Quelques remarques sur le taux de l'intérêt

Autor(en): **Faure, Edouard**

Objekttyp: **Article**

Zeitschrift: **Mitteilungen / Vereinigung Schweizerischer Versicherungsmathematiker = Bulletin / Association des Actuaires Suisses = Bulletin / Association of Swiss Actuaries**

Band (Jahr): **37 (1939)**

PDF erstellt am: **27.05.2024**

Persistenter Link: https://doi.org/10.5169/seals-550814

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern.
Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden.
Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

Haftungsausschluss

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

Ein Dienst der *ETH-Bibliothek*
ETH Zürich, Rämistrasse 101, 8092 Zürich, Schweiz, www.library.ethz.ch

http://www.e-periodica.ch

Quelques remarques sur le taux de l'intérêt

Par *Edouard Faure,* Genève

La baisse du taux de l'intérêt à laquelle nous assistons, impuissants, depuis quelques années, nous oblige à examiner si le taux technique de nos primes et réserves ne doit pas être revisé. En effet, si le taux de 3½ %, choisi il y a tantôt 44 ans, a pu être maintenu jusqu'à présent, l'évolution actuelle de l'intérêt, son avilissement plutôt, pourrait nous inciter à considérer ce niveau encore comme trop élevé pour être à l'abri de toutes surprises. Nous n'estimons pas, toutefois, qu'il faille se laisser dominer par les contingences présentes et, par là même, se laisser paralyser par une vue trop pessimiste de l'avenir; nous ne pensons pas, pour autant, qu'il soit de mise de se laisser aller à un optimisme exagéré. Le problème qui nous occupe a déjà fait l'objet de nombreuses études. Nous rappelons en particulier qu'au Congrès de Paris, en 1937, le sujet a déjà été plus ou moins traité. Auparavant, au printemps 1934, l'Institut américain des Actuaires avait posé les deux questions précises suivantes:

« Quelles sont les tendances du taux de l'intérêt?» et

«Les primes et les réserves des nouvelles acquisitions doivent-elles être calculées à un taux d'intérêt inférieur?»

Les conclusions de cette enquête furent assez pessimistes; elles concordaient du reste avec les opinions de nombreux économistes. De l'avis presque unanime, nous étions entrés dans une période d'argent bon marché. A vrai dire, les motifs invoqués semblent assez pertinents: ce sont, d'une part, le fait que le développement industriel a probablement atteint son apogée et qu'en conséquence, les possibilités de placement sont plus restreintes, d'autre part, la constatation que l'accroissement des populations est quasi terminé. Ces conclusions, si nous devions les admettre, nous obligeraient à abaisser notre taux technique à 3 %; mais ce taux remplirait-il le rôle que nous voulons lui faire jouer? Ne pourrions-nous pas nous arrêter plutôt à 2½ %, ce dernier taux présentant une marge de sécurité encore plus forte? Si, par contre, nous mettions en doute les conclusions que nous venons

de rappeler, quelles mesures devrions-nous prendre pour passer, sans trop de difficultés, sans trop de heurts, la période actuelle? Quelle que soit notre opinion, nous serons donc obligés de prendre de sévères mesures; il ne nous reste qu'à espérer qu'elles n'entraveront pas le magnifique essor de l'assurance-vie en Suisse. Pour étayer notre opinion, pour se faire, dans la mesure du possible, une idée du problème que les circonstances nous posent d'une façon si impérative, nous sommes obligés d'avoir recours aux recherches auxquelles se sont livrés quelques théoriciens. En nous appuyant sur les expériences du passé, nous pourrions, à vrai dire, tâcher de dégager les causes des variations enregistrées et d'en tirer certaines déductions pour l'avenir. Nous pourrions tout aussi bien rechercher s'il n'est pas possible d'assigner au taux une limite inférieure au-dessous de laquelle le taux des placements ne pourrait que difficilement descendre et encore plus difficilement se maintenir; nous pourrions également rechercher s'il n'existe pas un taux d'intérêt possédant un degré suffisant de permanence pour être considéré comme le taux normal, le taux équilibré en quelque sorte de la région ou du pays étudié. C'est sous cet angle purement théorique que nous avons examiné le problème. Quoique simple en apparence, le problème de l'intérêt est aujourd'hui reconnu comme l'un des plus compliqués qui soient et ce n'est que ces toutes dernières années que l'étude de sa véritable nature a été réellement approfondie. Si, d'une part, il a été facile de trouver des définitions de l'intérêt lui-même et du taux de l'intérêt, il a été plus difficile de déterminer les facteurs qui interviennent effectivement dans la fixation du taux. A vrai dire, nous avons l'impression que les économistes sont encore très loin d'avoir pénétré la nature intime du problème. Avouons même franchement qu'habitués par notre formation scientifique à une certaine rigueur dans le raisonnement, ce n'est pas sans quelques réserves que nous pénétrons les secrets d'une discipline qui se contente trop souvent d'approximations audacieuses et qui, trop souvent aussi, masque le vide de ses propositions par quelques mots volontiers obscurs.

Sans vouloir remonter au moyen-âge, rappelons que toute la période de l'économie politique classique s'est contentée de considérer l'intérêt comme la récompense de l'épargne, c'est-à-dire de l'abstention d'une consommation immédiate, et de définir le taux de l'intérêt comme le facteur qui équilibre l'offre et la demande de

l'argent. De tous les économistes classiques, c'est Ricardo qui a fait au sujet de l'intérêt le raisonnement le plus rigoureux. L'intérêt est régi par le taux des profits; c'est le point d'intersection entre l'offre des capitaux provenant de l'épargne et leur demande provenant des entrepreneurs, cette demande étant elle-même limitée par les profits escomptés pour l'opération projetée. Cependant, Ricardo raisonnait dans un monde abstrait, où devait régner sans limitation le libéralisme économique, où la recherche du bien-être, actionnée par le motif du profit, ne rencontrait aucune entrave. Nous sommes loin de ce monde idéal. Pour nous rendre compte du mécanisme complexe de l'intérêt, il faut nous mettre délibérément sur le terrain des réalités et de l'expérience. Parmi les économistes modernes qui se sont occupés du problème de l'intérêt, nous citerons le professeur Fisher et surtout John Keynes, le critique des clauses financières du Traité de Versailles. Quels sont, en nous basant sur les idées de Keynes, les propositions fondamentales, les postulats de la théorie de l'intérêt?

Prenons d'abord les éléments constitutifs de l'offre et de la demande, facteurs principaux de la détermination du taux de l'intérêt. Du côté de la demande, disait déjà Ricardo, le facteur essentiel est le profit de l'entrepreneur. Le professeur Fisher appelait le même profit «le taux de rendement par rapport au coût» et le définissait comme étant le taux d'intérêt hypothétique qui permettrait d'égaliser les valeurs actuelles de tous les coûts et profits. Keynes, de son côté, appelle «efficacité marginale du capital» le taux ramenant la valeur actuelle des revenus d'un investissement à la valeur actuelle de ses prix de revient et de remplacement. Les deux définitions, comme il est aisé de le remarquer, concordent malgré les terminologies utilisées. En d'autres mots, ce qu'ont voulu définir tant Fisher que Keynes, c'est le rendement espéré par celui qui procède à l'investissement, à l'immobilisation du capital, rendement qui doit donc raisonnablement tenir compte des chances et des risques pouvant découler des changements futurs des salaires, des prix, des changes, des progrès de la technique. Le «rendement espéré» est, par conséquent, un facteur essentiellement subjectif; s'il est estimé de façon trop optimiste, l'immobilisation risquera de ne pas donner les rendements attendus; ce sera un «investissement erroné», mais qui, entre temps, aura exercé son influence sur le taux de l'intérêt.

D'autre part, par la loi économique connue, qui préside à la formation de tous les prix dépendant de l'offre et de la demande, ce ne sera ni le rendement espéré maximum du capital, ni même le rendement moyen qui exerceront une influence dominante sur le taux de l'intérêt, mais l'emploi du capital au rendement le plus faible qui, à un moment donné, arrivera encore à trouver une contre-partie du côté de l'offre des capitaux. Ajoutons encore deux remarques sur deux éléments qu'on a tendance à négliger dans la théorie et qui peuvent influencer de façon fort sensible le taux de l'intérêt: tout d'abord, les emprunts d'Etat, faits dans des buts soit productifs, soit improductifs économiquement parlant, comme la défense nationale; ensuite, le fait que, souvent, l'industrie trouve préférable ou plus avantageux de se procurer des capitaux non sous forme d'emprunts, mais sous forme d'émission d'actions. Cependant, celles-ci agissent indirectement sur l'intérêt, en diminuant les capitaux disponibles sur le marché. Nous pourrions citer encore une forme particulière de l'abus du crédit: la vente à tempérament, contre paiement par acomptes, hypothéquant l'avenir en faveur du présent, abus du crédit qui a été une des causes de la crise américaine.

Tournons maintenant nos regards du côté de l'offre des capitaux, l'autre facteur de la détermination du taux de l'intérêt. Ici, le raisonnement de Keynes est particulièrement pénétrant. Avant lui, on avait dit que l'intérêt est la récompense de l'épargne. C'est faux, déclare Keynes, l'intérêt n'est pas la récompense de l'épargne, mais bien plutôt la récompense de la non-thésaurisation. C'est la récompense de se séparer de son disponible pendant un certain temps; le taux de l'intérêt est alors la mesure de la répugnance des détenteurs de disponibilités à les abandonner, à se priver de leur droit de contrôle absolu. Le taux de l'intérêt n'est donc pas le prix qui équilibre la demande de capitaux avec le consentement de s'abstenir d'une consommation immédiate, en d'autres mots, avec l'épargne, mais bien plutôt le prix qui équilibre le désir de thésauriser avec la masse des disponibilités. C'est ainsi que la masse des disponibilités constitue l'autre facteur qui, en conjonction avec la tendance, le goût de la thésaurisation, détermine le taux de l'intérêt à un moment donné. Quelles sont les causes de la préférence de liquidité? Il y en a plusieurs: d'abord, les besoins d'espèces pour les transactions et la prévoyance, dictés par le motif de sécurité. Ensuite, le motif

spéculatif, surtout dans les périodes d'incertitude quant à l'évolution d'un taux d'intérêt relativement bas, et plus encore dans les périodes d'incertitude quant à l'avenir de la monnaie. Le degré d'influence de ces divers motifs dépend encore de circonstances extérieures et techniques. Par exemple, c'est ainsi que l'absence d'un marché organisé, en augmentant l'immobilisation, renforcera l'influence du motif de sécurité, tandis que son existence renforcera le motif spéculatif en facilitant les transactions et en accroissant le caractère de mobilité des placements.

L'intérêt aura une tendance à fléchir, si l'abondance monétaire s'accroît, à moins que la préférence pour la thésaurisation n'augmente plus rapidement encore; une baisse de l'intérêt devra normalement provoquer une intensification des investissements, à moins que l'efficacité marginale du capital ne fléchisse plus rapidement que l'intérêt. D'autre part, de façon générale, un accroissement de la masse des investissements augmentera la masse des revenus et les possibilités d'emploi, à moins cependant que le penchant à consommer ne faiblisse.

Le problème à résoudre devient alors celui-ci: une hausse de l'intérêt augmente-t-elle le goût de l'épargne ou non? Une baisse de l'intérêt le diminue-t-elle ou non? Question essentiellement psychologique, difficile à résoudre théoriquement. Certes, un intérêt élevé est un stimulant en faveur de l'épargne pour ceux qui tirent leurs revenus du travail; par contre, une baisse de l'intérêt augmente le coefficient de capitalisation, de sorte que les détenteurs de valeurs mobilières, à revenu fixe, et en partie aussi à revenu variable, bénéficient d'une forte hausse boursière; du reste, cette hausse boursière n'augmente pas le revenu, mais elle peut inciter à dépenser par prélèvements sur le capital. Pour celui cependant qui veut se constituer un certain revenu minimum, une baisse de l'intérêt doit logiquement l'inciter à épargner davantage, ou alors à remplacer l'épargne proprement dite par un placement viager. Keynes ne se prononce pas très nettement; il estime toutefois qu'un intérêt élevé est un stimulant du goût de l'épargne. Cependant, prétend-il, une hausse de l'intérêt diminuera à la longue la masse de l'épargne annuelle, parce qu'elle tendra à diminuer le volume des investissements et, par là, peu à peu la masse des revenus, de sorte qu'il restera moins et pour consommer, et pour épargner. «Plus nous serons vertueux,

économes et orthodoxes en matière financière, nationale et individuelle, et plus nos revenus devront fléchir, si l'intérêt augmente par rapport à la productivité du capital», déclare encore Keynes. Ceci peut se réaliser en période de déflation et de thésaurisation combinées, quand on consomme moins pour épargner davantage, mais aussi quand on n'investit pas l'épargne accrue, pour thésauriser plus fortement. Ceci est du reste une constatation d'ordre général, dont les effets dans la vie courante peuvent être masqués par une foule de facteurs secondaires, mais contraires.

Nous avons esquissé les principales composantes de la préférence de liquidité. Revenons encore pour quelques instants sur cette notion.

Sauf en des circonstances tout à fait exceptionnelles, la masse des capitaux disponibles se trouve non chez les détenteurs individuels, mais dans le grand bassin collecteur fourni par les instituts d'épargne, d'assurances et les banques. Mais les dépôts qui s'y trouvent concentrés sont d'origine et de nature diverses. Il y a d'abord les disponibilités provenant des revenus individuels, entreposés dans l'intervalle de leur réception et de leur décaissement, mais formant dans l'ensemble un chiffre important. Il y a ensuite les dépôts d'affaires, les disponibilités déposées entre le moment des encaissements et celui des déboursements et auxquels il faut ajouter les fonds de roulement proprement dits, les réserves liquides d'entreprises prospères. Il y a enfin les véritables dépôts d'épargne, à caractère stable, et les capitaux flottants, vagabonds, pour utiliser la terminologie courante, capitaux instables, à l'affût des occasions de placements favorables, mais prêts aussi à disparaître. Chacune de ces catégories obéit à des motifs différents pour leurs préférences de liquidité.

Pour les disponibilités temporaires, c'est le rythme des transactions qui régit les fluctuations; pour l'épargne, c'est le facteur prévoyance et confiance; pour les capitaux vagabonds, c'est le facteur sécurité et le motif spéculatif, ce dernier déterminant les achats et les ventes de titres, les exportations ou rapatriements de fonds, les acquisitions ou reventes d'or, ou les spéculations sur les changes. Pour les premières catégories de dépôts, le degré de préférence de liquidité absolue dépend en partie de la plus ou moins grande facilité, de la certitude de pouvoir, en cas de besoin, se procurer des espèces par des emprunts temporaires, par des dépassements des limites des crédits ordinaires, par des avances sur polices d'assurances. Ici,

l'influence sur l'intérêt sera limitée, se réflétant dans les modifications très espacées des taux créanciers et débiteurs appliqués par les banques, instituts d'épargne, caisses hypothécaires et crédits fonciers. Au contraire, les capitaux flottants peuvent exercer sur l'intérêt une influence foudroyante par l'intermédiaire de la Bourse, surtout à certaines époques d'insécurité. Quand le marché est large, il subira moins les influences individuelles, les transactions importantes ne déplaçant les cours que par fractions; il aura donc une influence très modérée sur les taux de l'intérêt. Mais quand, par suite de circonstances, le marché devient étroit, quelques réalisations, si elles ne sont pas absorbées par une intervention, peuvent suffire pour modifier profondément le taux de rendement des fonds publics et, par conséquent, la mesure du crédit de l'Etat émetteur. A titre d'exemple, il suffit de se reporter à un passé tout récent. Le 7 septembre 1938, les emprunts fédéraux 3 % cotaient 103 %, trois semaines plus tard, le 4 % ne cotait plus que 100½ %, soit une hausse passagère du taux de l'intérêt de 2¾ % à 4 %. Ces valeurs, du reste, sont revenues rapidement à des cours voisins de ceux du début de septembre. Ces exemples montrent que les fluctuations violentes sont heureusement passagères et que, lorsque la cause d'insécurité a disparu, les cours et, en conséquence, les taux de rendement des valeurs à revenu fixe tendent à revenir au niveau antérieur. Cependant, ce sont ces fluctuations boursières qui réflètent le plus fidèlement l'orientation du taux d'intérêt, orientation qui, dans les autres catégories: taux d'escompte de la banque d'émission, taux d'escompte privé entre grandes banques commerciales, taux lombard d'avances sur titres, et surtout pour les taux d'intérêt créancier des dépôts en banque, taux débiteur des crédits bancaires, taux d'épargne des dépôts à terme et des bons de caisse, enfin taux hypothécaires, ne se manifeste que plus lentement et avec retard. Il est rare, en effet, que l'économie privée puisse emprunter pour les mêmes échéances, à des conditions plus favorables que l'Etat et les grandes corporations de droit public: cantons, communes, etc. Leur crédit influence ainsi de façon décisive l'évolution de l'intérêt dans un pays donné. Même si les fluctuations des cours sont parfois hors de proportion avec le volume des transactions, de sorte qu'elles ne signifient pas des variations importantes dans le montant des capitaux disponibles, elles reflètent par contre les soubresauts beaucoup plus violents de la pré-

férence de liquidité, de la tendance à thésauriser ou, au contraire, la disposition du public en faveur des placements.

Arrivons maintenant à une notion extrêmement importante. On peut dire qu'il existe, sinon pour le monde entier, du moins pour chaque pays, un taux d'intérêt normal, basé sur l'expérience du passé, taux que Keynes désigne sous le nom «safe rate», de taux sûr, taux ne donnant pas l'impression d'être exceptionnel et ne suscitant pas un sentiment d'instabilité. Ce taux sera une sorte de sage moyenne, présentant une certaine marge entre un minimum et un maximum, en dehors de laquelle les taux paraîtront soit ridiculement bas, soit exagérément élevés et frisant l'usure. Ce taux sûr sera différent selon les pays; plus bas dans les vieux pays capitalistes et créanciers, où l'abondance monétaire est la règle et les possibilités de placement restreintes, plus haut dans les pays neufs ou appauvris, continuellement à la recherche d'emprunts, aux ressources naturelles encore insuffisamment exploitées, où règne une plus grande insécurité monétaire ou politique et où l'on est, par conséquent, habitué à payer un intérêt cher. En dernière analyse, ce taux moyen, ce taux sûr sera conditionné par les différences de pays à pays de la productivité du capital. Dans les vieux pays capitalistes et créanciers, comme la Grande-Bretagne, la Hollande, la Suisse, le taux moyen sera donc habituellement faible, avec tendance du taux effectif à pousser de temps en temps des pointes en dessus et en dessous, au gré des circonstances.

Si l'on examine, par exemple, le cours du consolidé anglais depuis 1820 à nos jours, on remarque que le taux moyen est de 3,37 %. En le calculant par périodes de 10 ans à partir de 1820, on trouve: 3,72 %, 3,35 %, 3,25 %, 3,16 %, 3,27 %, 3,19 %, 2,98 %, 2,67 %, 2,87 %, 3,79 %, 4,64 % et 3,53 %. Le taux le plus bas est celui de 1897 (2,45 %) et le plus élevé celui de 1920, avec 5,32 %. Nous connaissons les précautions indispensables à prendre dans l'établissement de chiffres moyens. Dans le cas particulier, nous devons être encore des plus circonspects, puisque les taux que nous avons à disposition partent de l'époque de la liquidation de l'aventure napoléonienne pour aboutir à celle de la liquidation du conflit de 1914 à 1918. Durant cette longue période, l'expansion coloniale et le développement industriel ont atteint leur plus haut niveau. Les conditions ne sont, en conséquence, plus du tout les mêmes. Toutefois,

nous ne pouvons pas manquer d'être frappés par la persistance d'un taux de rendement se tenant entre 3 % et 3½ %. Nous ne pouvons pas non plus manquer de noter que, dès que les circonstances fortuites qui avaient fait monter le taux ont disparu, ou même étaient en voie de disparition, le taux est revenu très rapidement à son niveau moyen. On est donc tenté de conclure que le taux sûr, le taux naturel pour l'Angleterre, doit se situer entre 3 % ou même 3¼ et 3½ %, tout au moins pour les placements à long terme.

Pour la France, si, avant 1914, le taux moyen s'est maintenu à un niveau de 3¾ %, et même pendant les années de 1890 à 1910 à 3 %, les événements d'après-guerre, les aventures tant politiques qu'économiques et monétaires, les «expériences» — car maintenant on ne fait plus les expériences dans les laboratoires, on les tente de suite sur un pays — ont tellement influencé le taux de l'intérêt par suite de l'insécurité et de la monnaie et du régime politique, qu'il n'est plus possible de tirer une conclusion pratique. Nous pensons toutefois qu'un taux de 3¾ % doit correspondre raisonnablement au taux moyen rationnel.

Nous précisons de suite que nous ne prétendons pas user sans réserve d'une donnée dont l'existence repose sur quelques présomptions. Nous ne pouvons méconnaître toutefois la probable existence d'un élément dont il est superflu d'indiquer l'importante application que nous pourrions en faire. Les économistes n'ont pas manqué d'examiner cette notion. Keynes prétend en particulier que tout fléchissement du taux effectif au-dessous du taux sûr accroît le risque d'illiquidité, c'est-à-dire le risque de perte sur les placements faits à ces faibles taux effectifs. De plus, et toujours selon Keynes, tout fléchissement du taux effectif réduit le revenu courant, considéré comme une prime d'assurance contre le risque de perte sur le capital. Pour les placements à long terme, un raffermissement de l'intérêt de 1 % constituera une perte d'autant plus forte que le taux antérieur aura été plus bas. Si le taux monte de 5 à 6 %, la dépréciation du placement ne sera que de 16⅔ %, mais si le taux passe de 2 à 3 %, elle sera double: 33⅓ %. Si le taux est de 5 % et si l'on redoute quand même une hausse de l'intérêt, le revenu de la première année compensera la dépréciation du capital en cas de tension du taux à 5¼ %. Mais si le taux initial n'est que de 2 %, le revenu d'une année ne représentera que l'équivalent de la moins-value en capital en cas d'une

très légère tension de l'intérêt de 2 à 2,04 %. La prime contre le risque de dépréciation étant égale au carré du taux de l'intérêt, plus le taux sera bas, plus la prime sera faible. Un taux de 3 % n'a en sa faveur qu'une assurance contre un raffermissement de l'intérêt à 3,09 %, un taux de 2,5 % une prime de 0,0625 %. Si le taux est bas, il y a plus à perdre qu'à gagner à un placement d'une certaine durée, la compensation étant trop faible. Cette constatation, dit Keynes, est peut-être le principal obstacle au fléchissement de l'intérêt à un niveau très bas.

Keynes déclare que l'intérêt ne peut, d'une façon durable, tomber au-dessous du taux qui correspond à une économie sans chômage, parce que la thésaurisation absorberait alors une proportion de plus en plus grande des disponibilités monétaires. Nous reconnaissons à nouveau ici la notion d'un taux possédant une certaine stabilité. Quelle est la signification de cette thèse: une économie constamment sans chômage existe lorsque l'offre des capitaux disponibles pour les investissements productifs est telle que toute la population trouve un emploi réellement productif, de façon durable, et non seulement durant une période de tension politique, période d'activité industrielle fébrile par suite d'un réarmement intensif. Une économie de paix, sans chômage, présuppose un taux d'intérêt relativement bas, afin de rendre possible tous les investissements, même les moins productifs. Par exemple, pour l'économie mondiale telle qu'elle a existé depuis le milieu du 19e siècle jusqu'en 1914, et dans une certaine mesure de 1921 à 1930, un taux d'intérêt a rendu possible une occupation rentable de toute la population. La situation sera différente dans une économie mondiale à libre circulation des produits et des capitaux de ce qu'elle est dans une économie fermée, où les capitaux sont réduits aux seules possibilités de placements dans le pays même. En conséquence, nous devrons trouver des taux différents pour chaque économie nationale! Lorsque, passagèrement, le taux effectif tombe en-dessous de ce taux, on se trouve en face de ce que Keynes dénomme inflation réelle, c'est-à-dire état avec surabondance de capitaux effectifs. L'équilibre se rétablira par suite de l'impulsion donnée à la thésaurisation par le fait que le rendement des placements sera jugé insuffisant, que le risque de perte sera jugé trop élevé, et aussi par le fait que le désir de consommer sera également plus grand. D'autre part, aussi longtemps que le progrès technique n'aura pas atteint son

apogée, chaque période de surabondance de capitaux et d'intérêts très bas crée la possibilité d'investissements qui n'auraient pas été rentables avec un taux d'intérêt plus élevé. Les gouvernements réservent en général, pour ces périodes, l'exécution de grands travaux; on construit des usines hydro-électriques, on procède à la mise en valeur de nouveaux gisements miniers; la construction de nouvelles maisons, la modernisation d'anciens bâtiments se trouvent favorisées, on est également plus enclin à risquer des capitaux dans des placements à l'étranger. Peu à peu, la recrudescence de la production de ces biens d'investissement provoque des répercussions sur les prix, sur la tendance des bourses, dans tous les domaines de la vie économique. Un raffermissement des prix et de la bourse entraîne une demande de capitaux, pour spéculer sur les marchandises et les valeurs. Si la phase ascendante est trop prononcée et la spéculation maladroite, on retombe dans les investissements mal calculés, dans les investissements erronés, comme en 1928/29.

L'ensemble de ces facteurs a pour conséquence un raffermissement du taux de l'intérêt. A leur tour, l'entrée en activité de nouveaux moyens de production, édifiés lorsque le taux était très bas et durant la période de prospérité, entraîne un fléchissement de l'efficacité marginale du capital, fléchissement provoqué par la baisse des prix, conséquence d'une surproduction. La rentabilité plus faible des capitaux fait disparaître l'attrait d'emprunter à un taux plus élevé; de son côté, la Bourse ne trouve plus d'avantage à spéculer avec des capitaux d'emprunt. Il s'ensuit une baisse du taux de l'intérêt qui, selon la gravité de la crise économique, peut le ramener à un niveau inférieur au taux rationnel. Une fois absorbés les stocks provenant de la surproduction précédente, le faible taux d'intérêt favorise de nouveau la reprise économique.

Nous avons ainsi, très succinctement, il est vrai, fait le tour du cycle économique habituel, passant par des phases successives de prospérité et de crise. Selon Keynes, c'est surtout le caractère cyclique des changements dans le rendement du capital qui est à la base de la périodicité des crises, rendement qui dépend de la courbe des prix, régie elle-même par l'équilibre plus ou moins grand entre la production et la consommation. La crise pourra avoir l'apparence d'une surproduction ou d'une sous-consommation; elle sera quelquefois déclenchée par les répercussions d'une hausse du taux de l'intérêt

exprimant déjà un déséquilibre latent et un sentiment d'insécurité, mais le plus souvent par un écroulement subit des prix spéculativement trop poussés et, par conséquent, de l'efficacité marginale du capital. Pour être complet et pour tenir compte de l'expérience, il faudrait encore mentionner et examiner toutes les interventions qui peuvent soit empêcher, retarder ou atténuer la crise, soit aussi la précipiter et l'aggraver. Ces interventions peuvent être d'ordre privé: ententes et cartels entre producteurs s'efforçant d'adapter la production à la consommation, mais dont un insuccès ou une rupture peuvent intensifier le déséquilibre; décisions de la finance pouvant éviter des excès spéculatifs ou, au contraire, déclencher une brusque débâcle boursière; mouvements massifs de la spéculation internationale, particulièrement dangereux à une époque de thésaurisation, où les capitaux vagabonds sans emploi fixe se chiffrent par milliards.

Ces interventions peuvent être d'ordre public, décidées par les gouvernements et organismes d'Etat, interventions de plus en plus fréquentes et profondes depuis 1914 et surtout depuis les crises qui se sont succédées dès 1919. Ces interventions ont presque partout fait disparaître progressivement l'ancienne économie libre, pour la remplacer, avec plus ou moins de succès, par des économies tant bien que mal dirigées.

Parmi les interventions, il en est une particulièrement capitale pour l'intérêt: celle des banques centrales d'émission. Jadis, quand les banques d'émission défendaient leur indépendance vis-à-vis du gouvernement, cette intervention pouvait être considérée comme d'ordre privé; mais aujourd'hui, partout, cette intervention est bien plutôt nettement d'ordre public, selon le degré d'identification de l'institut d'émission avec le pouvoir de l'Etat.

Toutefois, partout où les changes sont devenus élastiques ou contrôlés, le taux d'escompte a perdu complètement son ancienne signification et ne reflète plus que le désir de l'Etat de pouvoir emprunter à court terme aussi bon marché que possible. Le rôle de défenseur du change autrefois dévolu au taux d'escompte a passé aux réserves-or des fonds de stabilisation et les fluctuations de l'intérêt à court terme ne sont plus enregistrées par les taux d'escompte, mais par les taux des bons du Trésor.

Si le taux d'intérêt à court terme apparaît un peu partout comme manipulé par l'Etat, nous devons nous poser la question jusqu'à

quel point la politique de crédit de l'Etat peut arriver à influencer l'intérêt à long terme. Mettons évidemment de côté les Etats totalitaires, où toute la circulation monétaire a lieu en circuit fermé, où l'épargne de tous est draînée vers l'Etat et où la manifestation de la liberté individuelle en matière économique est pratiquement réduite, soit à thésauriser des billets de banque, soit à consommer intégralement son revenu, soit à investir son capital en terrains, immeubles ou actions nationales. Dans un pays libre, à monnaie stable, tout élargissement du crédit a évidemment pour effet d'accroître les disponibilités monétaires du marché et de favoriser une baisse de l'intérêt, aussi longtemps toutefois que le marché national aura confiance et ne commencera à manifester son inquiétude ou sa méfiance en thésaurisant ou en exportant les capitaux. Un élargissement sensible du crédit crée un pouvoir d'achat supplémentaire; toutefois, ce pouvoir d'achat artificiel entraîne une hausse des prix qui déséquilibre peu à peu l'économie. Il suffit de citer à ce propos les événements qui ont précédé le krach américain de 1929, la chute du sterling en 1931 et les dévalûations successives du franc français.

Il est temps maintenant de tirer quelques conclusions de toutes ces considérations théoriques. Nous serons certes d'accord avec Keynes lorsqu'il déclare que le taux de l'intérêt est en partie un phénomène d'ordre psychologique, puisque le taux que les emprunteurs consentent à payer dépend de l'opinion qu'ils se font de l'évolution économique ou boursière. C'est aussi un phénomène d'ordre conventionnel. Keynes déclare, non sans raison, que n'importe quel taux d'intérêt, pourvu qu'on y soit habitué et qu'il soit admis comme devant durer, va effectivement se maintenir, de sorte que pendant longtemps il pourra rester en dessus ou en dessous du niveau qui représenterait le taux optimum pour le pays considéré. Ce caractère conventionnel, ce caractère d'inertie du taux peut facilement se vérifier dans certaines catégories de placements: prêts hypothécaires, bons de caisse, dépôts d'épargne. Pour qu'une modification intervienne, il faut déjà une disproportion sensible entre l'offre des capitaux et leur demande, et cela non seulement dans la catégorie considérée, mais également dans la catégorie des investissements de remplacement. Si les banques, par exemple, disposent de trop de capitaux à terme par rapport aux possibilités de placements hypothécaires, mais si au même moment la catégorie des fonds d'Etat offre encore des

rendements rémunérateurs, il y a peu de chances que le taux de l'intérêt hypothécaire se réduise. Tâchons d'illustrer cette remarque. A fin 1924, le rendement des AK était presque égal à celui des placements hypothécaires des banques suisses à cette même date; le taux moyen des obligations bancaires était de 0,34 % et celui des dépôts d'épargne de 1,04 % inférieur à celui des hypothèques. La relation entre le taux des hypothèques, des obligations et des dépôts d'épargne resta remarquablement stable pendant 5 ans. En 1929, les taux étaient exactement les mêmes qu'en 1924; en 1930, à peine un peu inférieurs. Par contre, de 1924 à 1930, le rendement des fonds fédéraux avait fléchi de 1,05 %. Pourquoi cette différence? Le raffermissement des fonds fédéraux était dû au fait que le budget fédéral était équilibré; pendant les 6 années 1925—1930, la Confédération avait même enregistré un excédent de 35 millions, les C. F. F. un excédent de 18 millions. Le maintien du taux hypothécaire au-dessus de 5 % était, par contre, la conséquence de la forte demande de crédits immobiliers; pendant les mêmes 6 années, l'endettement immobilier, dans dix cantons, augmenta de 2845 millions; en même temps, il était émis pour 1064 millions d'emprunts étrangers à rendement élevé (8,18 % en 1925; 5,90 % en 1930). En 1930, le rendement des AK était de 1 % inférieur au taux moyen des hypothèques. De 1930 à 1935, le taux moyen hypothécaire fléchissait graduellement de 5,14 à 4,25 %, celui des obligations bancaires de 4,77 à 3,95 %, celui des dépôts d'épargne de 3,96 à 3,15 %. Mais le rendement des AK, qui avait d'abord suivi le mouvement, en descendant de 4,07 en 1930 à 3,62 % en 1932, se tendit par la suite fortement, à 4,52 % en 1935 et à 4,58 % en 1936, avant la dévaluation du franc suisse. Quelles furent les raisons de cette tendance? La baisse du taux hypothécaire avait été facilitée par le ralentissement du nouvel endettement immobilier qui, dans dix cantons, recula de 587 millions en 1931 à 178 millions en 1935. D'autre part, la concurrence des nouvelles émissions d'emprunts étrangers disparut presque entièrement; de 1933 à 1936, il n'y eut que pour 7 millions d'emprunts étrangers en Suisse. Par contre, malgré les milliards de capitaux suisses et étrangers qui sont entrés en Suisse après la crise de 1931, malgré la tendance très nette à la baisse du taux de l'intérêt dans les autres pays — le rendement du consolidé anglais avait passé de 4,39 % en 1931 à 2,95 % en 1936; celui des fonds d'Etat suédois de 4,22 % en 1931

à 3,12 % en 1936 — le crédit de la Confédération empira par suite de la réapparition des déficits budgétaires et du risque accru de dévaluation, conséquence de la retraite de M. le conseiller fédéral Musy, qui personnifiait une politique courageuse d'économies. Par suite du rendement plus élevé des fonds fédéraux, le taux hypothécaire, qui avait fléchi de 5,14 % en 1930 à 4,34 % en 1933, resta stationnaire durant les années 1934—1936. Après la dévaluation, le crédit de la Confédération s'améliora rapidement, le taux passant de 4,53 % à fin août à 3,55 % à fin septembre et à 3,32 % à fin décembre 1936; la tendance à la baisse du taux hypothécaire se fit de nouveau sentir: de 4,30 à fin 1936, le taux s'affaissa à 4,14 % à fin 1937 et à 4,05 % au début de 1938 pour l'ensemble des banques suisses, et de 4,23 % à fin 1936 à 4,05 % à fin 1937, et à 3,73 % depuis juillet 1938 chez les douze banques cantonales les plus importantes.

Revenons pour quelques instants au rôle joué par la Bourse dans le problème de l'intérêt, en prenant l'exemple suisse. De 1924 à 1932, le raffermissement des fonds fédéraux et la baisse du rendement des AK de 5,12 à 3,62 %, donc de 1,50 %, a entraîné une baisse du taux hypothécaire de 1,02 % avec un décalage d'une année. L'affaiblissement des fonds fédéraux de 1933 à 1936 arrêta net cette tendance à la baisse de l'intérêt hypothécaire; leur raffermissement depuis la dévaluation accentua à nouveau la baisse de ce même taux hypothécaire.

Examinons plus en détail ce qui s'est passé après la dévaluation de notre monnaie.

Prenons tout d'abord les *bons de caisse* émis par les grandes banques.

Ces dernières, qui avaient offert un taux plus élevé que les banques cantonales, donnèrent le signal de la baisse; le taux moyen passa en septembre 1936 de 4 % à 3,80 %, en octobre à 3,50 %, en décembre à 3,20 %, en juin 1937 à 3,10 %, en octobre 1937 à 3 %, en janvier 1938 à 2,80 %. Les banques cantonales suivirent avec un certain retard et ce n'est qu'en septembre 1938, avec un taux de 2,77 %, qu'elles sont arrivées à un taux un peu inférieur à celui des grandes banques.

Le taux moyen sur *carnet d'épargne* était dans les banques cantonales, en 1936, avant la dévaluation, de 3,08 % contre 3,92 % pour les bons de caisse, soit un écart de 0,84 %. Par suite de la baisse rapide du taux des bons de caisse, l'écart en 1937 n'était plus que

de 0,06 % et, en février 1938, que de 0,02 %, pour passer en juillet à 0,21 % et en septembre à 0,17 %, soit 2,60 % pour le taux d'épargne, contre 2,77 % taux des bons de caisse.

Le taux des *nouvelles hypothèques* qui, en 1936, peu avant la dévaluation, se tenait chez les grandes banques cantonales à 4,24 %, soit à 1,16 % au-dessus du taux d'épargne et à 0,32 % au-dessus du taux des bons de caisse à trois ans, se mit à descendre lentement et de façon presque parallèle au fléchissement du taux d'épargne. L'écart entre les deux taux, de 1,16 % avant la dévaluation, s'est rétréci à 1,06 % d'avril à juillet 1937, à 1,04 % d'août à décembre 1937, à 1 % en février 1938, puis s'est tendu à 1,13 % de juillet à septembre 1938.

Par rapport aux bons de caisse, l'écart du taux hypothécaire s'est au contraire fortement élargi par suite de la baisse rapide des intérêts des bons de caisse. L'écart a passé de 0,32 % avant la dévaluation à 0,71 % en novembre 1936, à 0,85 % en mars 1937, à 0,98 % en décembre 1937 et à 0,96 % en septembre 1938. De 1924 à 1936 l'écart entre le taux hypothécaire moyen en fin d'année de toutes les grandes banques suisses et le taux des bons de caisse qu'elles émettaient avait été de 0,36 % en moyenne de 1924 à 1930, de 0,17 % de 1931 à 1933, et de 0,31 % de 1934 à 1936. On peut donc considérer un écart de 0,33 % comme moyenne normale.

Quel sera l'avenir du taux hypothécaire? Un taux de 2½ % pour les comptes d'épargne peut être considéré comme un minimum absolu déjà bien en dessous de ce que l'on peut avec raison regarder comme un «safe rate». Rappelons à ce propos que la Caisse d'épargne du canton de Genève, qui compte 121 ans d'existence, n'a connu un taux inférieur à 3 % que durant les 26 années de 1822 à 1847, les 3 années 1851/52/53 et l'année 1938. Par rapport à un taux d'épargne de 2½ %, et en se basant sur l'écart moyen constaté durant les années 1924—1936 de 1,14 %, le taux hypothécaire ne devrait pas descendre en dessous de 3,64 %. Par contre, sur la base d'un taux moyen des bons de caisse de 2,77 %, plus un écart moyen de 0,33 %, le taux hypothécaire pourrait théoriquement fléchir jusqu'à 3,10 %.

Lequel des deux taux l'emportera? Pour lever l'indécision, examinons la structure des banques suisses au point de vue des placements hypothécaires et des fonds qui peuvent servir de contre-partie. A fin 1937, les banques cantonales avaient en portefeuille pour 5583

millions d'hypothèques ou d'actifs gagés par des hypothèques, contre 3915 millions de lettres de gage, d'obligations et de capital, et 3296 millions de dépôts. Les grandes banques, de leur côté, avaient des actifs gagés sur hypothèques pour un montant de 687 millions, contre 1439 millions de lettres de gage, d'obligations et de bons de caisse et de capital, et de 784 millions de dépôts. Les crédits fonciers avaient 1800 millions de gages hypothécaires contre 1262 millions de lettres de gage, bons de caisse et 787 millions de dépôts, les banques locales 617 millions contre 566 et 1088 millions, les caisses d'épargne 1162 millions contre 215 millions et 1172 millions. Il n'y a donc que chez les grandes banques, pour lesquelles, du reste, le crédit hypothécaire est l'exception, que l'ensemble des lettres de gage, des obligations, bons de caisse et du capital suffit à la couverture des actifs à caractère hypothécaire direct ou indirect. Dans les établissements les plus importants au point de vue du crédit hypothécaire, les fonds à long terme ne représentent qu'une partie de la couverture: chez les banques cantonales, par exemple, le 68 %, chez les crédits fonciers le 70 %, chez les banques locales le 91 %, chez les caisses Raiffeisen le 48 % et chez les caisses d'épargne le 19 % seulement. Le taux du crédit hypothécaire ne peut en conséquence être déduit de manière trop prononcée des taux des bons de caisse, cela d'autant plus que, par suite de l'abaissement très sensible des taux, la souscription des bons de caisse a, depuis fin 1937, une tendance générale à fléchir. On peut donc, nous semble-t-il, conclure de ces diverses considérations que le taux hypothécaire doit vraisemblablement être déterminé par le taux des comptes d'épargne. Il aura, en conséquence, plutôt la tendance à se maintenir à un niveau de 3,64 %, soit en pratique entre 3½ % et 3¾ %, que de descendre en dessous de 3½ %. Remarquons, de plus, que malgré la crise immobilière persistante, le nombre de nouveaux logements construits, qui avait fléchi, est remonté en 1938; il en est de même du chiffre des autorisations de construire.

Il reste une inconnue: une nouvelle vague de baisse déclenchée par la Bourse, entraînant une hausse plus forte des fonds publics suisses. Cette circonstance nous paraît peu probable. On a relevé déjà ailleurs[1]) que la baisse de l'intérêt des fonds fédéraux ne s'est pas développée toute seule, mais qu'elle avait été fortement activée par

[1]) Rapport annuel du Crédit Suisse 1937.

les autorités fédérales qui, en 1937, ont remboursé 310 millions d'anciens emprunts au moyen de l'emprunt de la défense nationale dans le but de provoquer une hausse des fonds fédéraux pour dans la suite, pouvoir émettre des emprunts nouveaux à des conditions favorables. Cette politique a permis l'émission de l'emprunt de conversion de mars 1938, avec un rendement net pour le souscripteur de 2,85 %. Cependant, on a pu constater que cet emprunt s'est montré très sensible aux événements de septembre, en s'affaissant à 92 % et en ne retrouvant qu'avec peine son cours antérieur. D'autre part, la Centrale des lettres de gage a dû, pour ses dernières séries, faire une légère concession, en fixant le prix d'émission à 99,40 %. Remarquons que ces émissions à 3 %, même faites au pair, si l'on tient compte des frais généraux, ne permettent guère l'octroi de prêts sur hypothèques en premier rang en dessous de 3¾ %. Il est également instructif de comparer le rendement des fonds fédéraux en 1938 avec celui des autres Etats à faible taux d'intérêt. Le taux a été plus bas en Suisse qu'en Angleterre, Hollande et Belgique. Pour les neuf premiers mois de 1938, le taux moyen a été en Suisse de 3 %, en Angleterre et Hollande de 3,20 % et en Belgique de 4,45 %. Par contre, il a été pour les emprunts des Etats-Unis de 2,27 % en 1937, et de 2,38 % en 1938. A ce propos toutefois, il ne faut pas oublier que les fonds d'Etat américains bénéficient de certains privilèges fiscaux et que les Etats-Unis ont enregistré une augmentation considérable de leur réserve d'or. Donc, si on laisse de côté les Etats-Unis pour les raisons que nous venons de rappeler, nous constatons que la Suisse bénéficie d'un rendement inférieur à celui de la Hollande, alors que l'on ne peut prétendre que notre pays soit dans une situation économique plus favorable.

Le rendement de nos fonds d'Etat subit deux influences contraires: d'un côté celle des déficits budgétaires accrus, de l'autre, celle de l'offre de la Banque Nationale de financer les besoins de la Confédération par des rescriptions à un pour cent. Ce mode de financement évite le recours à de nouvelles émissions d'emprunts et limite ainsi l'offre, alors que la demande n'a pas varié. Jusqu'à un certain point, ce facteur devrait être prédominant; il serait en conséquence naturel d'escompter un fléchissement du rendement. Toutefois, à la longue, ces rescriptions influenceront défavorablement la tenue des fonds d'Etat. Par ailleurs, la politique actuelle tant finan-

cière qu'économique du Conseil fédéral, avec ses abandons et ses coups de force en général à contre-courant, ne peut tenter beaucoup le public de placement.

Ces diverses raisons nous incitent à assigner une limite inférieure au taux de l'intérêt.

Il n'est cependant pas tout à fait exclu que le taux d'intérêt puisse encore descendre quelque peu: il faudrait pour cela que deux conditions essentielles soient vérifiées et remplies simultanément: d'abord le sentiment de sécurité monétaire et politique, ensuite l'absence de placements étrangers à rendement élevé. Or, il semble que ces deux conditions s'excluent mutuellement. Nous ne pouvons imaginer, surtout après les récents événements, que la Suisse puisse être le seul pays sûr du monde. Un sentiment de sécurité complète n'est, du reste, possible qu'avec une amélioration générale. Si cette amélioration ne se produit pas, il restera certains motifs d'inquiétude, qui se traduiront par une tendance à thésauriser sous une forme ou sous une autre, ce qui empêchera une baisse plus prononcée de l'intérêt. Par contre, si cette amélioration se produit, les placements étrangers à plus haut rendement seront préférés et là aussi, cette circonstance empêchera le taux de s'affaisser.

Examinons brièvement, pour terminer, les conséquences pratiques que nous, assureurs, pouvons tirer et de la théorie même et des constatations que nous avons faites. Nous rappelons que de fortes présomptions existent en faveur d'un taux stable, permanent, rationnel. Si nous admettons l'existence d'un taux semblable, d'un «safe rate», pour utiliser la terminologie de Keynes, le problème de la détermination du taux de base de nos calculs sera résolu, du moins théoriquement. En pratique, il en va autrement, les difficultés surgiront nombreuses dès qu'il faudra déterminer ce taux rationnel. Il faut avouer aussi que cette détermination ne peut se faire que sur les données fournies par une période assez longue et surtout stable. Nous sommes loin d'avoir vécu une semblable période. Tout au contraire, l'époque actuelle — véritable époque de transition, époque crépusculaire, comme l'a dénommée un de nos compatriotes — ne se prête pas aux recherches qu'exige la théorie et encore moins à tirer des conclusions applicables pour le proche avenir. Néanmoins, en nous appuyant sur de nombreuses constatations, nous croyons pouvoir fixer entre $3\frac{1}{2}$ et $3\frac{3}{4}$ % le taux rationnel, le «safe rate», le taux permanent cor-

respondant à l'économie suisse. Hâtons-nous de préciser que cette conclusion est essentiellement subjective.

Nous avons vu, d'autre part, que le taux ne peut que difficilement s'affaisser en dessous d'un certain niveau, considéré par les détenteurs de capitaux comme tout juste rémunérateur. Ces mêmes détenteurs de capitaux considèrent par ailleurs que les taux inférieurs à ce niveau n'ont pas une marge suffisante pour supporter une perte en capital. Nous pensons que ce niveau, pour les emprunts à long terme, peut se fixer à 3 % et ici les émissions faites actuellement semblent montrer que le taux de 3 % doit effectivement être considéré comme un minimum. Nous avons également tenté de fixer une limite inférieure au taux des hypothèques.

Tout laisse supposer — subjectivement parlant, répétons-le — que le taux moyen des placements des institutions d'assurances ne pourra que très difficilement descendre à 3½ % et que si, contre toute attente, cette éventualité devait se réaliser, ce taux ne pourrait se maintenir à ce niveau que durant une courte période.

De ces constatations, nous tirons la conclusion que notre taux de 3½ % peut encore être maintenu dans nos calculs et des primes et des réserves, pour ce dernier élément pour autant toutefois que la table de mortalité soit conforme à la réalité. Cette conclusion est valable pour les assurances en cas de décès, catégorie dans laquelle l'amélioration de la mortalité est en notre faveur. Pour les assurances en cas de vie, nous pensons, par contre, qu'un taux de 3 % serait plus indiqué.

Nous voici arrivés au terme de notre exposé. Nous l'avons dit, certaines de nos conclusions reposent sur des données plus ou moins vérifiées dans la pratique, certaines, par contre, sont de nature essentiellement subjectives. D'autres que nous arriveront peut-être à des conclusions diamétralement opposées, cela ne saurait nous étonner. Le problème de l'intérêt est des plus ardus. Les composantes, tant objectives que subjectives du taux de l'intérêt sont loin d'être connues. Souvent même, pour reprendre le mot d'un des commentateurs de Boehm Bawerk, «nous pataugeons en plein inconnu».

Obligés de choisir un taux applicable durant de nombreuses années, il ne nous reste qu'à circonscrire cet inconnu et, par là même, limiter l'influence de fluctuations imprévisibles mais toujours possibles.