

Réflexions sur le taux d'intérêt

François BILGER

Professeur de Sciences Economiques à l'Université Louis Pasteur de Strasbourg

(15 septembre 1972)

En me faisant l'honneur de m'inviter une seconde fois à parler à ce Congrès, Monsieur le Président BISCHOFF m'a très aimablement laissé le libre choix du thème de mon exposé. Il m'a simplement indiqué qu'il attendait d'une intervention "universitaire" dans cette assemblée de praticiens une certaine ouverture à des problèmes fondamentaux se situant à l'arrière-plan de leurs préoccupations concrètes.

Dans cet esprit, j'ai d'abord été tenté tout naturellement de présenter ici les recherches qu'un nombre croissant de mes collègues poursuivent de nos jours dans le domaine de l'épargne. De fait, alors que cette question a généralement été traitée par nos prédécesseurs de manière assez indirecte ou marginale, les économistes d'aujourd'hui en ont fait l'un des domaines d'étude les plus actifs et les centres de recherche sur l'épargne se multiplient, notamment en France. Cet intérêt vif et croissant tient sans doute pour une part au grand renouveau de la politique de l'épargne depuis quelques années déjà, mais aussi à l'évolution interne de la science économique. Après s'être consacrés quasi exclusivement à l'étude des flux économiques globaux, et en particulier à la détermination et évolution du revenu national, les économistes contemporains s'orientent de plus en plus vers l'analyse des stocks et en particulier des fortunes. Le comportement des agents économiques individuels et le fonctionnement de l'économie nationale toute entière paraissent devoir mieux s'expliquer à partir de la formation et transformation des patrimoines qu'en fonction de l'évolution des revenus. Dans cette "optique patrimoniale", l'analyse de l'épargne qui est à la base des fortunes, devient évidemment prédominante. Il aurait donc pu être intéressant d'évoquer les premiers résultats de cette recherche. Malheureusement, des résultats théoriquement fondés et pratiquement utiles font encore défaut. Cette recherche en est encore au stade de l'observation, avec des constatations empiriques souvent contradictoires, et mon intervention aurait dû se limiter à l'exposé d'hypothèses, notamment en ce qui concerne la hiérarchie des déterminants de l'épargne, et de conclusions tout à fait provisoires. Dans ces conditions, il vaut mieux retarder de quelques années la vulgarisation de ces études.

Je vous propose quelques réflexions sur un thème plus limité qui a toutefois un rapport étroit avec l'épargne et la politique de l'épargne et qui présente l'avantage d'avoir de tous temps fortement sollicité l'attention des économistes et aussi de beaucoup d'autres penseurs, à savoir le taux d'intérêt. Bien sûr, il ne s'agit pas, compte tenu du temps disponible, de résumer la théorie, fort complexe, du taux d'intérêt, mais simplement de faire quelques observations sur le niveau moyen des taux d'intérêt versés de nos jours aux épargnants.

X

Je ne surprendrai personne ici en faisant la constatation que, depuis un quart de siècle environ, le niveau moyen des taux d'intérêt créditeurs est remarquablement faible. Que l'on considère les taux de vos Caisses d'Epargne ou d'autres établissements financiers, ceux des banques, ceux des emprunts d'Etat ou même le rendement des actions, sorte de taux d'intérêt variable, et si l'on en déduit les taux moyens d'inflation et éventuellement aussi les taux moyens d'imposition, on arrive à la conclusion que les taux d'intérêt réels disponibles ont été depuis 1945

en général très bas, souvent nuls, parfois même négatifs. C'est une constatation banale, mais dont la permanence suscite sans cesse un certain étonnement.

Le phénomène n'est d'ailleurs pas propre à notre pays, les taux d'intérêt nominaux étant généralement du même ordre de grandeur dans les autres nations développées du monde libre. Certes, dans quelques-uns de ces pays, il y a eu des périodes assez longues de stabilité des prix entre 1950 et 1965, assurant une rémunération effective au capital prêté par les épargnants, mais depuis cette date la généralisation et l'accélération de l'inflation ont mis tous ces épargnants dans une situation comparable.

A cette constatation s'en ajoute une autre qui n'est pas moins surprenante. Nous sommes aujourd'hui dans une société dans laquelle pratiquement aucun revenu nominal ne peut être diminué sans qu'il en résulte de violentes protestations de la part des intéressés. La réduction d'un taux de salaire, du niveau d'un prix agricole, du montant d'une pension ou d'une allocation sociale est socialement inconcevable et politiquement irréalisable. Bien mieux, la plupart des titulaires de revenus revendiquent et obtiennent une hausse régulière de ceux-ci, soit en fonction de la hausse des prix, pour maintenir le pouvoir d'achat, soit en fonction de l'élévation du revenu national, pour maintenir la parité des rémunérations, soit même en fonction de ces deux facteurs.

Le seul revenu qui soit encore entièrement flexible et donc susceptible de baisser est précisément l'intérêt du capital. Sa flexibilité est même si grande qu'il peut être diminué non seulement par le jeu normal de la loi de l'offre et de la demande de capital, mais encore par une simple décision étatique. On se souvient que lorsqu'en mars dernier le gouvernement français a abaissé le rendement de certains types de placements, aucune protestation des épargnants ne s'en suivit, alors même que le taux d'inflation était supérieur à certains rendements et allait s'élever encore peu après. Or les dépôts des épargnants, bien loin de diminuer, ont depuis lors fortement augmenté, ratifiant ainsi sans ambiguïté ces décisions. Des exemples analogues pourraient être trouvés sans peine à l'étranger, car partout le gouvernement ou la Banque centrale manipule, directement ou indirectement le niveau et la structure des taux d'intérêt, sans provoquer de fortes modifications du volume global de l'épargne volontaire des ménages.

Cette attitude passive et apparemment irrationnelle des épargnants est étonnante. Un examen de ses causes possibles peut être intéressant.

X

Dans la littérature économique la plus abstraite, on formule généralement l'hypothèse de "l'illusion monétaire". On entend par là que l'épargnant, sensible exclusivement au taux d'intérêt nominal, ignorerait ou négligerait l'effet de la dépréciation monétaire et de l'érosion de la valeur de son capital. Il croirait percevoir un revenu effectif alors même que son revenu réel serait nul ou même négatif.

Peut-être cette interprétation est-elle encore valable de nos jours pour certaines catégories d'épargnants particulièrement démunis d'information économique. Mais ce n'est sûrement pas le cas pour la majorité des épargnants actuels. En réalité, après des décennies d'inflation, la masse de la population n'a pratiquement plus d'illusions dans ce domaine. On pourrait même parler au contraire d'une vaste "désillusion monétaire". Celle-ci se manifeste très clairement dans le comportement des salariés, des commerçants ou des agriculteurs qui sont bien conscients qu'ils doivent sauvegarder le pouvoir d'achat de leurs revenus par une hausse au moins équivalente à celle des prix. Or ces mêmes personnes forment également la masse des épargnants. Il faut donc trouver une autre explication de leur différence d'attitude quand il s'agit d'un côté du pouvoir d'achat de leur revenu principal et de l'autre du pouvoir d'achat de leur capital.

L'hypothèse qui semble la plus vraisemblable, c'est que la masse des épargnants d'aujourd'hui économisent et placent leurs fonds non pour obtenir un rendement financier mais pour d'autres raisons. C'est d'abord la constitution d'une réserve de pouvoir d'achat immédiatement disponible pour une dépense exceptionnelle ou imprévue ou encore pour une dépense ultérieure. D'où la préférence marquée, en France par exemple, pour l'épargne liquide. Une autre motivation serait la garantie contre la perte ou l'irrégularité ou la diminution du revenu principal. Enfin, un motif croissant d'épargne est la demande ultérieure d'un crédit important, lié à un apport personnel. En somme, on peut dire, en groupant toutes ces raisons, que les épargnants n'espèrent pas que leur capital soit créateur de revenus, mais qu'il soit créateur de services.

Certes, il ne faut pas généraliser abusivement. Il y a des épargnants, surtout parmi les titulaires de revenus très élevés, qui veillent d'avantage à faire fructifier financièrement leur capital et à éviter son érosion monétaire, notamment grâce à des placements en valeurs à revenu variable ou des placements spéculatifs en biens réels. Le succès des plans d'épargne-logement à rendement relativement élevé est également l'indice d'une telle tendance. Certains spécialistes pensent aussi que l'actuel comportement de la masse des épargnants s'explique par la nécessité de satisfaire en priorité certains besoins (capital de précaution, biens durables essentiels, etc.), mais que la satisfaction progressive de ces besoins amènera à l'avenir les épargnants à revendiquer un véritable rendement pour leur capital, soit sous forme de taux d'intérêt supérieur au taux d'inflation, soit encore sous forme d'avantages fiscaux.

Il n'est pas certain cependant que ces réserves soient concluantes. Le fait que des individus donnent la préférence à un placement plus rentable quand on le leur offre et qu'ils en ont connaissance ne permet pas de prétendre qu'ils ont épargné pour le rendement financier et qu'ils auraient moins épargné en l'absence de cette forme de placement. Quand on considère l'importance des avantages fiscaux offerts par l'Etat pour certains types d'épargne, comme les plans d'épargne à long terme, et leur assez faible résultat, on serait plutôt tenté de penser que les ménages résistent aux perspectives de rendement financier. Quant à l'argument selon lequel le désir de rendement surgirait à partir d'un certain montant moyen d'épargne, il n'est pas en l'état actuel vérifié. Si l'on considère en effet les Etats-Unis où le revenu moyen des habitants est nettement plus élevé, on y observe un comportement de l'épargne très proche du nôtre. Certes l'épargne liquide y est relativement plus faible, mais les placements visant le rendement, notamment la détention d'actions par les ménages, y sont également en déclin. C'est l'épargne semi-liquide et l'épargne contractuelle, c'est à dire une épargne encore peu productive de revenus et en tout cas non spéculative, qui s'impose également aux Etats-Unis.

Le renoncement par les ménages à la recherche d'un véritable rendement financier semble donc avoir des racines très profondes, plus profondes qu'il n'apparaît à première vue et qui tiennent probablement à l'évolution de la mentalité collective. Les hommes d'aujourd'hui ne sont pas intimement convaincus que l'accumulation du capital justifie un véritable revenu. La conviction générale et plus ou moins consciente est que le revenu doit être la récompense d'une véritable activité productive. Or le fait d'épargner pour assurer sa propre sécurité ou pour consommer ultérieurement davantage ne constitue pas une justification subjective de revenus, un droit à prélèvement sur le revenu national. Les épargnants n'exigent pas à tout prix un revenu parce qu'ils savent qu'ils ne font pas un sacrifice pour faciliter le travail des autres, mais épargnent pour eux-mêmes et dans leur propre intérêt. Autant donc les individus sont exigeants pour la rémunération de leur travail, autant ils sont tolérants pour celle de leur capital, car ils savent très bien que leur épargne n'est pas, comme le prétendaient les théories anciennes, le résultat d'une abstinence ou d'un sacrifice ou encore d'une volonté d'activité productive. Celui qui de nos jours se contenterait, avant l'âge normal de la retraite, de vivre des revenus de son capital encourrait une sorte de réprobation collective et plus ou moins confusément se sentirait coupable de parasitisme social.

Il est intéressant de situer cette mentalité dans l'évolution historique. On sait que, pendant de longs siècles, la société occidentale a eu une attitude très critique à l'égard de l'intérêt du capital. Les plus grands esprits défendaient l'idée que l'intérêt n'était pas économiquement justifié et estimaient même qu'il fallait le condamner au nom de la morale. Pour ne citer que les noms les plus fameux, Aristote et St-Thomas affirmaient le principe que « l'argent ne fait pas de petits » et que dans ces conditions l'intérêt devait être prohibé. De nombreux auteurs socialistes, et notamment Karl Marx, devaient reprendre ces idées au 19^e siècle. Mais entre temps l'avènement du système capitaliste et la révolution bourgeoise avaient imposé une réhabilitation de l'intérêt. Les raisons les plus diverses étaient avancées : prix de l'abstinence de consommation, prix du temps, prime de risque, productivité économique, etc. Peut-être en effet, durant cette période, la réalisation de l'épargne, souvent directement investie par l'épargnant lui-même, correspondait-elle à un véritable sacrifice ou à une volonté productive. Quoiqu'il en soit, la grandeur pour le bourgeois typique du début du 19^e siècle était dans l'accumulation d'une fortune productive et le rêve de ses petits-fils déjà quelque peu dégénérés de la fin du 19^e siècle était de "vivre de leurs rentes". L'argent, alors, devait rapporter des revenus et c'était l'époque où l'on disait plaisamment qu'« un bon bourgeois pouvait tout supporter, sauf un taux d'intérêt de 2% » seulement.

Les événements et les idées du 20^e siècle ont bouleversé ces mentalités. Le travail a été réhabilité contre le capital. La civilisation des rentiers a disparu. L'esprit bourgeois véritable est mort. On relève généralement surtout les aspects institutionnels de l'évolution, comme le développement des syndicats, celui de la législation sociale ou fiscale, mais la révolution mentale est au fond bien plus importante.

Sans doute y a-t-il eu une certaine réhabilitation de l'intérêt depuis la dernière guerre aussi bien d'ailleurs dans les pays socialistes que dans les pays capitalistes. Mais cette réhabilitation au nom des nécessités économiques collectives n'a pas modifié en profondeur la nouvelle mentalité.

Ainsi, après plusieurs siècles de condamnation, puis d'exaltation de l'intérêt, de nos jours nous assistons à une sorte de dépréciation de l'intérêt, à un véritable désintérêt, c'est le cas de le dire. Et je crois que c'est cela qui explique en définitive le comportement économiquement irrationnel, mais en réalité conforme à des critères non économiques de l'épargnant contemporain.

X

L'évolution historique du taux d'intérêt suggère encore d'autres réflexions, plus proprement économiques, concernant ses effets sur l'évolution du système économique capitaliste.

On parle beaucoup de nos jours de prospective et de futurologie. En fait, en science économique, les prévisions à long terme sont très anciennes. Dès la fin du 18^e siècle et tout au long du 19^e siècle, des économistes ont prétendu annoncer l'avenir de l'économie et de la société de leur temps. Certaines de ces projections nous paraissent aujourd'hui assez ridicules, d'autres au contraire prouvent la rigueur analytique de certains vieux auteurs.

Précisément, la prévision la plus importante et l'une des plus exactes concerne le domaine qui nous occupe. Dès les toutes premières années du 19^e siècle, le plus grand économiste de ce temps, David Ricardo, énonçait une loi historique fameuse, "la loi de la baisse tendancielle du taux de profit". Il ne faut pas se laisser abuser par les mots : taux de profit est entendu ici comme taux de rendement du capital, le rendement du capital comprenant à la fois le profit et l'intérêt au sens actuel de ces mots. Ricardo démontra très clairement la nécessité d'une baisse continue du taux de rendement du capital et il y a encore de nos jours beaucoup de lumières à retirer de son raisonnement. Celui-ci était à peu près le suivant : du fait de l'accroissement démographique d'une

part et du rendement inférieur des terres moins fertiles progressivement défrichées, les prix des produits de première nécessité achetés par les salariés, qui étaient alors essentiellement des produits agricoles, devaient augmenter sans cesse. Les choses ne sont plus tout à fait identiques de nos jours, mais, pour d'autres raisons, ce que nous appelons le coût de la vie continue d'augmenter sans cesse. Le résultat selon Ricardo, c'est que les salariés, sensibles au maintien de leur pouvoir d'achat réel, exigeraient continuellement la hausse de leurs salaires nominaux. Comme le coût du travail dans l'industrie et le commerce augmenterait régulièrement, sans qu'une demande fortement accrue permette de répercuter intégralement ce coût dans les prix de vente, la rémunération du capital devait nécessairement décliner continûment.

Les disciples de Ricardo allaient nuancer quelque peu la loi. Les progrès de productivité du travail, selon John Stuart Mill, et une exploitation plus intense des travailleurs, selon Karl Marx, devaient retarder le déclin du taux de rendement du capital, mais ils étaient d'accord que tôt ou tard ce taux deviendrait nul. La même thèse fut encore défendue par le plus grand économiste du 20^e siècle, John Maynard Keynes, qui en 1936 annonça également ce qu'il appelait "l'euthanasie du rentier".

Tous ces auteurs considéraient que cette loi était fondamentale pour l'avenir du système économique. Mais leurs conclusions différaient à cet égard. Pour Ricardo, la disparition d'un rendement suffisant du capital entraînerait la fin de toute épargne et de tout investissement et l'humanité entrerait dans un "état stationnaire", sans progrès économique ni non plus démographique par la force des choses, cet "état stationnaire" assurant aux nations un niveau de vie assez faible. Stuart Mill, rendu plus optimiste par les inventions et les progrès du milieu du 19^e siècle, pensait que l'économie entrerait dans l'état stationnaire à un certain niveau d'abondance, ce qui permettrait aux hommes, définitivement débarrassés des problèmes matériels, de se consacrer aux arts et aux lettres et aux hautes activités intellectuelles et spirituelles. Vision très optimiste que Marx pour sa part allait non pas rejeter, mais nuancer considérablement. Pour lui, cet état d'abondance matérielle et de progrès intellectuel idyllique arriverait également, mais seulement après une révolution provoquée par le fait que les capitalistes, pour freiner le déclin du rendement de leur capital, seraient amenés à exploiter de plus en plus sauvagement les prolétaires. Enfin, Keynes crut également à l'arrêt progressif et spontané de la croissance économique, mais sans révolution, du fait de l'élimination graduelle et quasi insensible des revenus du capital et de l'acceptation passive de cette évolution par les intéressés.

C'est Keynes, ayant l'immense avantage d'écrire beaucoup plus tard que les autres auteurs, qui semble avoir le mieux prédit l'évolution effective. Mais, d'après ce que nous voyons, pas tout à fait exactement.

Nous constatons en effet que, si le taux de rendement réel du capital tend lentement à être nul ou quasi nul dans les pays capitalistes développés, ce n'est pas, comme tous ces économistes, y compris Keynes, le pensaient, par disparition des incitations à investir. Jamais sans doute dans l'histoire, la demande de capital pour investir n'a été aussi intense et croissante. La raison de la chute du taux d'intérêt ne vient donc pas du côté de l'investissement et de la demande de capital, mais du côté de l'épargne et de l'offre de capital.

Or l'offre de capital a deux sources : l'épargne volontaire des ménages et l'épargne forcée des ménages qui résulte de l'inflation consécutive aux crédits bancaires. S'il n'y avait que l'épargne volontaire des ménages et si notre système monétaire interdisait aux banques une création monétaire quasi illimitée, comme c'était dans une certaine mesure le cas au 19^e siècle, alors le taux d'intérêt résultant de la confrontation entre épargne volontaire et investissement serait beaucoup plus élevé et il y aurait aussi beaucoup moins d'investissements.

Le résultat de cette situation imprévue par les auteurs du 19^e siècle, c'est la coïncidence d'un taux de rendement du capital quasi-nul ou très faible pour les épargnants, mais d'un investissement intense, d'une croissance économique accélérée et d'une situation sociale dans l'ensemble non révolutionnaire. L'état stationnaire spontané, qui logiquement devait résulter de la chute du rendement du capital, semble même si loin que certains philosophes d'aujourd'hui en arrivent à craindre la surabondance des biens et à recommander l'instauration volontaire de la « croissance zéro ». Au paradis des économistes prospectifs, Ricardo, Marx et Keynes ne doivent pas en revenir. Quant aux futurologues d'aujourd'hui, ils feraient bien de méditer sur la vanité des prévisions, toujours terriblement dépendantes des données factuelles et des conditions mentales du présent.

**Union Régionale des Caisses d'Epargne d'Alsace et de Moselle
Strasbourg – 15 septembre 1972**