Les variations des taux d'intérêt sur le marché

Vely Leroy

Volume 37, numéro 2, juillet–septembre 1961

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/1001641ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/1001641ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (imprimé)

1710-3991 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

Leroy, V. (1961). Les variations des taux d'intérêt sur le marché. *L'Actualité économique*, 37(2), 363–372. <https://doi.org/10.7202/1001641ar>

d'utiliser des ressources à canaliser le Saint-Laurent plutôt qu'à construire des routes ou promouvoir l'enseignement ou la santé.

D'après le rapport du *Tolls Committee*, la part canadienne de la Voie maritime (canal Welland et section Montréal-Lac Ontario) coûtera environ 21 millions de dollars annuellement aux usagers ainsi qu'aux contribuables puisque l'entreprise est déficitaire. Pour que l'entreprise soit économiquement justifiée, il faudrait que les bénéfices annuels escomptés soient au moins égaux à ce montant. Dans ce cas, le déficit annuel n'aurait pas d'importance puisqu'il serait compensé par des bénéfices directs ou indirects que les usagers ou les non-usagers de la Voie retireraient sous une forme ou sous une autre.

La connaissance de la rentabilité sociale de la Voie maritime du Saint-Laurent ne changerait rien à l'existence de celle-ci. Mais puisqu'elle ne satisfait pas le critère de rentabilité commerciale utilisé pour décider de son existence et qu'elle ne semble pas près de le satisfaire, il serait intéressant de savoir si cette entreprise satisfait le critère de rentabilité sociale¹. Il est peu probable que le gouvernement canadien n'entreprenne ce calcul dont le coût ne pourrait être assumé que par lui. Pourtant, ce n'est qu'à la suite d'une semblable étude que nous pourrions être renseignés une bonne fois sur la validité de l'opinion qui qualifie de «politique» le critère qui fut utilisé pour décider de canaliser le Saint-Laurent.

Gilles DesROCHERS

Les variations des taux d'intérêt sur le marché La nature et le rôle du taux de l'intérêt ont suscité de nombreux débats académiques qui ont eux-mêmes donné naissance à diverses théories. Celles-ci, par contre, se ressemblent plus ou moins selon l'orientation que prend l'étude qui se propose d'approfondir la notion du taux de l'intérêt²: le degré de ressemblance semble varier selon qu'on entreprenne une

1. À supposer que le taux de rentabilité sociale soit satisfaisant, cela n'impliquerait pas nécessairement que les ressources utilisées pour construire la Voie maritime représentaient la meilleure affectation de ces ressources. Il s'agirait de savoir si d'autres projets n'étaient pas plus rentables, socialement, au moment où la canalisation du Saint-Laurent fut entreprise.

2. Voir, à ce sujet, J. R. Hicks, *Value and Capital*, Oxford, 1957, Chap. XI et XII; G. L. S. Shackle, «Recent theories concerning the nature and the role of interest», *Economic Journal*, Vol. LXXI, juin 1961, spécialement pp. 209-244. — L'article de Shackle, en plus d'être excellent, offre une bibliographie extrêmement utile.

analyse «à court terme», ou à «long terme», ou encore selon qu'on utilise l'équilibre général ou l'équilibre partiel. Néanmoins, certaines théories sont en général plus admises que d'autres, soit parce qu'elles éclaircissent des points laissés obscurs par d'autres, soit parce qu'elles se prêtent mieux à l'analyse des faits. La théorie de la *préférence pour la liquidité*, de Keynes, est de celles-là¹. Nous en emprunterons le cadre afin de commenter les variations des taux d'intérêt sur le marché. Nos observations remonteront jusqu'au début de l'année 1960 et se limiteront aux taux d'intérêt des obligations et autres titres émis par le gouvernement fédéral. Le choix de ces titres a retenu notre attention, non seulement à cause de l'importance, en valeur absolue, de la dette nationale, mais encore à cause de l'importance de celle-ci par rapport au reste des emprunts obligataires émis sur le marché canadien.

La *préférence pour la liquidité* exprime un choix: celui de l'individu qui, après avoir partagé son revenu entre la consommation et l'épargne, doit ensuite décider sous quelle forme garder soit ses épargnes constituées à même son revenu courant, soit ses épargnes antérieures. L'alternative devant laquelle il se trouve alors est la suivante: conserver ses épargnes sous forme de monnaie (billets de banque, dépôts bancaires), ou placer la totalité ou une partie seulement de celles-ci dans des obligations ou d'autres titres procurant un certain rendement sous forme d'intérêt². Ainsi, le refus de détenir une plus grande quantité d'obligations, c'est-à-dire de s'en procurer davantage, de même que le fait de liquider une partie ou la totalité d'un portefeuille d'obligations sont le signe d'une *préférence* accrue pour la liquidité. En d'autres termes, de telles décisions expriment une augmentation de la quantité de monnaie désirée par un individu, dans des circonstances déterminées.

Le grand avantage de cette façon d'aborder le problème, c'est qu'elle permet de mettre à profit l'une des principales caractéristiques de ce que nous appelons «la monnaie»: la liquidité, c'est-à-dire le droit immédiat, dont la monnaie est le symbole, à l'acquisition

1. Cette théorie a donné lieu à de nombreux travaux de recherche. À ce sujet, voir M. Bronfenbrenner et T. Mayer, «Liquidity preference in the American economy», *Econometrica*, octobre 1960, pp. 810-834; cet article fournit en même temps, sous forme bibliographique, un résumé de divers autres travaux de même nature.

2. Vu le thème du présent commentaire, on comprend facilement pourquoi nous nous sommes abstenu de mentionner d'autres possibilités de placement. En effet, seuls les titres portant intérêt nous intéressent, et, parmi ceux-ci, uniquement ceux du gouvernement fédéral.

de biens indéterminés. Nous disons un droit *immédiat* par opposition au droit *futur* que représentent les obligations ainsi que toutes autres créances de même nature, dont la valeur, au moment de la conversion en monnaie, dépend des conditions existant à ce moment-là sur le marché. Cette comparaison communique aux taux de l'intérêt l'aspect d'une «récompense»: c'est, pour être précis, «la récompense de la renonciation à la liquidité», ou, sous un autre angle, la mesure de la «répugnance des détenteurs de monnaie à aliéner leur droit d'en disposer à tout moment». Mais renoncer à la liquidité implique un échange de monnaie contre des titres, moyennant un taux d'intérêt; ce dernier, dans l'hypothèse contraire, représente un coût: la perte de revenu occasionnée par le refus d'acheter des titres, ou de renoncer à la liquidité. L'analogie est complète: le taux de l'intérêt est un prix. Sur le plan global, il réconcilie le désir des individus de maintenir une partie liquide (ou monétaire) avec la quantité de leur richesse sous la forme de monnaie disponible. En d'autres termes, il tend à se fixer au point d'égalité entre la quantité de monnaie demandée et la quantité offerte. Telle est l'essence de la théorie de la préférence pour la liquidité.

En résumé, cette théorie se fonde sur une propriété fondamentale de la monnaie, en face de laquelle elle étudie la réaction de l'individu. Cette propriété c'est la liquidité, et cette réaction, la préférence pour la liquidité¹. Dans quelle mesure se manifestent-elles, l'une l'autre, à travers les variations des taux d'intérêt sur les bons du Trésor et sur les obligations du gouvernement fédéral? Nous essaierons d'y répondre, mais à l'intérieur des limites d'un simple commentaire.

Quatre types de créance, choisis d'après l'échéance, sont représentés au graphique I. Ils donnent lieu aux constatations suivantes:

- a) le taux de rendement sur les bons du Trésor (le taux à court terme) tend à baisser; sa chute, après s'être renversée un peu avant la fin de 1960, a repris son cours en décembre de la même année, toutefois avec moins de précipitation;
- b) le taux de rendement des obligations à moyen terme (c'est-à-dire celles qui arriveront à échéance en 1967-68) suit le

1. Voir J. M. Keynes, *La théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot, Paris 1959, Chap. XIII, XV.

Graphique I'

cours de celui des bons du Trésor, encore que d'une façon moins prononcée;

- c) le taux de rendement des obligations à long terme (c'est-à-dire celles dont l'échéance est fixée en 1979) résiste à la baisse, bien que son mouvement ait subi l'effet de la chute du taux de rendement des bons du Trésor;
- d) le taux de rendement des obligations arrivant à échéance en 1998 affiche également une résistance à la baisse. Si l'effet

1. Tiré de Bank of Canada, *Weekly Financial Statistics*, 24 août 1961.

de la chute du taux de rendement des bons du Trésor s'est fait sentir même dans ce cas-ci, il a été toutefois beaucoup plus faible que dans les cas précédents. L'effet des fluctuations des taux de rendement à court terme va donc en s'atténuant, à mesure qu'on s'éloigne dans le temps¹.

Avant d'interpréter ces faits, faisons un peu de lumière autour des différences mêmes que nous percevons ordinairement entre les taux d'intérêt monétaires versés à la même date pour des emprunts différents. Deux raisons principales expliquent ces différences: les variations, d'un emprunt à l'autre, dans l'échéance et la manière de remboursement d'abord; les différents degrés de risque de défaillance de l'emprunteur ensuite. Dans le cas présent, il n'y a pas lieu de tenir compte de la deuxième raison, le gouvernement fédéral étant l'unique débiteur: le degré de risque de défaillance, s'il en est, reste le même ou à peu près. Quant à la première raison, elle doit retenir notre attention puisqu'elle met en cause la liquidité de la monnaie par rapport à la liquidité d'autres actifs possibles. De plus, elle nous oblige à étager les titres et les obligations d'après leur degré de similitude avec la monnaie proprement dite. Ce problème en appelle un autre: selon quel critère doit-on mesurer ce degré de similitude? L'échéance peut constituer une solution. Dans le cas présent, cependant, ce critère ne satisfait pas pleinement, parce que l'émission des bons du Trésor et des obligations, soumis à notre examen, a pris place à des dates différentes; par conséquent, il faudrait prendre en considération les différentes conditions qui existaient, aux diverses dates d'émission, sur les marchés monétaires et financiers. Mais, abandonnons plutôt le critère «échéance», et choisissons-en un autre plus convenable: le risque de fluctuations dans le prix ou la valeur nominale d'un titre ou d'une obligation.

1. D'une manière générale, le cours des rendements respectifs des obligations d'échéances diverses épouse, bien entendu dans son allure seulement, la forme de celui du rendement des titres à court terme, tels que les bons du Trésor. Ceci s'explique par l'existence de rapports entre des créances de durées différentes. «Un contrat par lequel on s'engage à livrer des biens à intervalles d'un mois durant une période de six mois équivaut à une transaction au comptant et à une série de transactions à terme; de même, un emprunt à six mois équivaut à un emprunt à un mois combiné avec une série de transactions d'emprunt à terme, par laquelle chacune de ces opérations sert successivement à renouveler l'emprunt pendant le mois suivant (on reprête le principal, ou le principal plus l'intérêt).» Il en est ainsi des taux d'intérêt qui s'appliquent à des créances de durées différentes. Voir J. R. Hicks, *Valeur et Capital*, Dunod, Paris 1956, pp. 132 et 133, ou l'édition originale anglaise *Value and Capital*, op. cit., pp. 144 et 145.

Ici, il faut rappeler le contraste entre le droit *immédiat*, que confère la monnaie, et le droit *futur*, que représente une créance à l'achat de biens indéterminés. Tandis que le premier est sûr, puisqu'il est immédiat, le second ne l'est pas, du moins pas tout à fait, à cause de l'incertitude quant aux conditions auxquelles ce droit différé pourra être converti au moment choisi en un droit immédiat. En d'autres termes, le prix d'une obligation peut varier, reflétant ainsi les conditions du marché. Ainsi, la hausse des taux d'intérêt sur le marché entraîne la baisse du prix des obligations: il en découle une perte pour le détenteur. D'où nous tirons la conclusion suivante: le degré de similitude à la monnaie, d'un titre ou d'une obligation, est fonction de la certitude qu'on entretient de pouvoir récupérer, à n'importe quel moment, la valeur nominale versée à l'achat de ce titre ou de cette obligation. Un tel critère confère un haut degré de liquidité aux obligations d'épargne du Canada, dont la valeur nominale est garantie en tout temps. Aux autres titres et obligations, dont le cours est susceptible de fluctuer, il attribue nécessairement moins de liquidité et encore moins aux obligations à longue échéance¹. Ces considérations nous amènent à l'avant-dernier stade de ce commentaire: l'analyse de la dette nationale, analyse ayant pour but de déceler l'existence d'une tendance quelconque à l'acquisition de titres et d'obligations plus ou moins pourvus de liquidité au sens où nous avons défini ce terme-ci.

Tableau I
Distribution de la dette nationale, en p.c.²

Année	Particuliers	Banques à charte	Banque du Canada	Comptes du Gouvernement	Total
1952.....	58.7	19.1	15.0	7.2	100.0
1953.....	58.4	18.3	14.8	8.5	100.0
1954.....	55.8	21.8	14.6	7.8	100.0
1955.....	56.1	19.5	15.1	9.3	100.0
1956.....	57.5	16.6	15.9	10.0	100.0
1957.....	57.4	17.4	16.2	9.0	100.0
1958.....	54.6	21.4	16.3	7.7	100.0
1959.....	62.6	16.4	15.6	5.4	100.0
1960.....	62.4	17.2	15.5	4.9	100.0
1961 (au 26 juillet)...	60.9	19.2	15.7	4.2	100.0

1. En effet, plus l'échéance est reculée, moins grande est la valeur actuelle d'une obligation escomptée.

2. Pourcentages calculés par l'auteur, d'après les données publiées dans *Statistical Summary, Bank of Canada*, juillet 1961, tableau II, pp. 405-406.

COMMENTAIRES

Tableau II
Composition de la dette nationale¹
 (en millions de dollars)

Année	Bons du Trésor		Autres titres et obligations		Obligations d'Épargne du Canada		Autres		Total	
		(en p.c.)		(en p.c.)		(en p.c.)		(en p.c.)		(en p.c.)
1952	450	3.0	11,955	78.7	1,250	8.2	1,531	10.1	15,186	100.0
1953	650	4.2	12,066	77.2	1,632	10.4	1,289	8.2	15,637	100.0
1954	780	5.0	10,854	70.2	2,090	13.5	1,742	11.3	15,466	100.0
1955	1,225	7.6	10,952	68.5	2,433	15.2	1,390	8.7	16,000	100.0
1956	1,575	10.3	10,298	67.6	2,541	16.7	820	5.4	15,234	100.0
1957	1,625	10.7	10,145	66.9	2,649	17.5	746	4.9	15,165	100.0
1958	1,495	9.1	10,993	67.0	2,895	17.6	1,033	6.3	16,416	100.0
1959	2,077	12.1	10,496	61.3	3,212	18.7	1,350	7.9	17,135	100.0
1960	1,985	11.2	10,466	59.0	3,594	20.2	1,702	9.6	17,747	100.0

Tableau III
Composition de la dette nationale détenue par les particuliers²
 (en millions de dollars)

Année	Bons du Trésor		Autres		Obligations d'Épargne du Canada		Total	
		(en p.c.)		(en p.c.)		(en p.c.)		(en p.c.)
1952.....	28	0.3	7,631	85.7	1,250	14.0	8,909	100.0
1953.....	24	0.2	7,483	81.9	1,632	17.9	9,139	100.0
1954.....	208	2.4	6,331	73.4	2,090	24.2	8,629	100.0
1955.....	494	5.5	6,043	67.4	2,433	27.1	8,969	100.0
1956.....	285	3.2	5,940	67.8	2,541	29.0	8,766	100.0
1957.....	289	3.3	5,756	66.2	2,649	30.5	8,693	100.0
1958.....	415	4.6	5,658	63.1	2,895	32.3	8,968	100.0
1959.....	755	7.0	6,758	63.1	3,212	29.9	10,725	100.0
1960.....	549	5.0	6,936	62.6	3,594	32.4	11,080	100.0
1961 (au 26 juillet).....	376	3.5	6,971	64.5	3,452	32.0	10,799	100.0

Tableau IV
Distribution des bons du Trésor par catégorie d'acheteurs³
 (en millions de dollars)

Année	Banques à Charte		Banque du Canada		Particuliers		Comptes du Gouvernement		Total	
		(en p.c.)		(en p.c.)		(en p.c.)		(en p.c.)		(en p.c.)
1952.....	139	30.9	283	62.9	28	6.2	—	—	450	100.0
1953.....	245	37.7	376	57.8	24	3.7	5	0.8	650	100.0
1954.....	363	46.5	169	21.7	208	26.7	41	5.3	780	100.0
1955.....	430	35.1	264	21.6	494	40.3	36	3.0	1,225	100.0
1956.....	743	47.2	507	32.2	285	18.1	40	2.5	1,575	100.0
1957.....	808	49.7	469	28.9	289	17.8	59	3.6	1,625	100.0
1958.....	956	63.9	36	2.4	415	27.8	89	5.9	1,495	100.0
1959.....	983	47.3	309	14.9	755	36.4	30	1.4	2,077	100.0
1960.....	974	49.1	407	20.5	549	27.6	56	2.8	1,985	100.0
1961 (au 28 juillet).....	1,161	61.6	335	17.8	376	19.9	13	0.7	1,885	100.0

1. Idem, tableau I, p. 403.

2. Idem, tableau II, pp. 405-406.

3. Idem, tableau I, p. 403.

Les tableaux I, II et III nous renseignent respectivement sur la distribution de la dette nationale, sa composition et celle de la part détenue par les particuliers. Quelles tendances s'en dégagent?

L'importance des particuliers, en tant que prêteurs à l'État, est démontrée par les statistiques présentées. Par conséquent, nous porterons notre attention sur la composition de la dette nationale détenue par les particuliers, après avoir brièvement examiné celle du total, décrite au tableau II.

De 1952 à 1960, certaines tendances nettes se dégagent: les obligations d'épargne du Canada, d'une part, et les bons du Trésor, d'autre part, enlèvent de plus en plus d'importance aux autres titres et obligations émis sur le marché par le gouvernement fédéral. Constituant 8.2 p.c. du total de la dette nationale en 1952, les obligations d'épargne en représentaient 20.2 p.c. en 1960; pour les bons du Trésor, le pourcentage était de 3.0 en 1952, et de 11.2 en 1960. Ces gains furent réalisés aux dépens principalement des autres titres et obligations qui virent leur part baisser de 78.7 p.c. en 1952, à 59.0 p.c. en 1960 (Voir tableau II).

La composition de la dette nationale détenue par les particuliers affiche les mêmes tendances: gain considérable pour les obligations d'épargne ainsi que pour les bons du Trésor aux dépens, naturellement, des autres titres et obligations. De 1952 à 1954, les premières passent de 14 p.c. à 32.4 p.c., les secondes de 0.3 p.c. à 5 p.c., tandis que la part des derniers fléchit de 85.7 p.c. à 62.6 p.c.

Il ressort de cet examen qu'une transformation progressive des portefeuilles est en cours, entraînant l'acquisition d'actifs de nature hautement liquide, c'est-à-dire les obligations d'épargne du Canada et les bons du Trésor. Ce mouvement trahit, en plus, un désir général d'accumuler un capital ou des réserves de fonds, ou d'en préserver la valeur nominale comme dans le cas des placements dans les obligations d'épargne du Canada. Il est vrai que le désir de se procurer un revenu, promis par le taux de l'intérêt, est toujours présent, bien que, d'une façon générale, il semble subordonné au premier. Dût-il en être autrement, les particuliers eussent préféré

acquérir d'autres types d'obligations assurant un rendement plus avantageux. Ces considérations débouchent sur le dernier stade de ce commentaire où, à la lumière des faits qui viennent d'être exposés, nous ferons le raccord entre la seconde et la troisième partie de nos remarques.

Nous avons constaté, précédemment, une divergence entre le comportement des taux d'intérêt à court terme et celui des taux à long terme: tandis que les premiers accusent manifestement une tendance à la baisse, les seconds résistent à la baisse et semblent devoir évoluer plutôt dans le sens contraire. Ces faits, flanqués des modifications (observées ci-haut) dans la composition de la dette nationale, constituent l'évidence d'une préférence accrue pour les titres et les obligations pourvus de liquidité à un degré relativement avancé. Autrement dit, il existe actuellement une forte demande pour les titres et les obligations qui se rapprochent le plus de la monnaie, c'est-à-dire les bons du Trésor et les obligations à brève échéance¹.

Cette conclusion, basée sur un rapprochement entre, d'une part, le comportement des divers taux d'intérêt, et d'autre part, l'évolution de la structure de la dette nationale, est défendue également par le succès des émissions d'obligations d'épargne du Canada au sein de la composition du portefeuille de titres et d'obligations détenus par les particuliers. De plus, tout porte à croire que cette préférence pour les types de créance qui s'apparentent à la monnaie, n'est pas sur le point de disparaître: les tableaux II, III et IV tracent, depuis 1952, une ligne de tendance qui tend à confirmer nos prévisions; il y a également l'expansion du marché financier et du marché monétaire dont l'efficacité croissante se fera sentir dans l'élimination progressive, encore que limitée, des obstacles séparant la monnaie, ou l'argent proprement dit, des bons du Trésor, des obligations ou d'autres sortes de titres. Plus exactement, l'existence d'un marché financier perfectionné constitue à la fois une invitation et une garantie pour le public en général, dont le désir de garder de l'argent, soit par mesure de précaution ou pour d'autres motifs, deviendra par le fait même de moins en moins important. La facilité avec laquelle l'on récupère, à coup sûr, des

1. Voir ce qui a été dit à propos de la liquidité des titres et autres obligations, pp. 367-368.

fonds investis dans des titres et des obligations, influe sans aucun doute sur la demande de monnaie en la diminuant¹.

En conclusion, nous ne nous aventurerons pas à prédire le cours immédiat des taux d'intérêt sur le marché: la brièveté de notre commentaire, auprès de la complexité de la nature de ce sujet, ne nous y invite pas. Au contraire, il nous semble devoir souligner plutôt la forte concentration des bons du Trésor entre les mains de ce groupe trop restreint de détenteurs que sont les banques à charte. Vu les faibles dimensions de ce groupe, il est à redouter que la spéculation n'en soit rendue que plus facile, et la politique monétaire plus difficile, par suite de la probabilité (certes plus élevée dans ce cas-ci) d'une opinion unanime sur les tendances futures des taux d'intérêt. Conséquemment, il se pourrait que le coût de la dette nationale se maintienne à un niveau artificiellement élevé. C'est à une telle étude que nous invite le présent commentaire.

Vely LEROY

1. D'autres facteurs jouent également. Nous n'avons considéré que ceux qui ont paru mériter notre attention, eu égard au thème du commentaire et à l'espace qui nous est ici réservé. Au lecteur intéressé, nous recommandons de lire le chapitre XV de l'ouvrage de J.-M. Keynes déjà cité.