

EPARGNE ET INFLATION

François Bilger
Professeur à l'Université Louis Pasteur de Strasbourg
(1975)

Il peut sembler paradoxal à première vue de poser actuellement le problème de l'épargne et de l'inflation alors que, dans la situation présente de l'économie occidentale, la préoccupation majeure est au contraire celle de la consommation et du chômage. Pourtant ce thème de réflexion garde toute son importance et son actualité, car, malgré le développement du chômage et malgré l'affaiblissement passager de la consommation, l'inflation continue partout de sévir avec virulence et risque encore de s'accélérer.

Tout a été dit ou presque sur ce sujet complexe qui a, depuis quelques années, suscité le plus vif intérêt. Après avoir longtemps observé avec une certaine résignation le phénomène de la hausse permanente des prix, les organisations représentatives des épargnants, cette « majorité silencieuse » de l'économie, ont à leur tour revendiqué une lutte plus énergique contre les causes de ce mal et une garantie sérieuse contre ses effets. Il est normal que l'institution s'inspirant de l'action de Raiffeisen se sente tout particulièrement concernée : l'inflation n'est-elle pas l'équivalent pour les travailleurs de ce temps de ce qu'était l'usure pour la masse des paysans du 19^e siècle ? C'est ainsi que le Colloque organisé l'an dernier au Bischenberg par le Crédit Mutuel et dont les débats ont été publiés par Eurépargne a présenté une bonne analyse des points de vue sur cette question. Il en a aussi mis en évidence l'extrême complexité. Bien loin d'aider à une clarification du débat, les désaccords très profonds entre les théoriciens de l'économie accroissent en général l'impression de confusion qui se dégage de beaucoup d'études réalisées sur le sujet.

Dans ces conditions il est très difficile, dans le cadre d'une intervention nécessairement brève, d'apporter à ce débat un élément nouveau et pertinent et d'échapper à la répétition d'idées connues. Tout au plus, peut-on tenter de souligner certains aspects un peu négligés ou de mettre en évidence quelques conclusions importantes, en s'efforçant d'utiliser au maximum le simple bon sens. C'est ce que je voudrais m'efforcer de faire ici à propos des deux faces du problème qui sont, dans l'optique de l'analyse économique, l'effet de l'inflation sur l'épargne et l'effet de l'épargne sur l'inflation, et dans, l'optique de la politique économique, la protection de l'épargne face à l'inflation et l'utilisation de l'épargne contre l'inflation.

x

En ce qui concerne tout d'abord l'effet de l'inflation sur l'épargne et la protection de l'épargne contre l'inflation, on est frappé, en lisant les études consacrées à cette question, par le caractère assez général et abstrait de l'analyse et, notamment, par la négligence fréquente de deux facteurs fondamentaux de la réalité, à savoir l'interdépendance de toutes les grandeurs économiques et l'inégalité des sujets économiques.

A première vue, c'est un fait qu'en règle générale, l'inflation entraîne une spoliation de l'épargne. Si l'on compare les taux d'intérêt moyens aux taux d'inflation moyens et si l'on tient compte de surcroît des taux d'imposition, il apparaît que, dans la plupart des pays et depuis de longues années, l'épargne n'obtient qu'un revenu faible, souvent nul, parfois même négatif, ce qui signifie une amputation du capital. Il y a donc une spoliation de l'épargne. Mais s'arrêter à cette seule constatation risque de mener à des propositions injustifiées.

La première observation, et la plus importante, qu'il convient en effet d'ajouter immédiatement, est que l'inflation n'exerce pas seulement cet effet négatif de spoliation sur

l'épargne. Elle a aussi un effet d'augmentation nominale de l'épargne. Il faut en effet considérer l'origine de l'épargne, qui est le revenu. Quand on parle de l'épargnant, on évoque en réalité un sujet économique abstrait. Il existe encore de nos jours quelques épargnants purs, qui sont d'ailleurs en même temps au moins des consommateurs, la très grande majorité des épargnants sont des agents économiques actifs, c'est à dire des salariés, des agriculteurs, des commerçants, des membres des professions libérales. A ce titre, ils perçoivent des revenus principaux qui constituent la source de leur épargne courante et qui ont en général une progression supérieure à celle des prix.

Il en résulte que l'épargne nominale réalisée par les ménages est chaque année pour partie le produit de l'inflation et de la hausse des revenus que celle-ci implique. En fait, l'épargne courante est partiellement une fausse épargne ou une épargne fictive, artificiellement gonflée par la hausse des prix. Il en résulte aussi qu'à taux d'intérêts constants, une partie des intérêts supplémentaires versés constituent une rémunération liée à l'inflation.

Tout se passe - et cette conclusion est importante - comme si l'épargne courante et les intérêts supplémentaires étaient indexés de fait sur l'inflation. Il ne s'agit bien entendu pas d'une indexation du capital ou du taux d'intérêt, mais d'une indexation du flux d'épargne courante et du flux d'intérêts versés sur cette épargne courante. Un calcul élémentaire permettrait cependant de vérifier que, selon la progression du revenu principal par rapport à l'inflation, selon l'évolution du taux d'épargne du ménage et enfin selon l'importance initiale du capital, il peut y avoir aussi une certaine protection du capital lui-même à travers ce phénomène et qu'il y a ainsi une certaine compensation automatique entre la dépréciation du capital et l'appréciation de l'épargne courante par la hausse des prix.

L'action de l'inflation sur l'épargne n'est donc pas à sens unique. Si l'on tient compte en outre du fait que la plupart des épargnants sont simultanément non seulement titulaires de revenus variables en fonction de l'inflation, mais aussi détenteurs de valeurs réelles susceptibles d'enregistrer des plus-values et éventuellement bénéficiaires d'emprunts dont la charge peut être réduite par l'inflation, on retrouve cette idée banale qu'en raison de l'interdépendance économique, tous les ménages épargnants sont en général à la fois des perdants et des gagnants de l'inflation.

C'est ce phénomène qui rend la protection des agents économiques contre l'inflation si difficile. Raiffeisen par exemple se trouvait devant une situation où il y avait très clairement d'un côté de purs profiteurs et de l'autre de pures victimes de l'usure. Le combat était clair et la stratégie relativement aisée à établir. Il n'en est hélas pas de même dans l'économie inflationniste. Nous sommes tous profiteurs et victimes à la fois et ceci dans toutes nos activités économiques. Ce ne serait pas tellement grave si chacun était relativement aussi gagnant que perdant - et c'est précisément cette égalité que voudraient rétablir des systèmes d'indexation généralisée -, mais malheureusement l'inflation distribue ses faveurs et ses défaveurs de façon totalement arbitraire et inéquitable et en outre de manière tellement variable que personne n'est jamais en état de savoir où en est exactement sa situation, son solde personnel, et a fortiori où en sont les situations des autres. Il en résulte alors cette revendication permanente, générale et croissante de tous les agents économiques à l'égard de la société, revendication à la fois parfaitement justifiée et totalement injustifiée. Tel est l'un des paradoxes de la société inflationniste.

A vrai dire, il est tout de même possible d'évaluer avec un peu plus de précision les avantages et les coûts de l'inflation pour les diverses catégories sociales. Et ceci amène à la considération de l'inégalité économique structurelle au sein de la société et notamment parmi les épargnants. Sur ce plan aussi, la considération abstraite des épargnants en général ou de l'épargnant moyen face à l'inflation masque des réalités importantes.

Il n'y a d'abord aucun point commun entre les épargnants plaçant leurs économies en actions, dont le rendement et la valeur sont partiellement fonction de l'inflation, et les épargnants utilisant des placements à revenu fixe. Parmi ceux-ci, les situations sont également très variables selon la nature des instruments utilisés. En règle générale, le rendement des obligations à long terme, compte tenu de leur valeur de négociation, a permis dans le passé de couvrir assez bien la dépréciation du capital, tandis que celle-ci -ci était réelle pour les titulaires de comptes à terme ou à vue.

Pour justifier une telle différence de traitement face à l'inflation, on argue du fait que la longue durée du placement en obligations exige une renonciation à la liquidité et un sacrifice de consommation plus grands. En réalité, il n'en est rien, puisque d'une part la plupart de ces titres sont négociables à tout moment et qu'en général l'effort d'épargne à vue du ménage modeste est psychologiquement bien supérieur à l'effort d'épargne à long terme du ménage aisé. En réalité, il se peut très bien que le détenteur d'une obligation à dix ans mais vendue au bout d'un an soit mieux rémunéré que le titulaire d'un compte à vue dont le capital aurait été effectivement stable durant deux ans.

Les situations sont donc très variables parmi les épargnants eux-mêmes non seulement en vertu du montant de leurs ressources, mais aussi en fonction de leurs compétences ou facilités en matière financière. Certains parviennent ainsi aisément à se protéger assez bien contre l'inflation, tandis que d'autres n'y parviennent que mal ou pas du tout. Toute politique d'amélioration de la protection de l'épargnant devrait déjà partir de ce fait et différencier en conséquence ses modalités.

Or il n'en est rien: si l'on prend en effet en considération la plupart des incitations publiques à l'épargne, qui sont de caractère fiscal, on s'aperçoit que l'inégalité est encore plus manifeste. La multiplication des aides à l'épargne au cours des dernières années dans tous les pays a abouti à des garanties très sérieuses contre l'inflation au bénéfice de certains modes d'épargne et de ce fait indirectement de certaines catégories d'épargnants. Pour la France, par exemple, on peut citer de nombreuses mesures : franchise fiscale pour le revenu des obligations dans une certaine limite, prélèvement forfaitaire sur les revenus des comptes à terme, exonération totale dans les plans d'épargne à long terme, avantages pour le plan d'épargne logement etc. Il faut y ajouter, comme dans tous les autres pays, la pratique de l'aménagement occasionnel du barème de l'impôt sur le revenu, sans compter la hausse quasi automatique des taux d'intérêt en période d'inflation en raison de la tension des marchés ou de la politique de stabilisation de la Banque Centrale. Tous les avantages fiscaux assurent une indexation de fait, limitée bien sûr mais réelle, au profit de certains types d'épargne. Mais, par définition, un avantage fiscal ne peut bénéficier aux épargnants les plus modestes, puisque ceux-ci ne sont pas soumis à l'impôt. Certains tirent ainsi un avantage relatif de ces interventions publiques et d'autres n'en tirent aucun.

En définitive, il apparaît donc que les effets de l'inflation sur l'épargne sont, en vertu de l'interdépendance et de l'inégalité économique, très complexes et que, dans ces conditions, une politique générale d'indexation de l'épargne n'est pas justifiée.

A vrai dire, personne n'a osé proposer une indexation totale et surtout parfaite des capitaux et des taux d'intérêt, qui mènerait, pour des placements à moyen et surtout à long terme, à des conséquences financières aberrantes. On a donc généralement proposé des indexations partielles soit du capital soit du taux d'intérêt, ou bien des indexations limitées de l'un ou de l'autre. Il y a une multitude de suggestions à cet égard, de valeur très inégale et d'effet social ou économique très variable de sorte qu'une discussion générale sur l'indexation sans référence exacte au mode d'indexation a souvent peu de sens. On peut cependant dire, de manière générale, que toute indexation implique un transfert de charges en raison de l'interdépendance économique. Si, en vertu d'une telle mesure, un revenu augmente en règle générale plus rapidement, il faut nécessairement

qu'un autre revenu augmente moins vite ou bien que les prix augmentent plus vite. On ne peut échapper à cette contrainte mathématique.

C'est la raison pour laquelle ceux qui préconisent l'indexation de l'épargne devraient toujours préciser comment ils entendent la faire payer : par les salaires, par les dividendes, par les prestations sociales, par les impôts qui sont les revenus de l'Etat ou par les prix? Il y a malheureusement fort à parier que toute l'indexation de l'épargne signifierait purement et simplement accélération de la hausse des prix, au détriment des consommateurs que nous sommes tous. Les épargnants gagneraient donc du côté de l'épargne mais perdraient l'équivalent du côté de leur consommation.

En économie, comme dans la nature, rien ne se perd, rien ne se crée, tout se transforme. C'est la raison pour laquelle la seule position logique cohérente est celle de l'indexation généralisée, parce que dans ce cas le gain du côté de l'épargne serait compensé par une perte du côté des salaires. Telle est la solution préconisée par exemple aux USA par Friedman, en France par Chalandon, en Allemagne par Erhard, Giersch et tout récemment encore par le Conseil scientifique auprès du Ministère de l'économie. Mais cette solution serait-elle acceptée par les salariés dans des pays où n'existe pas la contrainte politique brésilienne ? Et l'indexation généralisée ne créerait-elle pas une rigidité dangereuse pour l'économie en général si des facteurs externes bouleversaient brutalement l'équilibre établi comme ce fut le cas au Brésil avec le choc pétrolier fin 1973 ? Ce n'est pas sans de bonnes raisons que la plupart des pays ont aboli la pratique des indexations, par exemple l'Allemagne en 1948 et la France en 1958. Le remède serait sans doute pire que le mal.

En revanche, l'analyse précédente me semble apporter un appui à la proposition souvent formulée entre autres par le Président Théo Braun, d'une protection sérieuse de l'épargne modeste (par exemple celle des ménages non soumis à l'impôt sur le revenu des personnes physiques) par des primes budgétaires, c'est à dire n'affectant pas directement le coût des emprunts. Un Etat digne de ce nom se doit d'accorder sa protection et son soutien aux efforts méritoires de constitution d'un patrimoine de la part des ménages défavorisés de la population, et ceci quelles que soient les charges, d'ailleurs à première vue assez faibles, pour le budget et les conséquences économiques générales. Une réflexion approfondie montrerait d'ailleurs que les effets psychologiques et politiques d'une telle mesure ne pourraient que réduire certaines tensions économiques et sociales et conforter l'économie de marché et la société libérale.

x

Le problème des effets de l'épargne sur l'inflation et de l'utilisation de l'épargne contre l'inflation n'a pas suscité au cours des dernières années le même intérêt que le précédent, bien qu'il en soit presque indissociable. En effet, en bonne logique, la volonté croissante de protéger l'épargne contre l'inflation signifie au fond le rejet de la politique traditionnelle et actuelle de l'épargne qui consiste dans une certaine mesure à utiliser celle-ci contre l'inflation. Il est donc indiqué de se poser simultanément le problème des effets de l'épargne sur l'inflation et de l'efficacité de la politique poursuivie jusqu'ici.

Une telle question mériterait d'amples développements qu'il serait impossible de présenter dans le court laps de temps dont je dispose. Je me contenterai donc de formuler quelques observations très générales et un jugement peut-être un peu brutal.

Rappelons tout d'abord que l'épargne peut affecter l'inflation par l'évolution de son taux, de sa structure et de son prix. Toute variation du taux d'épargne a pour conséquence d'une part une variation en sens inverse de la part du revenu consacrée à la consommation et par là un nouvel équilibre entre demande et offre globales et d'autre part une variation en sens inverse des taux

d'intérêt et par là un nouvel équilibre entre offre et demande de capital. Dans le premier cas, c'est principalement l'inflation par la demande, dans le second l'inflation par les coûts qui se trouve affectée. Toute transformation de la structure de l'épargne, entre épargne à court ou à long terme, modifie également les conditions de financement et donc l'inflation par les coûts. Il en est de même en cas de substitution d'épargne des ménages à l'épargne des entreprises ou des administrations, qui sont toutes deux au fond des épargnes forcées, fondées sur l'inflation par l'administration des prix ou des impôts. Enfin, toute variation réglementaire ou fiscale du prix de l'épargne, c'est-à-dire des taux d'intérêt créditeurs, affecte l'équilibre du marché des capitaux et principalement l'inflation par les coûts financiers.

Tant que l'idée d'agir sur la formation des revenus, c'est à dire une politique des revenus, ne sera pas réalisable, pour contrôler simultanément l'inflation par la demande et l'inflation par les coûts, l'action sur l'utilisation des revenus, c'est-à-dire principalement la politique de l'épargne, devrait demeurer un élément important de la politique de stabilisation des prix. La politique classique de l'épargne vise, outre sa fonction primordiale de financement des investissements, deux objectifs : développer le volume global de l'épargne et modifier sa structure dans le sens de l'allongement, en vue de remplacer progressivement l'épargne monétaire ou à court terme par l'épargne à moyen ou long terme des ménages. Le prix de l'épargne est considéré comme relativement secondaire et sert à réaliser les deux autres objectifs, en liaison avec des mesures réglementaires ou fiscales. Dans toute la mesure du possible, on cherche même à maintenir le prix de l'épargne le plus bas possible pour éviter la hausse des coûts financiers pour les entreprises et le freinage des investissements.

Les partisans de l'indexation qui prétendent que celle-ci aurait des effets stabilisateurs ont exactement une position inverse, puisqu'ils pensent que l'accroissement du prix de l'épargne aurait pour conséquence d'un côté le développement et la consolidation de l'épargne et de l'autre la limitation et la rationalisation de l'investissement.

Dans ce débat, il me semble que la position des partisans de l'indexation ne repose sur aucun argument solide. Bien au contraire, les faits connus démontrent constamment l'inélasticité aussi bien de l'épargne que de l'investissement par rapport au niveau et à la structure des taux d'intérêt. Les événements récents ont encore illustré dans tous les pays l'insensibilité des investissements à la hausse comme à la baisse des taux d'intérêt, en 1973 comme en 1975. Et il en a été de même pour l'épargne, qui a relativement diminué en 1974 et relativement augmenté en 1975. D'autre part, il y a une corrélation apparemment très étroite depuis quelques années entre la tendance continue à la hausse des taux d'intérêt et l'accélération de l'inflation à moyen terme. Cette hausse des taux d'intérêt est au fond une indexation de fait et le moins qu'on puisse dire c'est qu'elle n'a pas du tout freiné l'inflation et semble au contraire l'avoir consolidée et accélérée. Je n'insiste pas sur ce débat qui est bien connu et, je crois, à peu près tranché.

On ne peut donc pas affirmer que la politique traditionnelle de l'épargne reposerait sur des fondements analytiques erronés. Mais, malheureusement, il semble que ses modalités ne soient pas valables. Car il faut bien constater - le jugement sera ici volontairement un peu provocateur - qu'elle n'a pas une grande efficacité et peut être même aucune et que sa révision s'impose.

La considération des statistiques dans divers pays développés montre en effet que les incitations publiques à l'épargne n'ont entraîné aucun accroissement sensible du volume de l'épargne ni aucune modification importante de sa structure. On constate au contraire une assez grande stabilité. Par exemple, en France, le taux d'épargne des ménages a oscillé en vingt ans entre 11 et 14 % du revenu disponible des ménages. Les variations à court terme qui interviennent régulièrement semblent entièrement imputables à la situation conjoncturelle et non aux décisions publiques concernant les taux d'intérêt ou les avantages fiscaux. A long terme, ce taux paraît

commandé par l'évolution structurelle du patrimoine et de la consommation des ménages. A court comme à long terme, le facteur déterminant semble donc être le revenu réel et les incitations publiques jouent, dans l'interprétation la plus favorable, un rôle très modeste. La même inefficacité des instruments d'intervention se constate en ce qui concerne le rapport entre l'épargne liquide et l'épargne consolidée à moyen et à long termes. Là aussi, seules les fluctuations conjoncturelles provoquent occasionnellement des variations et en général sans rapport avec la politique économique suivie. Les mesures gouvernementales ne semblent avoir quelque efficacité que dans la distribution d'une épargne donnée entre divers instruments offerts, c'est-à-dire dans la modification de certains circuits de financement. Il est évident que, si l'Etat offre par exemple une formule d'épargne à moyen terme plus avantageuse que d'autres, les épargnants qui ont déjà décidé pour d'autres raisons de placer leurs disponibilités à moyen terme choisiront de préférence la formule la plus rentable. Mais celle-ci n'incitera pas un ménage ayant décidé de placer ses avoirs à court terme à allonger son placement.

Peut-on du moins considérer que les interventions publiques empêchent une détérioration de la situation ? C'est très douteux. Pour le taux d'épargne réel des ménages, l'histoire économique prouve sa constance à long terme en l'absence de toute politique étatique. L'expérience du 19^e siècle comme celle de l'entre-deux-guerres semble à cet égard probante.

Cette analyse est certainement trop rapide et trop globale pour être tout à fait exacte. Il faudrait la nuancer, en fonction notamment des divers types d'instruments dont certains ont peut-être quelque efficacité, par exemple en incitant des ménages à convertir une épargne réelle en épargne monétaire. Mais il me semble que les statistiques globales prouvent que, même si quelques résultats ont été obtenus, ils sont beaucoup trop modestes par rapport aux moyens mis en œuvre et surtout par rapport aux objectifs poursuivis. Car, contrairement à ce qu'on a souvent tendance à penser, ce n'est pas le montant absolu et la structure existante de l'épargne qui ont un effet anti-inflationniste, c'est seulement l'accroissement relatif du montant et l'amélioration relative de la structure de l'épargne qui peuvent avoir un effet stabilisateur. A partir du moment où l'épargne des ménages s'accroît simplement en proportion du revenu et où elle ne tend pas à se consolider relativement, elle ne modifie nullement l'équilibre économique sur les marchés des biens ou des facteurs et la variation des prix. Si, de surcroît, comme c'est le cas depuis quelques années, le prix de l'épargne s'élève, elle exerce en réalité un effet inflationniste, qui se trouve encore renforcé par les coûts budgétaires inutiles de la politique pratiquée.

Je suis d'autant plus à l'aise pour constater l'échec de cette politique que j'en ai été longtemps un partisan résolu. Je reste aujourd'hui persuadé que l'action anti-inflationniste de la politique de l'épargne peut être considérable, mais à condition d'en réexaminer les principes et les modalités.

Dans cette optique, je voudrais, pour conclure de manière plus constructive, formuler une hypothèse sur les raisons de l'échec et donc une suggestion pour la révision de cette politique.

A la réflexion, on s'aperçoit en effet que la politique actuelle de l'épargne est fondée, comme un certain nombre d'autres politiques, dont les effets sont tout aussi discutables, sur un principe qui est au fond contraire à l'esprit et aux mécanismes de l'économie de marché : elle est une politique d'aide aux produits et non une politique d'aide aux personnes. Et c'est probablement cette caractéristique qui la rend économiquement inefficace et socialement peu valable, comme on l'a constaté à propos de la protection des épargnants.

De même que la politique agricole, par exemple, intervient spécifiquement sur le blé, le lait, le bœuf, etc., la politique de l'épargne accorde, par exemple en France, l'exonération fiscale ou une prime de fidélité au premier livret d'épargne quel qu'en soit le titulaire, établit une franchise fiscale

spécifique pour les obligations, un prélèvement libérateur pour les comptes à terme, un crédit d'impôt pour les actions, des conditions favorables pour l'épargne logement, des dispositions spécifiques pour l'assurance etc. Mais, ce faisant, elle permet à un épargnant averti de trouver, pour une épargne de nature et de montant prédéterminés, les emplois maximisant ses avantages et minimisant ses charges, mais elle ne récompense nullement l'épargnant en fonction d'un effort supplémentaire ni, ce qui est économiquement plus regrettable, en fonction d'une contribution effective à la lutte contre l'inflation. Malgré l'accroissement automatique des coûts, qui est l'une des caractéristiques les plus fâcheuses des politiques d'aide aux produits, les résultats macroéconomiques visés ne sont nullement garantis.

Il conviendrait donc de voir si une politique fondée sur le principe inverse d'aide aux personnes ne serait pas plus efficace, et peut-être à moindres coûts. Il s'agirait alors de récompenser personnellement le ménage qui, quel que soit le montant ou la structure initiale de son patrimoine monétaire, augmenterait et consoliderait progressivement ce patrimoine.

Des modalités répondant à de tels principes ne seraient pas difficiles à imaginer. Le cadre en est tout tracé avec l'impôt sur le revenu des personnes physiques, qui contient déjà beaucoup de dispositions répondant à des objectifs d'intervention économique ou sociale, y compris d'ailleurs la stimulation de l'épargne. Quant aux critères des avantages fiscaux, ils devraient être, d'une part, l'accroissement relatif de l'épargne totale du ménage, de manière à provoquer une consolidation de droit ou de fait, et, d'autre part, l'accroissement relatif de l'épargne courante d'une année à l'autre, de manière à entraîner un taux d'épargne des ménages croissant. Les avantages fiscaux accordés dans ces conditions récompenseraient l'épargnant en fonction de son effort personnel et de sa contribution effective à la stabilisation des prix et non en fonction de son patrimoine ou de son revenu ou de son habilité à tirer le profit maximum de la variété des incitations publiques. De telles dispositions seraient donc aussi satisfaisantes sur le plan social que sur le plan économique.

Quant à la charge budgétaire, elle ne serait pas cumulative, l'effort requis devant être renouvelé chaque année par les contribuables et de nombreuses autres modalités d'aide fiscale pouvant être supprimées progressivement dans ces conditions. Le marché et la concurrence se chargeraient alors seuls d'établir les instruments, les circuits et la structure des taux d'intérêt les plus adaptés aux conditions de l'offre et de la demande de capital.

Je ne sais pas si cette suggestion, simplement esquissée et seulement destinée à illustrer le raisonnement, est tout à fait satisfaisante. Mais il me semble que la réflexion devrait s'orienter dans cette direction, parce que la politique traditionnelle de l'épargne ne répond pas à son objectif et qu'une politique personnalisée de l'épargne, c'est-à-dire fondée sur la protection des épargnants modestes et la stimulation des épargnants aisés, paraît au contraire susceptible de contribuer activement à la stabilisation des prix. Or, la lutte continue, déterminée et imaginative contre l'inflation est et demeure en définitive la meilleure garantie des épargnants.

**Intervention au Congrès de l'Union internationale du Crédit Mutuel
Strasbourg – 15 septembre 1975**