

FORMATION DES TAUX D'INTERET

Dr. YAGOUBI Mohammed

Faculté des Sciences Economiques et de Gestion
Université de M'sila

<p>Résumé :</p> <p>Le présent article essaie de relater les débats sur le rôle et la formation des taux d'intérêt qui sont depuis longtemps au cœur de la réflexion économique. Ils ont bien sûr changé de contenu avec les mutations des structures financières et les politiques monétaires .</p> <p>les taux d'intérêt sont-ils déterminés par des forces réelles, ou par des facteurs monétaires?</p> <p>Malgré les progrès indiscutables de l'analyse des taux d'intérêt , les défis lancés à ceux dont le métier impose de comprendre et d'interpréter, voir de prévoir l'évolution des taux restent multiples.</p>	<p>ملخص:</p> <p>يهدف هذا المقال بالتعرض إلى الحوارات التي تدور حول تكوين أسعار الفائدة منذ أمد بعيد، والتي تتمحور أساسا حول التفكير الاقتصادي. إن هذه الحوارات تغيرت من حيث المحتوى بفضل التحولات التي مسّت الهياكل المالية والسياسات النقدية.</p> <p>هل أن أسعار الفائدة محددة بقوة حقيقية أو بعوامل نقدية ؟</p> <p>رغم التطورات المسلم بها التي عرفها تحليل أسعار الفائدة، فإن التحديات التي تظل متعددة والمطروحة للمختصين في هذا الميدان تفرض عليهم فهم تفسير وتقدير تطور معدلات الفائدة.</p>
--	---

INTRODUCTION

Les débats sur le rôle et la formation des taux d'intérêt sont depuis longtemps au cœur de la réflexion économique. Ils ont bien sûr changé de contenu avec les mutations des structures financières et des politiques monétaires.

Les taux d'intérêt sont-ils déterminés, comme le supposaient les classiques, par des forces réelles, en particulier, l'épargne et la productivité ou par des facteurs monétaires ? Faut-il, pour en rendre compte, adopter une approche en termes de flux (exemple de l'ajustement entre les plans d'épargne et d'investissement), ou bien en termes de stocks (cas de la théorie keynésienne de la préférence pour la liquidité, qui privilégie l'ajustement entre l'offre et la demande de monnaie)?. Certaines des controverses traditionnelles paraissent quelque peu dépassées, et pourtant elles permettent souvent de mieux comprendre le monde actuel. Par exemple, il est aujourd'hui comme hier, important de connaître les relations entre d'une part les taux d'intérêt (en particulier, les taux réels), d'autre part les diverses mesures de la productivité du capital.

Malgré les progrès indiscutables de l'analyse des taux d'intérêt, les défis lancés à ceux dont le métier impose de comprendre et d'interpréter, voire de prévoir l'évolution des taux, restent multiples. Par exemple, il existe aujourd'hui des explications partielles du phénomène majeur constitué par la hausse, puis maintenant les rigidités à la baisse des taux d'intérêt réels, mais nous ne disposons pas de modèles d'ensemble suffisamment convaincants.

Le passage, dans la plupart des pays de l'OCDE, des méthodes directes (exemple de l'encadrement du crédit) aux méthodes indirectes de contrôle de la masse monétaire donne au taux d'intérêt un rôle accru dans les ajustements macro-économiques.

Dans la mesure où les agrégats monétaires sont régulés non plus par des plafonds de crédit ou des réserves obligatoires progressives sur les crédits, mais par les mouvements à la baisse ou à la hausse des taux

(régulation par les taux d'intérêt), la volatilité empirique des taux s'accroît.

Ceci est renforcé par la libéralisation financière, en particulier la suppression du contrôle des changes, qui expose encore plus les taux d'intérêt domestiques aux chocs externes (variations des taux d'intérêt étrangers, des taux de change, etc...).

Pourtant, les taux d'intérêt vont se trouver de façon croissante au centre de conflits entre objectifs internes et contraintes externes de la politique économique: par exemple, une hausse des taux domestiques afin de ralentir les progressions de la masse monétaire, risque d'avoir des effets pervers, en engendrant des entrées nettes de capitaux dont il sera difficile d'estomper les effets, vu la substituabilité grandissante entre les actifs financiers en monnaie nationale et ceux libellés en devises étrangères.

LES VARIABLES EXPLICATIVES DU TAUX D'INTERET:

Les principaux facteurs explicatifs du taux d'intérêt s'articulent autour d'une grande controverse: le taux d'intérêt est-il une grandeur déterminée par des facteurs réels ou par des facteurs monétaires ?

Les auteurs dits classiques ou néoclassiques privilégient les facteurs réels, tels que l'investissement et l'épargne. E. Von Bôhm-Bawerk a, sans doute, été le premier à fournir une présentation élaborée de la détermination du taux d'intérêt dans le cadre général de la théorie du capital et surtout à mettre en évidence avec S. Jevons, la dépréciation du futur. C'est d'ailleurs, ce qui permet de définir un taux d'intérêt comme un prix relatif inter temporel. Dans le célèbre ouvrage *Theory Of Interest*, J. Fisher élabore une synthèse de tous les éléments participant à la formation du taux de l'intérêt, mais il est surtout connu pour avoir introduit le rôle du niveau général des prix dans la formation des taux.

Les théories dites "monétaires" de l'intérêt se sont largement inspirées des travaux du suédois K. Wicksell, qui a surtout développé la théorie des fonds prêtables qui ne cantonnait pas l'analyse à l'égalité entre investissent et épargne, mais considérait l'ensemble des fonds prêtables, qu'il s'agisse d'épargne (S) ou de crédit nouveau (C) destiné à financer des investissements (I) ou à être thésaurisés (M). L'équilibre s'écrit donc : $I + C = S + M$

et définit le ((taux (nominal) du marché)) .Mais l'équilibre des biens nécessite en outre que $I = S$, ce qui définit le taux réel (comme chez Fisher). L'équilibre complet exige que ces deux taux, qui peuvent diverger momentanément en période d'ajustement soient égaux.

Par rapport à l'analyse fishérienne, la théorie des fonds prêtables fait un pas vers une vision monétaire des taux d'intérêt. Mais elle reste une conception en terme de flux, qui néglige l'influence des variations de l'intérêt sur les stocks. Un tel oubli a de graves conséquences. Pour se limiter à l'épargne, si une hausse du taux d'intérêt encourage les placements, dans la mesure où elle augmente leur rémunération, elle réduit simultanément la valeur des patrimoines financiers et, par un effet de richesse, peut contribuer à restreindre l'épargne. En outre, dans la mesure où les fluctuations de l'intérêt conduisent à une réallocation des portefeuilles, il devient difficile de lier le taux d'intérêt aux seuls flux de la période.

Toutefois, c'est à J. M. Keynes, qui a su contourner de manière intelligente ces écueils, qu'il faut attribuer la première approche selon

laquelle le taux de l'intérêt est un phénomène purement monétaire: il dépend directement du stock de monnaie que les agents économiques désirent détenir. Contrairement à l'approche des "monétaristes", la monnaie n'est pas neutre sur l'activité économique car, pour Keynes, le taux d'intérêt constitue une variable explicative de l'investissement.

Dans le but de réconcilier les facteurs réels et monétaires, de nombreux auteurs (Robertson, Halm Ohlin...) ont eu une approche synthétique de la détermination des taux d'intérêt à partir du concept de fonds prêtables.

Trois critiques importantes ont été émises à propos de ces théories:

* La relation entre les facteurs déterminant les taux d'intérêt et le volume des fonds prêtables est insuffisamment explicitée.

* L'hypothèse sous-jacente à ces théories est une hypothèse de concurrence pure et parfaite et donc le comportement des agents économiques se réduit à une maximisation de profit et d'utilité.

* L'Etat est complètement exclu de ces modèles. Or, il est difficile de nos jours d'accepter une telle exclusion, ne serait ce que le rôle de la Banque Centrale dans la quantité de monnaie en circulation.

Par la suite, les développements théoriques se sont effectués, non plus dans le cadre de l'équilibre économique général, mais dans celui d'études plus axées sur les taux d'intérêt eux-mêmes, avec une prise en compte des spécificités des systèmes financiers.

En particulier, dans les années 70, la distinction entre économie de marchés financiers et économie d'endettement a certainement contribué à une meilleure compréhension de la formation des taux d'intérêt: Ainsi que John HICKS l'a démontré, le fait qu'il existe dans la réalité beaucoup de taux d'intérêt (qui varient selon les durées des prêts, les modalités de remboursement et les risques de défaut) n'empêche pas les raisonnements sur un seul taux dès lors qu'ils sont liés entre eux par une relation mathématique.

En résumé, on peut dire que depuis la fin des années 70, les taux d'intérêt sont indiscutablement l'objet d'un regain d'attention de la part tant des pouvoirs publics des pays occidentaux que de l'ensemble des agents économiques (ménages, entreprises et institutions financières):

- *Le développement des marchés de capitaux et l'utilisation des taux à court terme dans la mise en œuvre de la politique monétaire conduisent les autorités à s'interroger sur le degré d'interdépendance entre les différents taux et sur l'influence qu'ils exercent sur l'activité économique.*

- *La variabilité accrue des taux au cours de ces dernières années a eu pour conséquence d'accroître les risques contenus dans tout portefeuille, de compliquer les décisions d'investissement liées à un critère de rentabilité et d'inciter les institutions financières à gérer activement leur actif et leur passif.*

Comprendre la formation des taux et des variables explicatives fondamentales de nombreux comportements et leur articulation autour de taux directeurs s'avère indispensable pour tenter d'élaborer des prévisions et éventuellement de se protéger contre le risque de variation non désirée des taux.

La théorie macroéconomique analyse les déterminants réels et monétaires des taux d'intérêt et de leurs structures (essentiellement les structures par terme). Cependant, dans les faits, de nombreuses hypothèses théoriques (telle que celle de la parfaite substituabilité entre actifs réels, monétaires et financiers) ne sont pas vérifiées et rendent difficile l'interprétation de l'évolution des taux. Par ailleurs, les poids

respectifs des déterminants varient à la fois selon le pays étudié (spécificités des circuits de financement) et selon les comportements, qui évoluent au cours du temps. Ce double phénomène s'applique en particulier à l'influence exercée par les taux de change et les taux d'intérêt étrangers : l'intégration des marchés internationaux de capitaux dans un système de change flottants gérés a certainement contribué à l'interdépendance des taux d'intérêt, mais la nature et l'intensité des interactions ne sont pas les mêmes d'un pays à l'autre.

LES DETERMINANTS DE L'EVOLUTION DES TAUX D'INTERET : LES DEVELOPPEMENTS LES PLUS RECENTS.

Les taux d'intérêt ont accusé une forte volatilité au cours des dernières années. Les taux directeurs des banques centrales, on en revanche évolué plus régulièrement : hausse progressive, suivie d'une baisse modérée. Mais, les anticipations de taux à court terme ont été très volatiles.

Ex-post, les performances des principales économies développées ne justifient pas la fébrilité des marchés. On peut donc se demander ce qui a conduit les marchés à sur-réagir, alors que la croissance dans les principales économies est modérée et que la sagesse des évolutions salariales gage la maîtrise de l'inflation? Le jeu des anticipations et des primes de risque demandées par les investisseurs est essentiel dans la détermination des taux d'intérêt aux différentes maturités. Les investisseurs cherchent avant tout à se prémunir contre d'éventuelles pertes en capital, en réagissant à l'avance aux facteurs susceptibles d'en provoquer une accélération générale de la croissance, qui se traduit par une hausse des rendements du capital et une augmentation de la demande de fonds au niveau mondial, une accélération de l'inflation dans certains pays, appelant un resserrement futur de la politique monétaire ou faisant craindre une dévaluation aux non-résidents ; ou encore l'instauration dans l'avenir d'un prélèvement nouveau sur les revenus ou le principal, voire le risque d'un défaut de l'emprunteur. En s'intéressant seulement aux premiers de ces facteurs, on voit que les investisseurs doivent former des anticipations à court, moyen et long terme sur les performances macro-économiques futures des différents pays ainsi que sur l'évolution et l'efficacité de leurs politiques économiques.

Le processus de formation des taux longs résulte ainsi de deux mécanismes : En situation toute théorique d'équilibre de long terme, les taux réels sont égaux aux taux de rendement du capital, en pratique, le jeu des anticipations et les arbitrages sur les marchés financiers imposent une relation entre les taux longs et les taux courts, à travers l'évolution des primes de risque, qui détermine la structure par terme des taux d'intérêt.

L'ESTIMATION D'UNE FONCTION DE REACTION DES AUTORITES MONETAIRES, A LA BASE DE L'ANALYSE DE LA FORMATION DES TAUX COURTS.

Les objectifs des autorités monétaires peuvent différer sensiblement d'un pays à l'autre. De plus, en cas de pluralité d'objectifs, le poids accordé à chacun d'entre eux peut varier d'une période à l'autre. L'estimation des fonctions de réaction des autorités monétaires permet de pondérer leurs objectifs, à des fins d'analyse et de prévision.

LES OBJECTIFS DES AUTORITES MONETAIRES.

La définition des fonctions de réaction repose sur l'hypothèse que les

autorités monétaires optimisent leur comportement une fois défini un certain nombre d'objectifs. On définit en premier lieu une fonction de perte des autorités monétaires (qui dépend de l'écart entre l'évolution observée des variables et la cible fixée pour chacune d'entre-elles) . La Banque centrale est supposée minimiser cette fonction de perte au moyen des instruments de politique monétaire dont elle dispose et sous les contraintes imposées par le fonctionnement de l'économie. Il convient en outre de pouvoir déterminer quelles priorités la banque centrale retient en cas de conflit d'objectifs.

Par exemple, imaginons que le taux de change d'un pays donné subisse des pressions à la baisse. Si les autorités monétaires ont un objectif de stabilité du taux de change, le soutien de la monnaie implique un relèvement de ses taux d'intérêt. Elles pourraient toutefois décider de ne pas réagir pour ne pas provoquer un ralentissement de l'activité, mais de laisser glisser le taux de change.

D'une manière générale, les banques centrales sont susceptibles de réagir à trois grands types de variables correspondant aux objectifs de la politique monétaire ou servant d'indicateur avancé de ses derniers:

1) l'évolution des prix et des indicateurs des tensions dans l'économie: prix de détail, prix de gros, coût salarial unitaire, évolution de la masse monétaire (qui sert souvent d'objectif intermédiaire et est utilisée comme indicateur avancé des tensions inflationnistes) ou encore, taux d'utilisation des capacités de production (indicateur avancé de l'activité et des tensions inflationnistes).

2) L'évolution de l'activité réelle (PIB, production industrielle, chômage par exemple).

3) Les variables liées aux relations avec l'extérieur (taux de change, réserves, solde extérieur, taux d'intérêt étrangers par exemple).

Les fonctions de réaction empiriques font ressortir plusieurs règles d'abord, les autorités monétaires poursuivent toutes un objectif de maîtrise de l'inflation; à long terme, l'élasticité des taux courts à l'inflation est unitaire ou proche de l'unité. Ensuite, dans la plupart des pays, la présence d'une variable comme le chômage ou le taux d'utilisation des capacités, variables qui captent à la fois l'activité et les pressions sur les prix, peut suggérer la poursuite simultanée d'un objectif d'activité. Enfin, la politique monétaire est influencée par le taux de change ou les taux à l'étranger et c'est un écart avec un pays de référence que les variables domestiques affectent la politique monétaire.

LES FONCTIONS DE REACTION PEUVENT ETRE UTILISEES A DES FINS D'ANALYSE POUR IDENTIFIER LES FACTEURS DETERMINANT LA FORMATION DES TAUX D'INTERET A COURT TERME. ELLES SONT EGALMENT UTILISEES A DES FINS DE PREVISION POUR ANTICIPER LA POLITIQUE MONETAIRE SUR LE COURT, VOIRE LE MOYEN TERME .

Il convient cependant d'être très prudent, car un usage mécanique des fonctions de réaction est le plus souvent susceptible d'induire en erreur. Tout d'abord, l'ensemble des informations des autorités monétaires est infiniment plus large que pourrait le laisser penser les fonctions de réactions empiriques. Il est dès lors évident, **qu'aucune banque centrale ne lie sa politique de manière univoque à une batterie d'indicateurs aussi réduite.** Ensuite, les délais de réaction peuvent varier, en fonction des circonstances. Enfin, certaines banques se voulant imprévisibles, il est à priori difficile de dater précisément leur réaction à des circonstances déterminées.

DES TAUX COURTS AUX TAUX LONGS.

La structure par terme des taux d'intérêt est une relation qui, à une date t donnée, lie au taux à court terme les taux d'intérêt relatifs à des titres de maturité plus longue. Pour simplifier, on raisonne ici sur des titres à coupon zéro.

La structure par terme des taux d'intérêt repose sur la décomposition du taux sur un placement à long terme en une succession de placement à court terme. Les arbitrages sur les marchés à terme assurent en effet qu'investir une somme donnée sur n périodes est équivalent à investir la même somme sur une période au taux courant et conclure une série de contrats court sur le marché à terme sur les sous périodes entre $n-1$ et n .

Toute la courbe des taux d'intérêt, c'est-à-dire la courbe donnant les niveaux de taux d'intérêt à une même date en fonction de leur maturité respective, peut-être dérivée selon cette approche.

On s'intéresse plus particulièrement au taux d'intérêt des obligations d'Etat à long terme. Le cadre de référence de cette analyse est la théorie des anticipations.

LE CAS DES MARCHES PARFAITS

Une première hypothèse envisageable est que les marchés sont parfaits, c'est-à-dire qu'ils sont efficaces (les agents ont des anticipations rationnelles et sont indifférents au risque) et qu'il n'y a pas de coût de transaction ni d'information. Dès lors, la théorie des anticipations postule que les taux anticipés par le marché sont égaux aux taux à terme implicites. Le taux long est alors une moyenne géométrique du taux court présent et des taux courts anticipés pour les périodes futures.

La pente de la courbe des taux traduit ainsi les anticipations d'évolutions des taux d'intérêt à court terme, c'est-à-dire de la politique monétaire. La courbe est plate quand on anticipe une stabilité de la politique monétaire sur une très longue période, descendante quand on anticipe une baisse des taux d'intérêt courts (un assouplissement de la politique monétaire), ascendante quand on anticipe une baisse (resserrement).

Les taux longs résulteraient ainsi de l'anticipation rationnelle de l'évolution de la politique monétaire. Ils intègrent donc les anticipations concernant l'évolution de toutes les variables susceptibles d'influencer la politique monétaire, compte tenu des objectifs supposés de la banque centrale.

EN PRESENCE D'IMPERFECTIONS DES MARCHES

Dans la pratique, les hypothèses de rationalité des agents et plus encore d'indifférence au risque ne sont généralement pas vérifiées. Le taux à long terme apparaît alors comme la moyenne des taux courts futurs anticipés plus une prime de risque qui traduit l'incertitude et l'aversion pour le risque des agents. Il convient dès lors de donner des fondements théoriques à ces primes et à leur évolution. L'approche la plus complète est celle du modèle de choix de portefeuille.

Son point de départ est la maximisation, par un investisseur, de l'espérance de l'utilité de sa richesse réelle future. A cette fin, il est amené à répartir de manière optimale sa richesse présente entre des actifs de maturités différentes et donc de niveaux de risque différent. Pour simplifier, on suppose qu'il répartit optimalement sa richesse entre un

actif risqué (titre à long terme tel que les obligations) et un actif sans risque.

La prime de risque correspond au supplément de rendement exigé pour détenir une partie de sa richesse en titres risqués. Parmi les risques associés à la détention d'un titre long apparaît en premier lieu le risque de perte en capital (à savoir une baisse des cours). Dans la plupart des pays, l'offre des titres longs anticipée est étroitement liée à l'évolution des déficits publics. Si l'offre augmente, les investisseurs devront détenir plus de titres à l'équilibre; ce qui nécessite une baisse de la valeur des titres. Il y a donc une relation positive entre prime de risque et offre de titres longs anticipés.

En second lieu, la prime croît avec l'aversion des agents pour le risque et l'incertitude sur l'évolution des taux. Plus les agents sont susceptibles de se tromper sur l'évolution des taux, qui conditionne l'arbitrage entre actif risqué/ actifs non risqués; plus ils exigeront un rendement élevé sur l'actif risqué. Ainsi les variances des taux courts et des taux longs interviennent positivement dans la prime.

Enfin, si on considère que les agents investissent sur les marchés financiers afin de se protéger du risque d'inflation, on peut montrer que la covariance entre le rendement des actifs et l'inflation intervient significativement dans la prime de risque.

LES ARBITRAGES INTERNATIONAUX ET LA MONDIALISATION DES MARCHES FINANCIERS.

L'examen de ces relations permet de répondre à deux questions fondamentales: comment expliquer les différences de niveaux de taux d'intérêt entre les pays et par quels mécanismes les variations de taux d'intérêt dans un pays donné se répercutent elles sur les taux d'intérêt étrangers ?

Les relations d'arbitrages définies par la parité non couverte des taux d'intérêt permettent en premier lieu d'expliquer les écarts internationaux de taux d'intérêt par les anticipations d'évolution des taux de change. Selon cette relation, l'écart de rendement entre deux actifs comparables dans deux pays différents est égal au taux de variation anticipée du taux de change bilatéral. En effet, les arbitrages tendent à égaliser les rendements attendus des deux placements convertis dans une même monnaie. Dès lors, si on anticipe une dépréciation du taux de change national vis-à-vis d'un pays donné, les arbitrages tendront à créer un écart positif entre le taux d'intérêt national et le taux d'intérêt étranger. Les anticipations de taux de change sont étroitement liées à celles de deux de ses déterminants fondamentaux : les prix et le solde extérieur.

Par ailleurs, dans la mesure où les agents ne sont pas indifférents aux risques liés à l'incertitude sur les variations futures du taux de change , des arbitrages interviennent dans les différences internationales de taux d'intérêt. Ainsi, même en régime de change fixe, on peut observer des écarts de taux d'intérêt pour des titres comparables. Ils dépendent notamment de la volatilité du taux de change (qui traduit l'incertitude associée à l'évolution de ce dernier). On peut en outre montrer que la prime sur un pays est liée à sa dette publique. Ce n'est toutefois pas le niveau de la dette publique qui est déterminant mais le risque de répudiation de cette dernière et le risque qu'elle soit monétisée.

Une formalisation détaillée des implications de cette transmission internationale dans les modèles de choix de portefeuille est présentée

dans ARTUS et KAABI dans le cadre d'un modèle à deux pays. Elle conduit ces auteurs à intégrer dans les primes à long terme, définies par les modèles nationaux de choix portefeuille, la covariance des taux longs entre eux et avec le taux de change.

Ces variables entrent avec un signe positif dans la prime à long terme pour le pays emprunteur et négatif pour le pays prêteur.

Concernant les phénomènes de contagion, en régime de change fixe, à prime de risque inchangée, on devrait observer une répercussion intégrale des variations de taux d'intérêt d'un pays à l'autre. En change flottant, si les agents n'anticipent pas une modification du taux de change (parce que la banque centrale a en réalité un objectif de taux de change ou bien que les autres facteurs fondamentaux vont dans le sens d'une stabilité), il devrait en être de même.

L'IMPACT DES COMPTES PUBLICS SUR LE NIVEAU DES TAUX D'INTERET

La question des relations entre épargne publique et épargne privée et celle, liée de l'influence de la dette ou des déficits publics sur les taux d'intérêt restent, dans la littérature économique, des sujets controversés.

En principe, les taux d'intérêt réels peuvent varier en fonction de l'évolution de la dette publique par un simple effet de diminution de l'offre des titres. Mais le canal de transmission peut être plus

indirect, via la prime de risque incorporée aux taux d'intérêt nationaux. Celle-ci peut en effet profiter, en cas de baisse de la dette publique, de gains en crédibilité quant à la soutenabilité de politique budgétaire de l'Etat ou quant aux objectifs de sa politique monétaire. Un Etat moins endetté sera en effet, aux yeux des agents privés, plus crédible dans sa maîtrise de l'inflation ou dans la défense de la stabilité de sa monnaie. La prise en compte de l'intégration internationale des marchés de capitaux peut permettre, par ailleurs, de déterminer une relation positive entre taux d'intérêt réels d'une part, et non plus de dettes publiques nationales mais de dette publique agrégée entre les pays dont les marchés financiers sont les plus intégrés, d'autre part (sous l'hypothèse d'une parfaite mobilité des capitaux).

A cette approche traditionnelle s'oppose, depuis une vingtaine d'années, l'idée d'une "équivalence ricardienne" entre financement des dépenses publiques par l'impôt et financement par la dette. Cette dernière hypothèse implique une forte substituabilité de l'épargne publique et l'épargne privée: dans cette approche, les déficits publics sont sans effet sur l'épargne totale et n'affectent en rien le niveaux des taux d'intérêt.

LES ANALYSES ECONOMETRIQUES DE LA FORMATION DES TAUX D'INTERET

Les investigations économétriques font ressortir la polarisation des marchés obligataires. Les taux américains exercent, par exemple, une influence sur les taux japonais et les taux allemands: à leur tour, ces derniers influencent les taux des autres marchés européens. Parmi les autres facteurs influençant les taux longs, on trouve les taux courts, l'activité et, parfois l'inflation qui interviendrait donc en plus de l'effet capté par les taux courts.

Les études empiriques ne sont pas, jusqu'à présent véritablement parvenues à trancher le débat entre l'approche traditionnelle et l'approche "néo-ricardienne ". Elles réfutent en effet, l'idée d'une compensation de la

désépargne publique par l'accroissement de l'épargne privée, sans pour autant mettre clairement en évidence une relation positive entre niveaux des déficits publics et taux d'intérêt.

Certaines études (GOLDMANN-SACHTS, ou NUNES-CORREIA et STEMITSLOTIS) exhibent un effet des déficits publics sur les niveaux des taux d'intérêt longs, c'est-à-dire d'une variable de flux alors que la théorie suggère que c'est la dette, soit une variable de stocks, qui devrait influencer le taux d'intérêt. Ford et Laxton font apparaître un effet de la dette globale des principaux pays sur les taux d'intérêt nationaux.

CONCLUSION

Les controverses soulevées par la formation du taux d'intérêt restent posées: le taux d'intérêt est-il une grandeur d'ordre réel ou d'ordre monétaire?

Si des explications partielles du phénomène existent et si des progrès indiscutables ont été réalisés grâce à des développements théoriques plus synthétiques, il est certain que ni les investigations économétriques, ni les études empiriques ne sont parvenues à trancher ce débat passionnant et passionné. En effet, les poids respectifs des déterminants varient à la fois selon le pays étudié et selon les comportements qui évoluent au cours du temps.

Compte tenu du fait que les taux d'intérêt font l'objet d'un regain d'attention tant de la part des pouvoirs publics que de la part de l'ensemble des agents économiques, ces derniers demeurent au cœur de la réflexion économique aussi bien dans les pays développés que dans les pays en voie de développement.

BIBLIOGRAPHIE

-Artus. P et KAABI, (1995): "Les primes de risque jouent-elles un rôle significatif dans la détermination de la pente de la structure des taux", Document financier de la caisse des dépôts et consignations, N° 95-01/F.

-Avouyi Dovis, Calibert A. et Nicolai J.P, (1989) "modernisation des marchés et fonctionnement de la politique monétaire au Japon: un premier bilan", Document de la caisse des dépôts et consignations, N° 89-15 /F.

-Bryan R, (1991): "Model representation of Japanese Monetary policy" Monetary and Economic Studies, Vol 9 n°2, Institute for monetary and economic studies, Bank of Japan, pp11-61.

-Ford R . and Laxton, (1995): "World Public Debt and Real Interest Rates" IMF working paper, 95/30.

-Goldman Sachs, (1995): The International Economics Analyst.

-Jondeau F. et Nicolai J.P, (1993): "Modélisation des prix des actifs financiers", Document financier de la caisse des dépôts et consignations, N°93-16/F.

-Nunes- Correia J. et Stemitslotis. L, (1994): "Budget Deficit and Interest Rates: Is there a Link?, International Evidence", Economic Papers, commission of the European communities, Directorate- General for Economic and financial Affairs, N°105, November.

-I. Fisher, (1926) : "le pouvoir d'achat de la monnaie", Giard. (l'édition anglaise date de 1913).

-K. Wicksell, (1935) : " lectures on political Economy", vol. II, Londres.

-J. Hicks, (1974) : "The Crisis in Keynesian Economics", Basic Blackwell, Oxford.

-A. Aftalion, A. Fourçans, (1981): "le monétarisme" , PUF, Paris.

-J.M . Keynes, (1979): "Théorie Générale de l'emploi de l'intérêt et de la monnaie", Payot, Paris .

-I. Fisher, (1933) : "la théorie de l'intérêt ", Marcel Giard ,Paris ,Traduction d'un ouvrage publié en anglais en 1930.

-W.E . Gilsow , (1972): "Interest Rates and Inflationary Expectations", American Economic Review ,December.