

C) Le taux d'intérêt, prix sur le marché de la monnaie ?

Au niveau macroéconomique, on admet généralement que le taux d'intérêt constaté sur un marché, ou taux d'intérêt nominal dépend du taux d'intérêt réel, véritable reflet des caractéristiques et de l'inflation anticipée qui mesure la perte probable de pouvoir d'achat.

1) Les déterminants du taux d'intérêt réel

La présentation de l'offre et la demande de monnaie a souligné les oppositions entre théories d'inspiration classique qui insistent sur l'interprétation réelle de la détermination du taux d'intérêt et théories d'inspiration keynésienne pour lesquelles le taux d'intérêt a une nature monétaire.

Dans l'analyse classique, le taux d'intérêt est déterminé par la confrontation de la demande d'emprunt et de l'offre d'épargne des agents non financiers. Pour les ménages épargnants, le taux d'intérêt représente le prix de la renonciation à la consommation présente et détermine l'affectation du revenu entre consommation et épargne. Le besoin d'emprunt est déterminé par le besoin d'investissement. Les entreprises comparent la productivité marginale de leur investissement au coût de leur emprunt. Knut Wicksell (1898) est le précurseur de cette analyse. Les entreprises comparent selon cet auteur, le taux d'intérêt naturel qui est le taux de rendement marginal du capital, et le taux d'intérêt monétaire. Ce dernier résulte de la confrontation de l'offre de fonds (des ménages et des banques) et de la demande de fonds par les entreprises. Le taux d'intérêt monétaire détermine le coût de l'emprunt pour les entreprises. La condition d'équilibre d'un tel système est l'égalité entre les deux taux (monétaire et réel).

Dans l'analyse keynésienne, le taux d'intérêt ne détermine pas la répartition du revenu entre consommation et épargne, celle-ci étant fonction de la propension marginale à consommer. Il détermine en revanche la répartition de l'épargne entre encaisses monétaires et titres. *Le taux d'intérêt est ici le prix de la renonciation à la liquidité.* Il est déterminé sur le marché monétaire par la confrontation de la demande de monnaie (motif de transaction, précaution, spéculation) et l'offre de monnaie (contrôlée par les autorités monétaires).

La théorie des fonds prêtables tente d'effectuer une synthèse de ces deux théories en apparence opposées. Le taux d'intérêt est ici déterminé par la confrontation de l'offre et la demande de fonds prêtables. L'offre de fonds est composée à la fois d'actifs monétaires (crédits monétaires) et non monétaires actifs financiers). De même, la demande de fonds prêtables intègre les liquidités désirées par les agents ainsi que la demande d'investissement.

Par ailleurs, il existerait en réalité une multitude de taux d'intérêt car, pour l'épargnant, outre le prix de la renonciation (à la consommation ou à la liquidité), le taux d'intérêt va rémunérer le risque pris par le prêteur. Parmi ces risques, l'agent subit le risque de contrepartie (ou risque de non-remboursement fonction de l'identité de l'emprunteur), un risque de taux (variation non anticipée des taux d'intérêt dans le futur) ainsi qu'un risque de perte de pouvoir d'achat si l'inflation est non nulle.

Le taux d'intérêt va ainsi intégrer des primes de risque (fonction de la qualité de l'emprunteur, de l'échéance, du degré d'aversion au risque des agents ou de la volatilité observée des taux) ainsi que les anticipations d'inflation des agents.

2) La détermination du taux d'intérêt nominal

D'après la théorie keynésienne, une augmentation de l'offre de monnaie par les autorités monétaires doit, par le jeu de l'offre et la demande, provoquer une baisse du taux d'intérêt. Pour les classiques, la création monétaire entraîne une hausse des prix. Des taux d'intérêt bas devraient donc être associés à des périodes d'inflation élevée.

Gibson (1923) a cependant montré que les périodes d'inflation élevée correspondaient, au contraire, à des taux d'intérêt nominaux également élevés. Fisher (1930) a résolu le « *paradoxe de Gibson* » en soulignant que les agents, cohérents, raisonnaient à pouvoir d'achat constant. Le taux d'intérêt nominal, observé sur le marché, diffère du taux d'intérêt réel d'équilibre car il intègre le taux d'inflation anticipée par les agents.

Le taux d'intérêt réel est donc égal au taux d'intérêt nominal, diminué du taux d'inflation anticipé. On parle de *taux réel ex ante* qui représente la rémunération réelle attendue par les agents sur leur placement, compte tenu de leur anticipation d'inflation. Le taux réel ex post, calculé une fois l'anticipation effectivement constatée, peut différer du taux anticipé si les anticipations se révèlent erronées.

Les agents prendraient ainsi leurs décisions de prêt et d'emprunt sur la base de leurs anticipations¹.

¹ On distingue plusieurs processus de formation des anticipations. *Les anticipations régressives* tiennent compte uniquement de la chronique des valeurs passées d'une variable. *Les anticipations extrapolatives* ne tiennent compte que de l'inflation passée. *Les anticipations adaptatives* rappellent que les agents tiennent compte des valeurs passées du taux d'inflation mais également de leurs erreurs de prévision passées. Les anticipations rationnelles rappellent que les agents économiques intègrent parfaitement toute l'information disponible.