

Perspectives sur la libéralisation financière : Grèce, Espagne et Portugal

Jorge BRAGA de MACEDO*

Professeur à la Faculté d'Économie de l'Université Nouvelle de Lisbonne
Directeur des Économies Nationales à la Commission des Communautés Européennes (DG II)

Le présent document propose quelques réflexions sur la libéralisation financière dans les trois pays qui ont récemment adhéré à la Communauté européenne : la Grèce, dont l'adhésion remonte à 1981, ainsi que le Portugal et l'Espagne, qui ont adhéré en 1986. Ces trois nouveaux membres ont été considérés par l'OCDE au début des années soixante-dix comme faisant partie des « pays nouvellement industrialisés » (NPI), en même temps qu'Israël, la Turquie, la Yougoslavie, etc. Dans les trois nouveaux pays membres de la Communauté, des institutions démocratiques ont été restaurées peu après la crise pétrolière, succédant à des dictatures de durée et d'intensité variables. Ces pays viennent maintenant de s'engager dans un processus d'intégration économique, non seulement avec les neuf autres pays membres mais aussi entre eux. C'est pourquoi on peut dire que ces trois pays sont des NPI également dans le sens de « pays nouvellement intégrés ».

S'il peut être utile parfois de regrouper ces trois NPI, ce regroupement ne doit pas être considéré comme allant de soi, tant en ce qui concerne les structures économiques que la prise de décision dans le domaine de la politique économique et les positions sur les affaires communautaires. Dès lors l'Espagne est un pays beaucoup plus grand et plus industrialisé que les deux autres. En Grèce et au Portugal, des pas ont été faits en direction du libre-échange européen des biens manufacturés au cours des années cinquante et soixante. Néanmoins, les effets internes de la réduction des tarifs douaniers sur les importations industrielles ont été plutôt limités compte tenu des restrictions quantitatives et des contrôles intérieurs. Pour ce qui est de l'Espagne, même l'abaissement des tarifs douaniers ne faisait que débiter lorsque les contraintes politiques sur l'intégration ont été levées.

La prise de conscience récente des inconvénients d'une libéralisation financière excessive justifie d'éviter une ouverture financière brutale. De même, la priorité accordée à la libéralisation réelle sur la libéralisation financière. Toutefois, cette prudence souhaitable ne saurait justifier le maintien des structures financières existantes des PNI, en particulier ceux de petite dimension. Malgré l'importance de la structure des marchés financiers, sa description sort du cadre de cette étude. Notre

* Écrit à titre personnel cet article prolonge celui publié dans *Économie Européenne*, n° 36, mai 1988.

GRÈCE, ESPAGNE ET PORTUGAL

objet est de présenter une perspective analytique sur la libéralisation financière dans les trois NPI. L'analyse se divise en deux parties. La première section traite des problèmes conceptuels selon l'approche de Padoa-Schioppa (1987) ; la deuxième section étudie le degré de mobilité du capital en se basant sur les différentiels de rendement réel, tels que calculés par Frankel et MacArthur (1987).

Il faut noter ici que des accords spécifiques entre les trois NPI, ou entre l'Espagne et le Portugal, sur les moyens de réaliser l'intégration financière pourraient s'avérer souhaitables. Ces accords pourraient en effet faciliter une politique de taux de change visant un rapprochement avec le système monétaire européen (SME). Souvent perçu comme une zone « mark allemand », cette identification perdrait sûrement de sa pertinence si le Royaume-Uni adhéra à l'accord de change du SME. Il pourrait en être de même d'une adhésion de l'Espagne, même avec une marge de fluctuation élargie du type italien. Cela pourrait ne pas suffire à atténuer davantage l'identification du SME au mark allemand, mais renforcerait sans doute le rôle de l'Espagne dans les NPI, y compris peut-être l'Italie. L'expérience de l'Italie entre 1975 et 1985 est pertinente du fait que l'ouverture fut graduelle et continue, même si l'incapacité à maîtriser le besoin de financement du secteur public rend encore l'ouverture complète du marché italien des capitaux moins crédible que dans d'autres pays participant au SME.

L'ÉLARGISSEMENT DE LA COMMUNAUTÉ ET L'INTÉGRATION DES MARCHÉS DES CAPITAUX

EFFETS POSITIFS DE LA MOBILITÉ INTERNATIONALE DES CAPITAUX

Il est maintenant largement admis parmi les économistes et les décideurs qu'un certain développement sur le plan financier est essentiel pour le développement économique et social. Toutefois, constater qu'un régime restrictif maintient le sous-développement dans le domaine financier et entrave le progrès économique n'implique pas que la libéralisation financière soit nécessairement la réponse la plus appropriée. Même le plus ardent partisan de la libéralisation financière s'est trouvé, selon ses propres mots, un peu « échaudé » après l'échec retentissant de diverses expériences de libéralisation financière tous azimut dans le cône sud de l'Amérique latine¹.

Il ressort en particulier de ces expériences, mais aussi des analyses sur l'ordre séquentiel de la libéralisation, que la libéralisation financière sans démantèlement préalable des barrières tarifaires ne pourrait être recommandée. Indépendamment de la perception intuitive (les prix relatifs doivent être transparents avant de se préoccuper de leur taux de change), la nécessité d'une priorité de la libéralisation réelle sur la libération financière a été établie analytiquement par différents types de modèles².

L'idée des premiers auteurs qui mettent l'accent sur le problème dit des transferts est que, de façon paradoxale, une entrée de capitaux peut être néfaste

1 — McKinnon (1986), qui fait le point sur son ouvrage important paru en 1973, dans lequel l'auteur préconisait avec plus d'enthousiasme la libéralisation financière. Voir également Macedo (1986).

2 — Voir Edwards et Wijnberger (1986), Rodrik (1984), Edwards (1984) et Macedo (1985). Calvo (1985) a examiné l'intérêt des expériences du cône sud pour l'Europe du Sud. Voir également Branson (1984) sur la Grèce et (1985) sur la Grèce et la Turquie et (1986) sur le Portugal.

ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

plutôt que bénéfique. Si les échanges sont faussés et les capitaux étrangers utilisés à l'achat à des fins d'investissement de biens à forte intensité de capital, l'effet de l'entrée de capitaux sera négatif sur le bien-être économique du consommateur et la distorsion sera amplifiée. Plus généralement, selon le principe théorique fondamental d'équivalence entre les biens et les facteurs dans les modèles d'équilibre général, l'hypothèse classique de mobilité des facteurs entre les régions et les secteurs dans chaque pays et de leur immobilité entre les pays peut paraître spécieuse. On a pourtant depuis longtemps reconnu que l'échange international de biens est un échange indirect de facteurs immobiles au plan international.

Ainsi, il n'y aurait incontestablement augmentation du bien-être dans de petites économies ouvertes que si toutes les taxes sont abaissées de façon uniforme, à la fois les tarifs douaniers sur les biens et les taxes sur les mouvements de capitaux. Étant donné que la mobilité internationale du capital accroît la réaction prix-production dans l'économie, en cas d'importation de biens à forte intensité capitaliste, cette réaction amplifiée devient perverse : elle augmente le coût de la protection tarifaire³.

La conclusion de cette sous-section est donc que le propre d'un régime transitoire vers un marché des capitaux européen intégré n'est pas seulement d'abaisser les taxes sur les mouvements de capitaux internationaux, mais aussi de réduire substantiellement les barrières dans les NPI et dans l'ensemble de la Communauté.

EFFETS MACRO-ÉCONOMIQUES DE LA MOBILITÉ DES CAPITAUX

Les remarques qui viennent d'être formulées sont importantes pour la micro-économie de la libéralisation financière. Mais la prudence que l'on constate actuellement semble plutôt due à une prise de conscience du fait que la libéralisation financière suppose la réalisation préalable de conditions macro-économiques, particulièrement après le krach boursier du 19 octobre 1987. On comprend aisément que, pendant la période de prospérité des années soixante, ou au moins pendant la première partie de cette décennie, on ait sous-estimé l'importance d'un environnement macro-économique stable. Depuis les turbulences des années soixante-dix et quatre-vingt, une certaine stabilisation macro-économique semble nécessaire si l'on veut que le développement financier se fasse sans remous ni accidents. Juste après un krach boursier, une telle leçon peut être rappelée avec d'autant plus d'insistance qu'elle est quelque peu oubliée avant une crise bancaire — ce que l'on peut appeler la « myopie vis-à-vis de la catastrophe » des marchés financiers⁴.

À son tour, la stabilisation macro-économique exige une certaine forme de maîtrise du déficit budgétaire, un problème lancinant dans certains pays, non seulement dans les trois NPI, mais aussi en Italie. En l'absence d'une maîtrise des facteurs à l'origine du déficit budgétaire, même les gains tirés de l'inflation seront éphémères et la crédibilité de la stabilisation macro-économique se trouve affaiblie.

Le même raisonnement peut être tenu en ce qui concerne l'absence de solutions apportées au chômage persistant qui affecte la Communauté des Neuf,

3 — Ces résultats récents sont dus à Neary (1987 a et b), qui a comparé plusieurs formes de restrictions commerciales avec et sans mobilité des capitaux. Les effets de bien-être de la protection tarifaire sont à l'opposé de ceux des quotas lorsqu'on tient compte de la mobilité des capitaux. Le coût de bien-être d'un quota est réduit plutôt qu'augmenté du fait de l'absence de l'effet prix. De même, le coût d'une restriction volontaire des exportations est moindre lorsqu'il y a mobilité des capitaux, parce que la hausse des prix moins importante diminue la rente revenant aux étrangers.

4 — Voir Diaz (1986) pour une analyse classique de la crise bancaire au Chili et Macedo (1987) pour une application au Portugal.

GRÈCE, ESPAGNE ET PORTUGAL

l'Espagne et, dans une moindre mesure, la Grèce et le Portugal. Sans réformes macro-économiques, l'espoir d'une amélioration prolongée de l'emploi est faible. Ainsi, la réussite macro-économique se trouve liée à la capacité de maîtriser les facteurs à l'origine du déficit budgétaire et à favoriser l'efficacité économique au niveau de l'entreprise, tout en abaissant les taxes pesant sur les échanges internationaux ou, pour le moins, sur les échanges intracommunautaires comme examiné au point précédent.

La position classique en ce qui concerne les effets macro-économiques d'une plus grande mobilité des capitaux montre que l'indépendance monétaire exige des taux de change flexibles. Si l'on compare un marché national des capitaux à un marché pleinement intégré, on constate que, dans le second cas, l'expansion monétaire n'est pas en mesure de faire baisser les taux d'intérêt et qu'elle ne peut faire augmenter la production que si la monnaie se déprécie. Si le taux de change est fixe, au contraire, une expansion du crédit intérieur entraîne des sorties de capitaux qui neutralisent la politique monétaire.

Cela suppose que capitaux nationaux et étrangers sont parfaitement substituables de sorte qu'une substituabilité imparfaite ou une mobilité imparfaite permettront peut-être à la Banque centrale nationale d'exercer un certain contrôle sur sa base monétaire au moins à court terme. Plusieurs études estiment sous une forme réduite ou sous une forme structurelle ces coefficients de neutralisation. Les premiers coefficients calculés pour l'Allemagne, qui portent sur les années soixante, étaient proches de 1, ce qui signifie que la Bundesbank n'était guère en mesure de mener une politique monétaire indépendante. La correction du biais de simultanéité a permis de réduire considérablement ces coefficients. Néanmoins, comme on a pu le mesurer, la sensibilité des mouvements de capitaux au taux d'intérêt s'est avérée très forte en Allemagne, ce qui signifie que les coefficients de neutralisation auraient bien été proches de 1 si la Bundesbank n'avait pas pratiqué une stérilisation systématique des variations de réserves comme noté dans les premières applications empiriques du modèle Mundell-Fleming⁵.

115

Malgré l'attrait que présente ce résultat du modèle Mundell-Fleming, les orientations récentes dans le domaine de la macro-économie en économie ouverte amènent à nuancer l'implication très forte de perte de l'indépendance monétaire. Des exemples simples ont été fournis de la manière dont la fixation des prix par les entreprises, l'irréversibilité des investissements et les anticipations modifient l'analyse. Ainsi, des considérations d'organisation industrielle et de structure du marché, en particulier des coûts d'entrée élevés et des marchés nationaux de faibles dimensions, sont susceptibles d'affaiblir la discipline des prix résultant de l'ouverture de l'économie.

De même, le fait de considérer la main-d'œuvre comme un investissement irréversible peut inciter à ne pas réagir face aux faibles améliorations des conditions de l'activité économique qu'apporte, par exemple, une évolution favorable des taux de change réels. Si l'on applique ce raisonnement au reflux des capitaux expatriés, l'avantage immédiat doit être suffisant pour compenser la perspective d'une détérioration ultérieure. Cela implique d'amplifier la portée des mesures initiales, ces

5— L'efficacité à long terme de cette politique de stérilisation est hautement discutable, selon l'appréciation portée par Obstfeld (1982) sur les vérifications empiriques. Les travaux les plus pertinents à cet égard pourraient bien être les évaluations des coefficients de neutralisation (offset coefficient) faites par Cumby et Obstfeld (1983) concernant la Banque du Mexique et Claassen et Wyplosz (1982) pour la Banque de France, qui, toutes deux, semblent indiquer un degré d'autonomie plus élevé, dû à une substituabilité comme à une mobilité imparfaites résultant, dans le second cas, d'un contrôle des capitaux. Des résultats se trouvent dans Herring et Marston (1977).

ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

plus fortes incitations budgétaires risquant de compromettre la poursuite du programme de stabilisation budgétaire. Enfin, les anticipations peuvent avoir pour rôle d'extrapoler les changements de politique monétaire d'une manière telle que l'impact sur le prix des actifs est très marqué. L'anticipation d'augmentations cumulatives à partir d'une légère augmentation de la masse monétaire entraînerait une forte dépréciation immédiate qui serait ensuite contrebalancée par une appréciation progressive. Même sans tenir compte de ces nouvelles conceptions dont l'intérêt, en ce qui concerne la politique économique, est tout à fait évident, le résultat conventionnel doit en tout état de cause être nuancé lorsque la mobilité des capitaux n'est pas parfaite, lorsque les taux de change ne sont pas entièrement flexibles et lorsqu'il existe une certaine forme de coopération monétaire. Telle peut très bien avoir été la situation dans la Communauté depuis la mise en place du Système monétaire européen, même si la tendance à la suppression des contrôles sur les mouvements de capitaux s'est accélérée en 1986⁶.

La mobilité des capitaux est désormais plus grande parmi les grands pays de la Communauté, notamment en ce qui concerne l'Italie et la France, ce qui a des conséquences immédiates pour les NPI. Ceux-ci devraient-ils également abaisser leurs barrières, adhérer au mécanisme de change du SME, coopérer d'une manière plus effective ou combiner ces stratégies ? Comme on l'a mentionné, les implications de politique économique indiquées ci-après vont dans le sens de solutions minilatérales entre les NPI et certains autres États membres. En particulier, la décision éventuelle d'adhérer au SME devrait tenir compte du fait que le Royaume-Uni ne fait pas partie du système et de la durée probable de la suprématie de la Bundesbank parmi les pays participant au mécanisme de change.

TRANSFERT DE RESSOURCES À LONG TERME CONTRE EFFICACITÉ DU MARCHÉ DES CAPITAUX

La différence entre les aspects micro-économiques et macro-économiques de la libéralisation financière est également illustrée par la distinction entre mouvements de capitaux basés sur des différences au niveau des dotations qui conduisent à des transferts de ressources à long terme et mouvement de capitaux basés sur des possibilités d'arbitrage qui renforcent l'efficacité du marché des capitaux.

Comme l'a souligné Krugman (1987), cette distinction reflète celle qui existe entre échanges *inter* et *intra*-industries. Elle est importante parce que la source des gains de l'échange est différente et que les conséquences sur la répartition le sont également. Les mouvements de capitaux de type *inter* ont tendance à abaisser le taux de rendement du capital dans les pays où l'intensité capitalistique est moindre, comme les NPI, tandis que les mouvements de capitaux de type *intra* conduiraient à l'égalité des rendements sur des actifs financiers comparables.

Si les NPI sont candidats aux entrées de capitaux du type *inter*, leur situation en ce qui concerne les mouvements du type *intra* est moins claire. En effet, l'Espagne est peut-être moins soumise à des contrôles financiers que la France ou l'Italie. Cette hypothèse est confirmée par les tests sur la parité des taux d'intérêt, qui ne jouent pas pour le franc français ou la lire italienne, mais qui jouent pour la peseta espagnole. L'importance des transferts d'émigrants, sensibles au taux d'intérêt en Grèce et au Portugal, peut également affaiblir la capacité de ces deux gouvernements à s'écarter de la parité des taux d'intérêt. Il importe donc de montrer, pour chacun de ces trois pays, de quelle manière les restrictions de change ont été contraignantes.

⁶ — Voir Dornbusch (1987) pour une description des trois exemples examinés ci-dessus.

GRÈCE, ESPAGNE ET PORTUGAL

Indépendamment de ces tests, il est bien connu que la politique monétaire dans les trois nouveaux États membres de la CEE est beaucoup plus passive que dans ceux qui font partie du SME. Il faudrait donc, lorsqu'on évaluera les coûts et les avantages d'une coordination dans le cadre du SME, tenir compte des modifications institutionnelles nécessaires. Plus simplement, pour les Banques centrales de la Grèce, du Portugal ou de l'Espagne, suivre la Bundesbank plutôt que le Trésor grec, portugais ou espagnol, sans parler des syndicats, peut représenter en effet un changement important.

Pour en venir aux flux de ressources à long terme, les conséquences de l'élargissement pour l'unification des marchés des capitaux des États membres peuvent également être considérées comme relevant du problème plus vaste des flux de capitaux internationaux vers la Communauté, que l'on désigne parfois sous le nom de « nouvelle stratégie des entreprises ». C'est ainsi, par exemple, qu'une entreprise japonaise qui souhaite fabriquer des véhicules automobiles pour le marché communautaire devra s'implanter dans la Communauté pour éviter le tarif extérieur. Une Communauté élargie lui offre un plus grand choix et le pays où la main-d'œuvre est bon marché peut être le plus intéressant⁷.

MOBILITÉ DES CAPITAUX ET DIFFÉRENTIELS DES TAUX D'INTÉRÊTS RÉELS EN GRÈCE, EN ESPAGNE ET AU PORTUGAL

MESURE DE LA MOBILITÉ DES CAPITAUX

La question de la mesure de la mobilité des capitaux se pose parce que le degré de mobilité a des implications importantes pour la politique économique. Comme nous l'avons dit, dans une situation de taux de change fixes, si les capitaux ne sont pas mobiles, la politique monétaire est efficace. Tandis que si les capitaux sont parfaitement mobiles, elle ne l'est plus. Nous avons déjà mentionné plusieurs tentatives de mesure de la mobilité des capitaux en régime de changes fixes, axées sur l'utilisation de coefficients de neutralisation de l'expansion du crédit interne par des sorties de capitaux.

Cependant, indépendamment du régime de change, la mobilité parfaite des capitaux égalise les taux de rendement réels d'actifs identiques libellés en monnaies différentes, ce que devrait confirmer directement l'examen des écarts entre les taux d'intérêt réels des différents pays. Étant donné le taux d'intérêt mondial, il ne devrait donc y avoir aucune corrélation entre épargne et investissement au niveau national.

Ceci est l'implication macro-économique de la mobilité parfaite des capitaux, comme l'ont montré Feldstein et Horioka (1980) et Feldstein (1983). Si l'épargne privée diminue, il ne devrait pas y avoir éviction de l'investissement privé parce que le pays peut emprunter à l'étranger au taux d'intérêt en cours. Il en va de même de l'épargne des administrations publiques dégagée par un excédent budgétaire. Puisque les données semblent montrer qu'il existe une corrélation élevée entre taux d'épargne et taux d'investissement, ces auteurs arrivent à la conclusion paradoxale que, en fait, la mobilité des capitaux n'est pas aussi grande que cela entre pays industrialisés.

⁷— Cet effet prend pour donné le tarif extérieur. Voir Bliss (1988) pour un assouplissement de cette hypothèse dans un contexte d'élargissement.

ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

Les premiers résultats posent également des problèmes d'ordre économétrique, mais, même lorsqu'on corrige l'endogénéité de l'épargne nationale, la corrélation subsiste et, d'après Obstfeld (1987), progresse même dans les années soixante-dix. Ce qui semble indiquer que la mobilité des capitaux a diminué. Obstfeld effectue d'autres mesures de la mobilité des capitaux, mais les résultats sont aussi mauvais.

Dans le même ordre d'idées, plusieurs études montrent des corrélations plus élevées dans la zone de l'OCDE que dans les pays en développement, contrairement à l'hypothèse communément admise, même si, selon Harberger (1983), la mobilité du capital, qu'elle soit légale ou non (évasion des capitaux), peut en fait être plus élevée entre des pays dont le niveau de développement financier est différent.

Dooley, Frankel et Mathieson (1986) vérifient, eux, la proposition de Feldstein-Horioka en utilisant des données pour quarante-neuf pays de 1960 à 1984 et en les corrigeant pour tenir compte de l'endogénéité de l'épargne nationale. Ils utilisent à cet effet des variables instrumentales pour les taux de l'épargne privée et de l'épargne publique afin de tenir compte d'une réaction des gouvernements visant à réduire les déséquilibres naissants de la balance des paiements courants. Malgré tous ces raffinements, ils obtiennent des résultats qui contredisent l'hypothèse d'une mobilité élevée des capitaux. En effet, comme l'indiquent Frankel et MacArthur (1987), les résultats contredisent également les hypothèses connexes, selon lesquelles la mobilité des capitaux est plus élevée dans les pays industrialisés et progresse depuis les années cinquante et surtout depuis 1973.

Dooley et Isard (1986), désireux de rationaliser ces résultats, sont partis de l'idée que les gouvernements sont d'autant plus tentés de dénoncer leur dette envers l'étranger que cette dette est élevée, si bien que, dans un monde de nations souveraines, le degré de mobilité des capitaux ne peut pas être très élevé. L'importance que l'on attache communément aux facteurs « pays » ou aux facteurs « politiques », lorsqu'il s'agit de pays en développement débiteurs, n'est généralement pas invoquée lorsqu'il s'agit de pays industrialisés. Elle se justifiait certainement il y a quelques années pour les trois NPI considérés, et même maintenant, on ne peut pas tout à fait l'écarter.

Les tests relatifs à la parité des taux d'intérêt réels contredisent également l'hypothèse habituelle parce qu'ils indiquent que ces derniers sont loin d'être parfaitement corrélés entre les pays. Cette conclusion tient à l'existence d'un biais dans le taux à terme comme variable permettant de prévoir le futur taux au comptant. De l'absence de parité des taux d'intérêt non couverts à terme découlent des différences dans les taux de rendement escomptés. Le résultat est donc contraire à l'hypothèse de base. De fait, des études récentes montrent que les grands pays industrialisés, dans les années quatre-vingt, se sont écartés de la parité des taux d'intérêt réels par rapport à l'expérience des années soixante-dix. Ces résultats sont également repris par Frankel et MacArthur (1987). Tenant compte des difficultés que soulèvent tous ces tests, ils ont essayé de décomposer le différentiel d'intérêts réels en deux éléments, l'un « politique », l'autre « monétaire », de façon à voir d'où provient l'absence de parité des taux d'intérêt réels. Si elle est due à des facteurs politiques, l'idée qu'il existe des obstacles à la libre circulation des capitaux entre les nations se trouve confirmée. Tandis que, si elle est due à des facteurs « monétaires », il faut trouver d'autres explications au fait que la diminution de l'épargne nationale a un effet d'éviction sur l'investissement national par le biais d'une hausse du taux d'intérêt réel. Ces auteurs soulignent en particulier l'intégration imparfaite des marchés des biens.

Les écarts entre rendements réels peuvent donc être attribués à des facteurs politiques ou « nationaux », qui conduisent à s'écarter de la parité des taux d'intérêt

GRÈCE, ESPAGNE ET PORTUGAL

couverts, ainsi qu'à des facteurs monétaires, qui conduisent à un report ou à un déport supérieur au différentiel d'inflation. Le différentiel d'intérêt réel est donc égal à la somme du différentiel des taux d'intérêt nominaux et du déport réel⁸ :

$$r - r^* = (i - i^* - fd) + (fd - p - p^*)$$

où r (r^*) est le taux d'intérêt réel national (étranger)
 i (i^*) est le taux d'intérêt nominal national (étranger)
 p (p^*) est l'inflation nationale (étrangère)
 fd est le déport.

Le déport réel peut à son tour être exprimé comme la somme de la prime de risque de change et de la dépréciation réelle escomptée :

$$fd - p - p^* = (fd - e) + (e + p^* - p)$$

où e est la variation escomptée du taux de change nominal.

En substituant cette expression dans la définition ci-dessus, on voit que la différence entre le différentiel des taux d'intérêt réels et la dépréciation du taux de change réel couvre à la fois la prime de risque politique et la prime de risque de change. En l'absence de données sur le taux de change à terme pour le Portugal, il n'a pas été possible de distinguer les deux types de risques. Néanmoins, on peut supposer que l'effet des restrictions aux échanges se reflète dans le taux de change réel, si bien que certaines des considérations micro-économique mentionnées dans la première section peuvent être examinées.

Étant donné l'importance des fluctuations des taux de change réels, qui caractérisent actuellement le système monétaire international, il n'y a pas lieu d'escompter une parité des pouvoirs d'achat, même sur plusieurs années. Une des principales raisons de l'absence de parité des taux d'intérêt réels peut donc être le défaut d'intégration des marchés des biens, comme le montrent les mouvements escomptés des taux de change réels, plutôt que la prime politique.

C'est effectivement l'une des conclusions auxquelles sont arrivés Frankel et MacArthur (1987) en étudiant les différentiels de taux d'intérêt réels à trois mois dans vingt-quatre pays, de septembre 1982 à octobre 1986. Le taux interbancaire national est rapporté aux taux d'intérêt sur l'eurodollar et ces taux sont déflatés par l'indice des prix à la consommation constaté ex post pendant les trois derniers mois.

L'échantillon est divisé en cinq catégories par degré décroissant d'ouverture financière. Les pays membres de la Communauté entrent, selon les cas, dans la catégorie des pays les plus ouverts, dans celle des pays les moins ouverts et dans la catégorie intermédiaire, qualifiée ci-après de semi-ouverte. Pour notre propos, cette classification confirme la différence importante entre les deux NPI repris dans l'échantillon, le seul État membre de la Communauté considéré comme « fermé » étant la Grèce.

Ainsi, dans la Communauté, l'Allemagne, les Pays-Bas et le Royaume-Uni sont ouverts ; la Belgique, le Danemark, la France, l'Irlande, l'Italie et l'Espagne sont semi-ouverts. Des pays membres de la Communauté, seul manque le Portugal ; on peut

⁸ — Cela est lié à la prime sur le report réelle décrite dans Kouri et Macedo (1978), en particulier si les déflateurs sont des indices de pouvoir d'achat des deux monnaies.

ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

présumer qu'il s'agit également d'un pays fermé. D'une certaine manière, les classifications de Frankel et MacArthur (1987) correspondent au développement financier, la situation de Londres en tant que centre financier mondial se reflétant dans le différentiel de taux d'intérêt réels du Royaume-Uni et, d'autre part, aux deux grandes monnaies fortes du SME.

Si l'on utilise la même méthode pour le Portugal, le tableau ci-après montre la moyenne et le coefficient de variation du différentiel d'intérêts réels à trois mois entre le taux de l'eurodollar et un taux de référence dans chacun des pays membres de la Communauté, ainsi que les moyennes des trois groupes de l'échantillon comprenant les pays membres de la Communauté. Dans les pays ouverts, le différentiel des taux d'intérêt nominaux couverts et la prime de risque de change ont tendance à être faibles et stables, ce qui n'est pas nécessairement le cas du différentiel de taux d'intérêt réels et du taux de change réel contre dollar.

Les pays du SME montrent des taux d'intérêt réels inférieurs de 2 % environ à ceux des États-Unis et une dépréciation réelle contre dollar d'environ 5 %, compensée par une prime de risque politique et de taux de change de 3 %.

Parmi les trois NPI, l'Espagne montre des valeurs négatives inférieures et une différence positive plus petite, tandis que la Grèce a un différentiel négatif élevé sans appréciation réelle et qu'au Portugal on observe un différentiel négatif de 4 % et une appréciation réelle de 3 %, avec une différence de 1 %.

Cela semble confirmer que, des trois NPI, l'Espagne est le plus intégré, la Grèce et le Portugal se trouvant dans des situations différentes. La Grèce présente un important différentiel, mais un coefficient de variation plus faible, tandis que le Portugal a une moyenne plus faible en valeur absolue, mais une variance beaucoup plus importante.

La comparaison du différentiel de taux d'intérêt réel avec les moyennes des divers groupes montre que c'est la moyenne espagnole qui, avec - 1,1 %, est la plus proche de celle des économies industrialisées (- 1,5 % par an pour le groupe atlantique et - 1,8 % pour l'ensemble des pays). Nous constatons que c'est entre les deux pays ibériques que la dépréciation réelle est la plus proche, soit environ - 3 % par an, tandis qu'en Grèce elle est de 0,6 % (par rapport à une moyenne de 3 % pour le groupe). La moyenne pour l'ensemble des pays de l'échantillon (à l'exclusion du Portugal) est de - 2 %, tandis que, pour les groupes des pays ouverts, elle atteint - 3 %. Cependant, la Grèce montre une instabilité nettement plus grande, avec un coefficient de variation de 46 par rapport à 7 (en valeur absolue) pour le Portugal, l'Espagne et le groupe des pays semi-ouverts et par rapport à 9 (en valeur absolue) pour le groupe des pays ouverts.

DÉPORTS RÉELS EN GRÈCE ET EN ESPAGNE

Même si le fait de ne pas disposer d'un taux de change à terme pour la monnaie portugaise empêche les comparaisons avec le Portugal, nous pouvons comparer les facteurs politiques et monétaires en expliquant les différentiels réels par rapport au dollar en Grèce et en Espagne. Les résultats correspondants pour les moyennes des deux NPI, et celles des divers groupes, sont tirés de l'étude de Frankel et MacArthur (1987).

Le différentiel d'intérêts couverts à terme est de - 3,1 % par an pour l'Espagne (l'écart type est de 3,6) et de - 9,7 % par an pour la Grèce (l'écart type est de 6,3), tandis que la moyenne du groupe atlantique est de 0,2 % (l'écart type est de 0,2) et celle du groupe des autres pays européens de - 1,3 % (l'écart type est de 2,8). La prime politique est beaucoup plus importante en Grèce qu'en Espagne, mais pour les deux NPI, la différence est importante par rapport aux moyennes des deux groupes

GRÈCE, ESPAGNE ET PORTUGAL

de pays développés. En particulier, la valeur est de $-2,1\%$ pour la France (l'écart type est de 2,9) et de $2,1\%$ pour l'Italie (l'écart type est de 3,6).

Le report réel est de $1,7\%$ (l'écart type est de 3) dans le groupe atlantique et de 0 (l'écart type est de 4) dans le groupe des autres pays européens, mais négatif et plus variable dans les deux NPI. Pour la Grèce, nous avons $-0,3$ et un écart type de 9,6 et, pour l'Espagne, $-2,1$ et un écart type de 5,5. Là encore, la valeur pour la France est de $0,9\%$ (l'écart type est de 2,6) et, pour l'Italie, elle est de $-1,3\%$ (l'écart type est de 3,6).

La prime de risque de change est très similaire en Espagne et dans le groupe des autres pays européens, à savoir une moyenne de 6% et un écart type de 23. En Grèce, la moyenne est de 1% et l'écart type de 27, tandis que, dans le groupe atlantique ouvert, elle est de 2% avec un écart type de 25. Là encore, la valeur pour la France est de 7% (l'écart type est de 25) et, pour l'Italie, elle est de 6% (l'écart type est de 22). Ces résultats confirment que les facteurs monétaires sont plus importants en Espagne qu'en Grèce, tandis que les facteurs politiques constituent des obstacles plus grands à la mobilité des capitaux en Grèce qu'en Espagne. Même si une analyse plus poussée est certainement nécessaire, ces chiffres n'en corroborent pas moins notre remarque préalable, à savoir que l'Espagne est en train de s'intégrer au marché européen et au marché international des capitaux d'une manière qui, jusqu'à présent, n'a pas été observée en Grèce. Ce phénomène peut s'expliquer entre autres par le degré d'industrialisation différent ainsi que par la nature de la réglementation bancaire dans les deux pays⁹.

Conclusion

Nous avons tenté de démontrer ici que des arrangements particuliers dans le domaine financier et dans le domaine des taux de change entre les trois NPI peuvent être souhaitables, pour autant qu'ils soient ouverts aux autres États membres dans le cadre de négociations dites « minilatérales ».

121

Eu égard au lien qui existe entre mobilité des capitaux et libéralisation des services financiers, lien qui caractérise les nouvelles orientations de la macro-économie dans les économies ouvertes, la nécessité d'innovations considérables dans les pratiques communautaires en matière d'harmonisation de reconnaissance mutuelle et de surveillance coordonnée devient évidente.

Dans le cas contraire, le calendrier prévu pour chaque pays en ce qui concerne l'intégration complète à la Communauté des Neuf, qui va de 1991 pour la Grèce à 1996 pour le Portugal, risque de retarder la réalisation du marché unifié au-delà de 1992, au moins pour les NPI.

En ce qui concerne plus particulièrement les arrangements en matière de taux de change, le fait que le Royaume-Uni ne participe pas au mécanisme de change du SME semble montrer l'avantage qu'auraient les NPI à envisager des formes d'association renforçant la crédibilité d'une gestion macro-économique nationale qui ne soit pas trop tributaire de la politique de la Bundesbank.

On pourrait peut-être expérimenter aussi une forme de marge élargie pour faciliter l'adhésion rapide au système tout en empêchant une ouverture financière plus

⁹ — Il convient de noter la conséquence néfaste d'une libéralisation financière qui conduit à une hausse des taux d'intérêt. Les entreprises du secteur privilégié se trouvent en difficulté parce qu'elles sont en concurrence avec des entreprises du marché encadré aux taux plus élevés. Elles risquent de tomber en faillite et chercheront certainement à licencier des travailleurs. Les entreprises du marché encadré se trouvent alors en présence de taux moins élevés et empruntent davantage pour investir, ce qui leur permet également de licencier du personnel. Ce phénomène a également été observé en Corée. Branson (1985) examine l'importance du marché des prêts encadrés en Grèce.

E S P A C E M O N É T A I R E E U R O P É E N

importante qu'il ne serait souhaitable, étant donné le degré réel de libéralisation et de développement financier de ces trois NPI.

Pour terminer, il convient de souligner que les effets de la libéralisation financière dans les NPI sur la coordination de la politique de la Communauté élargie constituent un aspect essentiel du projet de recherche décrit dans Bliss et Macedo (1986). Bien que présentant un intérêt majeur du point de vue de la politique économique, cet aspect sort du cadre de la présente étude. □

TABLEAU

MESURE DE LA MOBILITÉ DES CAPITAUX DANS LA COMMUNAUTÉ

	Différentiel d'intérêt réel		Taux de change réel	
	moyenne	coefficient de variation	moyenne	coefficient de variation
<i>CE 12</i>				
Belgique	- 0,2	17,3	- 6,9	3,4
Danemark	- 4,1	1,0	- 6,6	3,6
Allemagne (*)	- 1,8	1,6	- 5,2	4,9
Grèce (+)	- 9,5	0,9	0,6	46,0
Espagne	- 1,1	4,8	- 3,4	6,8
France	- 1,3	2,1	- 5,7	4,4
Irlande	0,3	10,7	- 3,3	7,5
Italie	0,5	7,5	- 6,3	3,7
Pays-Bas (*)	- 1,8	1,8	- 3,9	6,5
Portugal	- 3,6	3,2	- 2,7	9,0
Royaume-Uni	- 0,3	12,9	1,2	23,3
<i>Moyenne des groupes</i>				
Ouvert (*)	- 1,5	2,0	- 2,6	9,2
Fermé (+)	- 5,8	1,6	3,1	12,3
Semi	- 1,1	3,3	- 5,1	4,5
Ensemble	- 1,8	3,0	- 1,9	14,3

NB : Le coefficient de variation est l'écart type divisé par la moyenne en valeur absolue.

Source : Adapté de Frankel et MacArthur (1987), sauf pour le Portugal (exclu des moyennes).

Données sur le Portugal : Banque du Portugal.

Ouvert : (*) ainsi que Canada, Suisse.

Fermé : (+) ainsi que Bahrein, Mexique et Afrique du Sud.

Semi : autres pays CE 12 ainsi qu'Autriche, Norvège, Suède.

Ensemble : ci-dessus ainsi que Hong-Kong, Malaisie, Singapour, Australie, Japon et Nouvelle-Zélande.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- BLISS C., et MACEDO J. — **Économic Interdependence and Policy Coordination in the Enlarged European Community : a North-South Perspective, Research Proposal**, Centre for Economic Policy Research, Londres, 1986.
- BLISS L. — **Optimal External Tariff in a Enlarging Customs Union projet**, Oxford, 1988.
- BRANSON W. — **Financial Reform in Greece**, essai, *École des hautes études économiques d'Athènes*, 1984.
- BRANSON W. — **Liberalização Financeira e Estabilização Economica : o caso da Grecia e da Turquia**, IPDS, *A Reforma do mercado de capitais*, Lisbonne, 1985.

GRÈCE, ESPAGNE ET PORTUGAL

- BRANSON W. — **Portugal's Entry into the European Communities : Challenges and Opportunities**, projet de rapport de la Banque mondiale, 1986.
- CALVO G. — **Lecciones del Monetarismo : El Cono Sud**, essai, CEMA, Buenos Aires, 1983.
- CLAASEN E.-M., et WYPLOSZ C. **Capital Controls : Some Principles and the French Experience**, dans MELITZ J. et WYPLOSZ C. (éditeurs) : **The French Economy : Theory and Policy**, Westview Special Studies, Boulder, Co, 1982.
- CUMBY R. et OBSTFELD M. — **Capital Mobility and the Scope for Stabilization : Mexico in the 1970s**, chap. 11, dans Aspe, P. DORNBUSCH R., et OBSTFELD M. : **Financial Policies and the World Capital Market : The Problem of Latin American Countries**, 1983.
- DIAZ C. — **Goodbye Financial Repression, Hello Financial Crash**, *Journal of Development Economics*, 1986.
- DOOLEY M. et ISARD p. — **Country preferences and exchange rate determination**, projet, FMI, 1986.
- DOLLEY M., FRANKEL J. et MATHIESON D. — **International capital mobility among industrialized countries vs. LDCs : What do savings-investment correlations tell us ?**, NBER Working Paper n° 22043, Staff Papers du FMI (à paraître), 1986.
- DORNBUSCH R. — **Open Economy Macro-economics : Nex Directions**, NBER Working Paper n° 2372, 1987.
- EDWARDS S. — **The order of liberalization of the external sector in developing countries**, International Finance Section, Princeton University, essai n° 156, 1984.
- EDWARDS S. et WIJNBERGEN S. V. — **The welfare effects of trade and capital market liberalization**, *International Economic Review*, 1986.
- FELDSTEIN M. — **Domestic saving and international capital movements in the long run and in the short run**, *European Economic Review*, vol. 21, 1983.
- FELDSTEIN M. et HORIOKA C. — **Domestic saving and international capital flows**, *Economic Journal*, vol. 90, 1980.
- FRANKEL J. et MacARTHUR A. — **Political vs. Currency Premia in International Real Interest Differentials : a study of forward rates for 24 countries**, Working Paper n° 2309 du NBER, 1987.
- HARBERGER A. — **Vignettes on the world capital market**, *American Economic Review*, vol. 70, 1983.
- HERRING R. et MARSTON R. — **National Monetary Policies and International Financial Markets**, North Holland, 1977.
- KOURI P. et MACEDO J. — **Exchange Rates and the International Adjustment**, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1978.
- KRUGMAN P. — **European economic integration : some conceptual issues**, in Padoa-Schioppa (1987), 1987.
- MACEDO J. Braga — **A portfolio model of an inconvertible currency : the recent experience of Portugal**, M. de Cecco (éditeur), *International Economic Adjustment : Small Countries and the European Monetary System*, Oxford, Basil Blackwell, 1985.
- MACEDO J. Braga — **Experiencias de Liberalização do Mercado de Capitais : relevancia para o caso português**, IPSD, *A reforma do mercado de capitais*, Lisbonne, 1985.
- MACEDO J. Braga — **Comment on McKinnon**, 1986.
- MACEDO J. Braga — **Banks and Financial Development in Portugal**, projet, UNL. Une version en portugais est parue dans *Revista da Banca*, 1987.
- McKINNON R. — **Money and Capital in Economic Development**, Washington, *Brookings Institution*, 1973.
- McKINNON R. — **Financial Liberalization in Retrospect : Interest Rate Policies in LDCs**, document présenté à l'occasion du 25^e anniversaire de l'*Economic Growth Center*, université de Yale, 1986.
- NEARY P. — **Tariffs, Quotas and Voluntary Export restraints with and without internationally mobile capital**, essai, *Queen's University*, 1987.
- NEARY P. — **Welfare Effects of Tariffs and Investment Taxes**, document présenté lors de la réunion de l'EEA à Copenhague, 1987.
- OBSTFELD M. — **Can we sterilize ? Theory and Evidence**, *American Economic Review*, 1982.
- OBSTFELD M. — **How Integrated are world capital markets ? Some new tests**, NBER Working Paper n° 2075, 1987.
- PADOA-SCHIOPPA T. — Éditeur : **Efficiency, Stability and Equity**, Oxford University Press, 1987.
- RODRIG D. — **Why the simultaneous liberalization of the current and capital account might be recessionary**, essai, Princeton University, 1984.
- VINALS J. — **Spain and the European Monetary System**, essai, Banque d'Espagne, 1986.