, mars 1983, p. 113-163.

BARROUX et CHAVEAU, La determination du taux d'intérêt en France, Cahiers Economiques et Monétaires de la Banque de France, n°21, 1985.

BOISSIEU, Christian de, Taux du marché monétaire, taux de base bancaire et conditions debitrices effectives des banques, Banque, n° 380, Janv., 1979.

BOURGUINAT, Henri, A propos de deconnexion des taux d'interet français des taux americains, Banque, nov. 1981, n°411, p. 1220-1224.

BOURGUINAT, Henri, "Commentaires sur l'etude d'Artus", in Le Systeme Monetaire International face aux disequilibres, Paris Economica, 1982.

BOURGUINAT, Henri, Les Vertiges de la Finance Internationale, Paris, Economica, 1987.

BRENDER, Anton, Veronique KESSLER et Pierre GAYE, L'apres-dollar, Paris, CEPPII, Economica, 1986.

BRUNEEL, Didier, Objectifs et actions des pouvoirs publics sur le niveau et la structure des taux d'intérêt, Cahiers Economiques et Monétaires de la Banque de France, n° 25, 1986.

CARDOSO, M. Teodora, A politica Monetária e a Balança de Pagamentos 1976-78, 2ª Conferência Internacional sobre economia portuguesa, Lisboa, 26-27 Set., 1979.

CARVALHO, M. Irene et PINTO, A. Mendonça, Mercado de capitais: agentes e instrumentos, Economica, vol. IV, n° 3, Oct., 1982, pp. 403-430.

CLAROTTI, Paolo, Problemas actuais e novas tendencias da actividade bancaria na Europa, Revista da Banca, Lisbonne, n°1, janv.-mars, 1987.

COLLETAZ, Gilbert et William MAROIS, L'analyse des relations dynamiques entre variables: une application au taux du marche monetaire francais, Revue Economique, n°1, janvier 1981.

COLLETAZ, Gilbrt et MAROIS, William, Taux d'intérêt et taux de change in de Boissieu, C., Formation et rôle des taux d'intérêt, Paris, Economica, 1982, pp. 57-74.

DAVID, J. H., Crise financière et relations monétaires internationales, Paris, Economica, 1985.

DAVID, J. H., La Monnaie et la Politique Monétaire, Economica,

DAVID, J. H., Politique Monétaire: les mecanismes monétaires et l'activité économique, Paris, Dunod, 1974.

de BOISSIEU, Christian , Formation et rôle du taux d'intérêt, Paris, Economica, 1982.

de BOISSIEU, Christian, Economie d'endettement, économie des marchés financiers et taux d'intérêt, in Colloque Keynes Aujourd'hui: Théories et Politiques, Paris, Sept. 1983.

de BOISSIEU, Christian, La Strucure des taux d'intérêt, Paris, Economica, 1976.

DEBONNEUIL, X., Efficacité des Politiques Monétaires et Budgetaires au sein du SME, CEM de la BF, n° 20, 1985, pp. 89-117.

DENIZET, Jean, Le dollar, Paris, Pluriel, 1985.

DORNBUSCH, R., Open Economy Macroeconomics, New-York, Basic Books, 1980, chap. 6.

DORNBUSCH, R. et L. TAYLOR, Economic Prospects and Policies Options in Portugal, Lisbonne, Banco de Portugal, 1977.

F.M.I., Interest Rate Policies in Developing Countries - a study by de Research Department, IMF, Washington D.C., Occasional Paper n° 22, Oct. 1983.

FMI, Interest Policies in Developing Countries - a study by de Research Department, FMI, Washington D. C., octobre 1983, Occasional Papers, n°22.

FONTENAY, Patrick de, Politiques d'ajustement - le cas du Portugal, in le Le Système Monétaire International face aux déséquilibres, colloque tenu à Paris les 23-25 Nov. 1982, pp. 95-113.

FREIRE de SOUSA, F., Contrainte extérieure et régulation macroéconomique dans une économie semi-industrialisée: le cas du Portugal, thèse de doctorat, 1984, Paris I.

GABRIELLI, Daniel et REDON, Michel, Place et rôle des taux d'intérêt dans la Politique Monétaire actuelle, in Boissieu, C., Formation et rôle du taux d'intérêt, Paris, Economica, 1982.

GALY, Michel, Contribution des facteurs externes à la détermination du taux d'intérêt, CEM de la BF, n° 25, 1985.

GAMBRIER, Dominique, Théorie de la Politique Économique en situation d'incertitude, Paris, Cujas, 1980.

GAUTHIER, Noël, Les nouveaux marchés financiers et leurs instruments, Paris, Publi-Union, 1987.

GIAVAZZI, Francesco et GIOVANNINI, Alberto, The EMS and the dollar, Economic Policy, n°2, avril 1986.

GUITIAN, Manuel, "Politiques relatives a l'accès aux ressources du Fond - examen de la conditionnalité", in Coulbois, Paul, Le Systeme Monetaire International face aux desequilibres, Paris, Economica, 1982.

HASNAOUI AMRI, Mustapha, L'impact des taux d'interet internationaux sur la determination des taux d'interet au Maroc, These de Doctorat de 3eme cycle, 1984, Nanterre - Paris X.

HENIN, P. et W. MAROIS, Desequilibre en Economie Ouverte, Paris, Economica, 1985.

ICARD, M. A., Régulation Monétaire et Equilibre Exterieur, CEM de la BF, n° 18, 1984.

KAPUR, Bassant K., Alternative Stabilisation Policies for Lessed-Developped Economies, Journal of Political Economy, 1984.

KRUEGER, A. O., Interactions between inflation and Trade Regimes Objectives in Stabilisation Programs, in Cline William (ed.), Economic Stabilisation in Developping Couuntries, Washington D. C., Brookings Institut, 1981.

KRUEGER, A. O., La determination du taux de change, Paris, Economica, 1985.

LACOUÉ-LABARTHE, Les taux d'intérêt dans les mecanismes d'ajustement et de la regulation monétaire en France, CEM de la BF, n° 25.

LARRIBAU, Jean-François, Le Systeme Monetaire International en Perspective, Paris, Economica, 1986.

LEBEGUE, Daniel, Pour une reforme du S.M.I.- Les impératifs de la reconstruction du Systeme, Economie Prospective Internationale, CEPII, 4eme trimestre de 1985, n°24.

LEVY-GARBOUA, Notes sur les taux d'intérêt dans une économie d'endettement in Boissieu, C., La formation et le rôle des taux d'intérêt, Paris, Economica, 1982, pp. 132-149.

LEVY-GARBOUA, V. et G. MAAREK, Le boom, la dette et la crise, Paris, Economica, 1985.

LIEUZE, Michel, Politique Monétaire et taux d'intérêt dans quelques pays industriels, CEM de la BF, n° 25, 1986.

LOPES, Silva, IMF Conditionality : the stand-by arrangement with Portugal, Lisbonne, 1982.

MACEDO, Braga de, Bancos, Desenvolvimento Financeiro e Perspectivas Macroeconómicas, Revista da Banca, n° 1, Janv.-Fev. 1987.

MARQUES, Walter, Politica Monetaria em Portugal, Lisbonne, Publicações Europa-America, 1986.

MENIL, Georges de, Les Sommets Economiques - Les Politiques Nationales a l'heure de l'interdependance, Paris, Economica, 1983.

MICOSSI, Stefano et PADOA-SCHIOPPA, Can Europeans Control Their Interest Rates?, CEPS Papers, n°17, Center for European Policy Studies, Brussels, 1986.

NANCY, Gilles, Régulation Monétaire et Equilibre Extérieur, CEM de la BF, n° 17, 1984, pp. 103-107.

OBSTEFELD, Maurice, Can we sterilize? Theory and Evidence, American Economics Review, mai, 1982, vol. 72, n°2.

LOUDIZ, Gilles, "Strategies économiques européennes: coordination ou confrontation?", in Larribau, Jean-François, Le Systeme Monetaire Europeen en perspective, Paris, Economica, 1987.

PALHA, A. M. de Castro, Sistema Bancario e Financeiro en Portugal, Lisbonne, Banco de Portugal, 1985.

PINHO, M. A., Taux de change et analyse monétaire: aspects de l'évolution du franc pendant la période 1974-80, Paris, Thèse de 3ème cycle Paris X Nanterre, 1983.

PINHO, Manuel et P. VILLA, Regles Monétaires et dynamique du taux de change dans une économie de crédit, Lisbonne, Economia, vol. IX, n°1, janvier 1985.

PRACHOWNY, M. F. J., Macroeconomic Analysis for Open Economies, Oxford, Clarendon Press, 1984.

RODRIGUES, António, A desvalorisação do escudo, Economia e Socialismo, nº 8, Nov. 1986.

ROSENBLTT, J., " La participation du FMI au Financement des desequilibres de Balance de Paiements", in Coulbois, Paul, Le Systeme Monetaire face aux desequilibres, Paris Economica, 1982.

RUSSO, Maximo, Liberation des mouvements de capiaux, Euépargne, Fev. 1987.

SANTOS, A. R., Economia Portuguesa: 10 anos, 5 modelos, Economia e Socialismo, nº 25/26, Av./Mai. 1987.

SCHMITH, Hans O., Economic Stbilisaion and Growth in Portugal, Washington D.C., IMF, Avril 1981, Occasional Paper nº 2.

STERDYNIAK; Henri et VILLA, Pierre, Taux de change flexibles, Statistiques et Etudes Financières, série orange, 1978, nº 31.

TOULLEC, C., Economie de Marché, économie d'endettement et Politique Monétaire, Revue Banque, Mars 1979.

TURNOVSKY, Stephen J., Optimal Strategic Monetary Polices in dynamic interdependent economies, Journal of Economics dynamics and control, 10, 1986, pp. 15-19.

WAHLROOS, Björn, Money and prices in a small Economy, Scandinavian Journal of Economics, vol. 87, nº 4, 1985.

Publications Statistiques:

Rapports de la Banque du Portugal

Bulletins Trimestriels de la Banque du Portugal

Main Economic Indicators (OCDE)

International Finantial Statistics (FMI)

Rapports Anuels de la BRI