

PLAN-VI
263.1

COMMISSARIAT GÉNÉRAL DU PLAN
D'ÉQUIPEMENT ET DE LA PRODUCTIVITÉ

D.E.S.O.

COMMISSARIAT GÉNÉRAL DU PLAN
DOCUMENTATION

TAUX D'ACTUALISATION ET RATIONALITÉ ÉCONOMIQUE

=====

Première Partie : Taux d'intérêt et Taux d'actualisation

- 15 octobre 1968 -

CENTRE DE DOCUMENTATION DES SPM
3 1111 00004039 2

RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

Commissariat Général
du Plan d'Équipement
et de la Productivité

Liberté. Égalité. Fraternité

PARIS, le 18 novembre 1968
18, rue de Martignac. INV. 75-70 +

CORRIGENDUM

=====

- Page 8, 5 lignes avant la fin, lire :

"tandis que le taux d'intérêt exprime le coût des capitaux, le taux d'actualisation en reflète la rareté".

- Page 19, à la fin du premier paragraphe, lire :

"non" susceptibles de tarification.

•

o o

COMMISSARIAT GENERAL DU PLAN
D'EQUIPEMENT ET DE LA PRODUCTIVITE

D.E.S.O.

TAUX D'ACTUALISATION ET RATIONALITE ECONOMIQUE

=====

Première Partie : Taux d'intérêt et Taux d'actualisation

- 15 octobre 1968 -

I N T R O D U C T I O N

La réalité quotidienne voit se **concrétiser** jour après jour ce qui avait été un des points d'achoppement de la planification à moyen terme au cours de la Préparation du Ve Plan : la difficulté de faire engendrer par les circuits de collecte de l'épargne le montant des capitaux nécessaires à l'investissement. Problème délicat puisque, plus que tout autre, il met en jeu l'ensemble des agents de la vie économique en faisant apparaître comme résultante de leurs comportements d'une part la possibilité de financer le niveau global d'investissement jugé souhaitable par la collectivité, d'autre part des capacités et besoins de financement dont l'ajustement réciproque devra être, d'une façon ou d'une autre, assuré. Problème fondamental puisque l'apparition d'un goulot de financement, au moment où l'ouverture des frontières nécessite une prise de conscience des impératifs de compétitivité, viendrait ruiner tous les efforts de la politique industrielle pour favoriser la mise en oeuvre d'un outil de production moderne capable de soutenir la concurrence de nos partenaires du Marché Commun.

Conscient de ce problème, le Ve Plan avait cherché une solution à ces difficultés en mettant l'accent, dans la programmation en valeur, sur des comportements susceptibles de favoriser la création d'épargne au sein des entreprises (règlement du taux d'autofinancement), en mettant en oeuvre une politique dynamique de création de nouvelles formes d'épargne et en prévoyant un recours à l'épargne forcée par l'impôt pour fournir les capitaux nécessaires aux investissements collectifs. L'ensemble de ces mesures devrait assurer une certaine détente dans les circuits de financement sans pour autant pallier un certain déséquilibre structurel se traduisant par le maintien de la rareté relative des capitaux.

En effet, contrairement à ce qui se passe sur le marché de la plupart des biens, il ne semble pas que l'excès de demande, ou la rareté d'offre de capitaux puissent se réduire par le seul jeu du **prix** de ces capitaux, c'est-à-dire du taux d'intérêt. Ce n'est point que les mouvements de taux d'intérêt n'affectent pas les entreprises ou les épargnants, c'est plutôt que la plage des variations du taux d'intérêt dans les structures monétaires et financières actuelles n'a pas une ampleur suffisante pour

que les mouvements de ce taux puissent pallier les déséquilibres éventuels. Par ailleurs, et même en dehors de toutes contraintes, rien ne prouve que la sensibilité des épargnants ou des entreprises vis-à-vis du taux d'intérêt serait suffisante pour assurer à un niveau satisfaisant d'épargne nationale un équilibre stable sur le marché des capitaux. Le résultat en est qu'on constate une rareté relative des capitaux en France sans pour autant que l'ensemble des taux d'intérêt des emprunts à moyen et long terme ait tendance à s'élever. Ce déséquilibre a pour conséquence un certain rationnement des capitaux à la sortie des circuits financiers où, pour obtenir des capitaux, il n'est pas suffisant d'accepter d'y mettre le prix : d'autres contraintes beaucoup plus rigides interviennent dans la sélection des demandes.

La présente note s'efforce précisément d'analyser les comportements des divers agents économiques liés à la formation et à l'utilisation des capitaux en examinant tout à tour le cas des entreprises, du système bancaire, des ménages et de la Collectivité, afin d'apporter des éléments de réponse aux deux questions suivantes :

- Pourquoi le taux d'intérêt semble-t-il incapable, dans les circonstances actuelles en France, d'assurer l'équilibre entre besoins et capacités de financement?
- Quelles sont les conséquences à en tirer, sur le plan de la politique de collecte et de répartition des capitaux, pour assurer l'utilisation la plus efficace de capitaux trop rares ?

L'analyse de ces deux problèmes montrera que, faute d'une structure où le marché des capitaux s'équilibre autour d'un taux unique, l'imperfection du marché oblige à distinguer très nettement deux concepts : le coût des capitaux et la rareté des capitaux.

Le coût des capitaux est notamment déterminé par le taux d'intérêt, ou rémunération des épargnants, auquel s'ajoute le coût de transit à travers un système bancaire de plus en plus concurrentiel.

La rareté relative des capitaux se traduit par une exigence stricte vis-à-vis de la rentabilité des projets d'investissements, critère de sélection des demandes d'emprunts ; elle se manifeste par un taux d'actualisation assurant l'équilibre entre l'offre et les besoins de capitaux et déterminant les seuils de rentabilité admissibles.

Ainsi se dessinent les contours d'une politique du prix des capitaux où l'on dissocie le prix en deux composantes : un prix de revient réel reflétant le coût des capitaux : le taux d'intérêt, et un coût d'immobilisation reflétant la rareté des capitaux : le taux d'actualisation.

*
* *

On examinera successivement le comportement des entreprises, celui des consommateurs et épargnants, celui des banques et celui de la collectivité.

*
* *

1. - Le comportement des entreprises face au taux d'intérêt

Le comportement des entreprises est principalement un comportement vis-à-vis du futur puisqu'il concerne les projets d'investissements et les besoins en capitaux.

Avant d'en venir là, on peut toutefois noter que l'entreprise subit le poids de ses décisions passées en payant chaque année les intérêts de ses emprunts. Le taux d'intérêt est donc, à cet égard, un élément du prix de revient présent de l'entreprise et l'on peut s'interroger sur son influence. Tout d'abord, la masse des intérêts reste, même pour des entreprises très capitalistiques, une part assez faible du chiffre d'affaires (moins de 10 %), si bien que le niveau plus ou moins élevé des taux à payer influe peu sur le prix de revient du produit. En outre, et surtout, l'intérêt se paie en pourcentage du capital nominal, emprunté, lequel s'est évanoui progressivement au fur et à mesure de l'inflation si bien que la masse des intérêts est faible en valeur réelle et est largement compensée par le gain réalisé en remboursant des francs passés par un nombre égal de francs actuels. De la sorte, on ne peut pas dire que l'endettement des entreprises ait obéré les prix de revient dans les 20 années passées, bien au contraire. Par contre, on pressent que dans les années à venir où l'inflation devra être très ralentie si l'on veut soutenir la concurrence étrangère, le poids des emprunts passés deviendra beaucoup plus lourd, mais, là encore, ce poids sera beaucoup plus celui des remboursements que celui des intérêts à verser.

D'ailleurs, il est de mauvaise politique industrielle de considérer un emprunt comme coûteux en intérêts et un autofinancement comme gratuit. Si vraiment une entreprise est confinée à l'autofinancement parce qu'elle ne peut assumer la charge d'intérêt de 5 à 6 % d'un emprunt, peut-être vaudrait-il mieux qu'elle cesse d'investir chez elle et place son autofinancement en obligations du Crédit National à 6,25 %. Il convient donc d'affecter un certain "coût d'équivalence" à l'autofinancement et c'est la valeur de ce coût (et non la valeur zéro) qui doit être comparée au coût de l'emprunt.

Ces remarques étant faites, l'on examinera successivement l'impact du taux d'intérêt sur le programme général d'investissement de l'entreprise et sur la sélection des projets à l'intérieur de ce programme.

A - Le choix du niveau global d'investissement

L'entreprise devrait en principe comparer, pour ses projets d'investissement, le coût des capitaux (autofinancement, appel aux actionnaires, obligations, emprunts bancaires) et l'échéancier des bénéfices qu'elle es-compte obtenir, et devrait retenir tous les projets qui restent rentables après paiement des intérêts au taux correspondant. En vertu de ce principe, le nombre de projets retenus se réduit d'autant plus que le coût des capitaux, c'est-à-dire le taux d'intérêt, s'élève.

Cette mécanique du comportement à l'investissement est bien rudimentaire, pour au moins trois raisons :

- La première raison est qu'une bonne partie des dépenses d'investissement échappe à tout jugement économique, soit que l'évaluation économique des bénéfices correspondants soit impossible (investissements en sièges administratifs, bâtiments à caractère social, réseau de transport intérieur . . .), soit que les investissements soient rendus obligatoires par la situation du marché (modernisation des techniques pour suivre les concurrents, augmentation de taille des machines si les spécifications techniques demandées par les clients se modifient...). Cette masse d'investissements de survie ou d'investissements généraux n'est donc guère sensible aux tendances du taux d'intérêt.

- La deuxième raison est que la décision d'investir se fonde sur bien d'autres motifs que le coût plus ou moins élevé des capitaux. Même en gardant pour seul objectif la rentabilité, l'entreprise sera amenée à lever un certain nombre d'hypothèques sur l'avenir : incertitude, évolution du marché de son produit et croissance économique générale, tous éléments bien différents du coût actuel des capitaux et qu'elle jugera en faisant appel aux quelques indices dont elle peut disposer : tendance économique actuelle pour les perspectives générales et, pour ce qui la concerne, des indices tels que le chiffre d'affaires, et surtout le profit qui sert à la fois d'indicateur conjoncturel et d'indicateur des ressources en capitaux de l'entreprise.

- La troisième raison est que l'accès aux emprunts se fait non pas aussi longtemps qu'il y a des projets rentables au taux d'intérêt de l'emprunt, mais aussi longtemps que l'endettement reste en deçà d'un certain ratio de structure financière. Ce butoir a une double origine : d'une part, les entreprises redoutent de voir leur gestion contrôlée par des banques dont elles dépendraient trop lourdement et s'effraient des charges inéluctables d'intérêt et de remboursement qui vont peser sur elle durant de nombreuses années, d'autre part les banques refusent en général de financer plus d'une certaine partie des dépenses d'investissement en exigeant des entreprises une participation en

capitaux propres. Cette contrainte de financement est suffisamment forte pour qu'elle joue bien avant la contrainte de rentabilité : les projets d'investissement sont alors écartés, non pas parce qu'ils ne laisseraient plus de bénéfice une fois les intérêts payés mais parce qu'ils compromettraient l'indépendance financière de l'entreprise.

Chacune des trois raisons précédentes est suffisante pour montrer que la décision d'investir des entreprises sera peu affectée par l'augmentation ou la diminution du taux d'intérêt au moins dans les zones où celles-ci se situent habituellement. Si l'on ajoute qu'on pourra, dans les secteurs où la concurrence est peu active, répercuter la hausse du taux d'intérêt sur le prix de vente, on voit en définitive que le coût des emprunts n'est pas le fondement essentiel de la décision d'investir.

B - La sélection des projets à l'intérieur d'un programme d'investissements

Toutefois, un problème demeure, et ce problème est capital : c'est que l'entreprise fait face à de sérieuses limitations en capitaux. Dès lors, comment l'entreprise pourra-t-elle sélectionner les projets d'investissement à retenir dans son programme, et ceux à écarter ?

- Au niveau du projet

A vrai dire, ce problème de sélection se pose déjà au niveau d'un projet, même s'il n'y a pas de limitations en capitaux, car il faut choisir entre diverses variantes techniques du projet, par exemple entre une solution manuelle qui ne nécessite aucun investissement mais entraîne par contre de forts coûts d'exploitation et une solution mécanisée qui remplace une grande part de ces coûts par une dépense initiale d'équipement. Par exemple, on peut établir le bilan différentiel suivant entre une solution manuelle et une solution mécanisée dans laquelle le matériel est utilisable pendant 5 ans :

	D E P E N S E S				
	Année initiale	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5
Solution mécanisée (1)	850	50	50	50	50
Solution manuelle (2)	250	250	250	250	250
Bilan différentiel (1) - (2)	+ 600	- 200	- 200	- 200	- 200

Le bilan qui se déduit des caractéristiques intrinsèques du projet, fait ressortir une économie annuelle de 200 pendant 4 ans à mettre en balance avec un supplément initial de dépenses de 600.

Dès que l'on veut dépasser le stade d'une comparaison superficielle pour parvenir au concept de bénéfice attaché à l'opération, on doit faire intervenir un élément extérieur au projet, à savoir le taux d'intérêt qui servira à comparer les bénéfices futurs aux dépenses initiales. L'on réservera le terme de taux d'actualisation (i) au taux d'intérêt employé dans un bilan économique ; dans le cas présent, le bénéfice actualisé s'obtient par la relation :

$$B = 600 - \frac{200}{1+i} - \frac{200}{(1+i)^2} - \frac{200}{(1+i)^3} - \frac{200}{(1+i)^4}$$

si bien que la solution mécanisée ne devra être préférée à la solution manuelle que tant que le taux d'actualisation i ne sera pas trop élevé, faute de quoi le bénéfice B deviendrait négatif. Si l'on appelle taux de rentabilité, la valeur du taux d'actualisation pour laquelle l'opération se solde sans perte ni profit, - donnée intrinsèque au projet et égale dans l'exemple précédent à 12,5 %, - on voit que la mécanisation doit être préférée à la solution manuelle dans la mesure où l'on n'a pas à rémunérer les capitaux nécessaires, à un taux supérieur à 12,5 % par an.

Ainsi apparaît un premier "biais" par lequel le taux d'intérêt intervient dans les décisions de l'entreprise, le biais des calculs de rentabilité, pour départager économiquement plusieurs variantes techniques possibles.

Ce choix est-il simple ? On serait tenté de le croire en remarquant qu'il suffira (1) de retenir tous les projets qui présenteront un bénéfice positif lorsqu'actualisé au coût réel de l'argent (prêts bancaires, obligataires, etc...), c'est-à-dire en somme ceux dont le "taux de rentabilité" est plus élevé que le taux d'intérêt de ces emprunts ; mais on s'aperçoit très rapidement qu'en procédant ainsi, l'entreprise a la possibilité de dresser devant elle une liste d'investissements dont le montant dépasse ses moyens financiers.

Alors intervient le vrai problème de la sélection, celui qui résulte des limitations en capitaux.

(1) En ne limitant plus la comparaison à deux projets.

- Au niveau du programme

Ces limitations sont doubles : elles s'exercent à la fois par les taux et en volume.

En effet, le problème serait relativement simple à résoudre si les limitations provenaient seulement d'un coût trop élevé de l'emprunt : on pourrait alors garder tous les projets dont le taux de rentabilité reste supérieur au taux d'intérêt de l'emprunt. Même si le montant des capitaux correspondants était très important, on trouverait à emprunter en conséquence à un taux suffisamment élevé. Par contre, dès lors que la trésorerie et le respect de limites à l'endettement imposent un seuil plus contraignant, il va falloir abandonner des projets rentables, c'est-à-dire des projets qui laisseraient des bénéfices, une fois payé le taux d'intérêt de l'emprunt. Il est bien évident qu'on écartera alors ceux qui laissent le moins de bénéfices, mais comment atteindre cet objectif ? Deux méthodes sont possibles.

Une première méthode consiste à considérer que puisque le coût effectivement payé pour les capitaux est de l'ordre de 6 à 10 %, c'est ce taux qu'il convient d'utiliser pour apprécier les bénéfices actualisés de chaque projet. La recherche du profit maximum dans le cadre de l'enveloppe financière conduit alors à classer les projets d'après leurs bénéfices actualisés unitaire (1) et à ne garder que les mieux classés d'entre eux. Cette méthode se caractérise donc par l'emploi d'un taux d'actualisation assez bas (égal en coût réel des capitaux) pour les choix économiques.

Une deuxième méthode consiste à dire que le coût réel des emprunts importe peu, et que seule existe vraiment la limitation des capitaux. Puisqu'il faut, pour la respecter, être beaucoup plus exigeant sur la rentabilité des projets, on essaiera de définir un seuil de rentabilité suffisamment élevé pour que l'on puisse financer effectivement tous les projets qui resteraient rentables à ce taux. Comment déterminer ce seuil ? Il suffit de classer les projets dans l'ordre des taux de rentabilité décroissants et d'additionner le montant des investissements correspondants jusqu'à atteindre l'enveloppe imposée par la contrainte de financement. Le taux de rentabilité du dernier projet retenu sera le seuil de rentabilité cherché. S'il n'y avait pas de contrainte financière, ce seuil ne serait autre que le coût de l'emprunt puisque tout investissement ayant un taux de rentabilité de 7 % par exemple, laisserait un bénéfice dès lors que l'on emprunte à 6 %. Mais, comme il y a contrainte financière, ce taux est notablement plus élevé et l'on peut penser qu'il se situe entre 10 et 15 % dans de nombreuses entreprises. Si cette méthode est retenue, on voit, en reprenant l'exemple précédent que le remplacement d'une technique manuelle par une technique mécanisée se fera en utilisant un taux d'actualisation de 10 à 15 % au lieu de 6 à 10 % précédents.

D'où le dilemme suivant : faut-il comparer les projets entre eux au coût réel des capitaux (taux d'intérêt des emprunts) ou à un coût fictif beaucoup plus élevé reflétant les limitations en capitaux (seuil de rentabilité de l'entreprise) ?

(1) C'est-à-dire le rapport entre le montant du bénéfice actualisé et la dépense total d'investissement.

L'intérêt de l'entreprise, limité au souci de chercher le profit maximum compte tenu des coûts réellement supportés, conduit à adopter en principe la première méthode puisque le taux d'actualisation employé dans ce cas reflète le prix effectivement payé pour les capitaux. Elle est toutefois d'un emploi pratique plus malaisé que la seconde méthode car elle exige la centralisation de tous les projets pour classement et élimination des investissements sortant du cadre de l'enveloppe financière : c'est ainsi que, si le taux adopté est de 6 %, tous les projets rentables à 6 % seront soumis à la Direction générale alors que la prise en compte de la contrainte financière viendra éliminer bon nombre d'entre eux, relevant ainsi de facto le seuil de rentabilité admissible. C'est pourquoi, pour autant que la limitation en capitaux revête un caractère assez permanent, bon nombre d'entreprises préfèrent adopter la seconde méthode qui, pour être un peu moins rigoureuse dans son principe, n'en a pas moins le grand avantage pratique de répercuter le poids de la contrainte financière à tous les échelons de décision de l'entreprise. Ceux-ci sont alors conduits à retenir, parmi les variantes possibles, des solutions relativement peu capitalistiques et à profit escompté élevé : cette recherche d' "économie de capitaux" est parfaitement cohérente avec la restriction que traduit la contrainte financière.

L'intérêt général, par contre, dicte sans ambiguïté la réponse à l'alternative posée : il ne faut pas que des capitaux soient investis dans les projets à faible rentabilité sous prétexte que les capitaux sont bon marché et que telle ou telle entreprise peut disposer de possibilités d'autofinancement élevées ou de facilités de financement particulières, car le prélèvement ainsi fait sur l'épargne globale empêchera de réaliser par ailleurs des investissements beaucoup plus rentables. L'intérêt général commande donc qu'un taux d'actualisation plus élevé que le coût des capitaux, reflétant la rareté relative de l'épargne, soit utilisé pour la confection des programmes d'investissement de l'entreprise ; les conséquences de cette conclusion seront analysées ultérieurement, lors de l'analyse du comportement de la collectivité face au taux d'intérêt.

En définitive, si le taux d'intérêt ne constitue qu'un élément parmi beaucoup d'autres de la décision d'investir, il s'est révélé être, sous la forme du taux d'actualisation, le critère le plus rationnel de la manière d'investir, grâce aux méthodes utilisées pour sélectionner les investissements. Mais, tandis que le taux d'intérêt reflète la rareté, ce qui la situe à un niveau supérieur au coût moyen des capitaux. Ainsi défini, le taux d'actualisation apparaît comme instrument essentiel du choix de la répartition la plus efficace des investissements dans le cadre des possibilités financières de développement de l'entreprise.

2. - Le comportement des Consommateurs et Epargnants
face au taux d'intérêt

L'analyse du comportement des entreprises a fait apparaître un "paradoxe" ; même si l'entreprise peut se convaincre de la bonne rentabilité d'un programme, elle ne pourra pas en général le financer complètement car les fonds extérieurs qu'elle peut collecter sont limités, quel que soit le prix qu'elle accepte de les payer et quelle que soit la rentabilité du programme qu'elle propose.

Pourquoi cette rigidité ? L'analyse
du comportement des "ménages" en donnera une explication.

Tout individu a deux visages, celui de consommateur et celui d'épargnant, et c'est sans doute vers ce second visage qu'il faut se tourner pour étudier l'influence du taux d'intérêt sur les comportements. Encore faut-il remarquer que le consommateur en tant que tel rencontre déjà dans sa vie courante le taux d'intérêt lorsqu'on lui propose de ne pas payer comptant une automobile ou un réfrigérateur en bénéficiant de facilités de crédit. Le taux d'intérêt lui apparaît alors comme un supplément de prix dont il appréciera en général fort mal le montant et qu'il acceptera ou non en fonction de considérations personnelles telles que l'état de sa trésorerie, la préférence psychologique à étaler de grosses dépenses ou, plus simplement l'incapacité de disposer au comptant et tout de suite de la somme correspondante. Dans la plupart des cas, le consommateur sera beaucoup plus sensible au fait que le crédit existe, ou à la durée de ce crédit qu'au taux d'intérêt qui transparait (d'ailleurs fort difficilement) dans le supplément de prix qu'on lui demande.

On pourrait penser, par contre, que le même individu sera beaucoup plus sensible en tant qu'épargnant au taux d'intérêt : il appréciera que sa Banque ou la Caisse d'Epargne consente à lui offrir 3% d'intérêts, par exemple, sur ses dépôts à terme ou d'épargne.

De là à dire que le montant épargné variera si on ne lui offre plus que 2,5 %, il y a un pas à faire : il est difficile de croire encore aux schémas théoriques "classiques" selon lesquels la seule raison d'épargner est de percevoir des intérêts.

En effet, même si l'on ne va pas à l'inverse jusqu'à l'autre théorie extrême, keynésienne, dans laquelle l'épargne n'existe que comme un résidu, solde d'un revenu et d'une consommation liée à ce revenu, auquel cas l'épargne est parfaitement insensible aux niveaux de taux d'intérêt, il faut bien reconnaître que les épargnants ont bien d'autres motivations que le seul attrait du gain en intérêts. Dans certains cas, l'épargne n'est que le moyen de permettre à relativement bref délai des consommations ultérieures (cas des biens durables importants) ou, ce qui revient au même, de rembourser les emprunts contractés pour ces consommations.

L'épargne constituée pour l'achat d'un logement, souvent imposée par les conditions institutionnelles du marché de la construction, relève de conditions analogues. Une autre raison est de se prémunir contre les aléas de la vie et de constituer un capital-retraite, voire, ce qui correspond d'ailleurs à une motivation différente, un patrimoine à transmettre aux descendants. Certains, par ailleurs, cherchent des plus-values en capital par des placements judicieux, et acceptent volontiers en contre partie des intérêts minima voire inexistantes. Au total, l'épargne se détermine donc au travers de divers comportements socio-économiques de revenu ou de patrimoine où le taux d'intérêt joue la plupart du temps un rôle peu déterminant.

Une preuve supplémentaire en est dans le fait que la plupart des placements en créances offerts durant les dernières décades, même pour les décades d'après-guerre, bien loin de procurer aux épargnants une augmentation de la valeur de leur patrimoine, ont été incapables d'en maintenir le pouvoir d'achat. Les épargnants, sans d'ailleurs s'en rendre complètement compte, ont donc accepté en fait un taux d'intérêt perpétuellement négatif, ce qui corrobore l'impression que l'épargne est souvent plus un résultat ou besoin qu'un consentement conditionné par le niveau de l'intérêt servi.

Les réflexions précédentes incitent à beaucoup de circonspection pour mettre en oeuvre une politique de taux d'intérêt aux fins de développer l'épargne : il existe sans doute une certaine élasticité de l'épargne qui permettra d'en moduler le niveau en jouant sur les taux d'intérêt servis, mais, à moins de modifications drastiques et brutales (doublement du taux d'intérêt, indexation des placements), on ne modifiera guère le taux d'épargne des ménages de plus d'un demi-point ou d'un point. Plus efficace, même si pour l'essentiel elle ne conduit qu'à un changement d'affectation de l'épargne ou à une modification de son degré de liquidité est la création de nouvelles formes d'épargne correspondant à un besoin précis de l'individu (épargne-logement, assurances vie-retraite) : ces formes nouvelles peuvent rendre effectifs des comportements qui restaient latents faute d'instruments financiers adaptés.

Par contre, le taux d'intérêt devient un instrument privilégié lorsqu'il s'agit d'orienter l'épargne existante.

Entre le compte à vue où le patrimoine épargné est immédiatement disponible et l'épargne-retraite où le patrimoine ne sera disponible qu'au terme de 10, 20 ou 30 ans, il existe toute une hiérarchie de placements de degrés de liquidité différents et les taux d'intérêt de ces placements doivent contrebalancer le désir naturel de l'épargnant de pouvoir rentrer en possession de son patrimoine lorsqu'il vient à en avoir besoin : de 0 % dans les comptes à vue à 3 % dans les comptes à terme ou à la Caisse d'Epargne, à 6% pour les obligations, 8 à 10 % pour les placements hypothécaires, le taux d'intérêt varie ainsi fortement. D'autres raisons que le désir de liquidité interviennent en même temps dont les principales sont le désir de plus-values en capital et le désir de sécurité : ainsi les épargnants se sont-ils satisfaits d'un faible rendement des actions tant que les cours montaient avant 1962 pour délaisser ensuite les actions tant que les cours descendaient jusqu'à retrouver un rendement comparable à celui de formes concurrentes.

Le désir de rentabilité, sur lequel se fonde le maniement du taux d'intérêt, est dans l'ensemble suffisamment fort pour l'emporter sur les désirs de liquidité, plus-values, et sécurité : diverses faillites retentissantes ont montré que nombre d'épargnants n'avaient pu résister aux attraits d'un taux d'intérêt particulièrement élevé offert dans des conditions peu favorables de liquidité et de sécurité. C'est pourquoi l'on peut dire qu'il serait possible de modifier les courants d'épargne en modifiant la hiérarchie des taux, soit par des interventions de l'Etat, soit par les mécanismes de la concurrence. En particulier, le délicat problème de la transformation est indissociable de la politique adoptée pour les taux d'intérêt : l'exemple américain d'un secteur Assurances qui offre à l'épargnant la constitution progressive d'une retraite à un taux de capitalisation élevé montre qu'on peut créer une épargne à long ou très long terme pourvu qu'on y mette un prix suffisant. Les taux actuels de placement à long terme (5% pour la Caisse de Prévoyance, par exemple) ne sont pas compétitifs vis-à-vis des taux des formes de placement à court ou moyen terme.

L'analyse précédente a permis de reconnaître à la fois une inertie considérable du montant total d'épargne au taux d'intérêt et une sensibilité des formes de placement à la hiérarchie des taux proposés.

En d'autres termes, le taux d'intérêt qui va se former sur le marché de la collecte de l'épargne sera dans une assez large mesure indépendant de l'abondance des capitaux disponibles.

Or, ce taux est le "prix d'achat" de l'argent par les systèmes bancaires ou autres circuits de distribution des capitaux, c'est-à-dire le fondement du coût de l'argent tel qu'il sera facturé, à la sortie du système financier et bancaire, aux entreprises et autres agents demandeurs de capitaux pour l'investissement. En conséquence, ce coût va être très peu sensible à la quantité d'épargne disponible, soit, pour caricaturer la situation en une formule lapidaire : le coût des capitaux primaires n'en reflète pas la rareté.

3. - Le comportement des banques face au taux d'intérêt

Pour diverses raisons socio-économiques sur lesquelles il est inutile de s'étendre ici, une faible part de l'épargne des particuliers se place directement sur le marché des capitaux à long terme (ou marché financier stricto-sensu). Certains investisseurs institutionnels, comme les Compagnies d'Assurances, réaffectent à ce marché des épargnes à long terme constituées selon d'autres modalités. Tel peut être également le cas pour le système bancaire qui, plus généralement, effectue l'ajustement général de l'offre et de la demande sur l'ensemble du marché des capitaux, ajustement particulièrement nécessaire - on l'a dit - parce que les motifs de liquidité, de plus-value et de sécurité des offreurs de capitaux ne coïncident pas nécessairement avec les besoins des emprunteurs.

Y-a-t-il dans le fonctionnement du marché des capitaux un second facteur de rigidité ?

C'est là poser le problème du comportement des Banques, comportement caractérisé par un légitime souci de prudence et de sécurité non toujours compatible avec le souci de rentabilité. On analysera le rôle que peut avoir le taux d'intérêt successivement dans la collecte des capitaux, la décision de prêt des capitaux et la tarification de ces capitaux. Ainsi se dessineront les limites de l'ajustement qu'une politique du taux d'intérêt permet de réaliser sur le marché des capitaux bancaires.

A - LA COLLECTE DES CAPITAUX ET LE TAUX D'INTERET

Pour collecter des capitaux, il faut les rémunérer. Ce paiement peut s'effectuer de multiples façons, depuis celle du notaire qui reçoit de l'argent et paie en contrepartie un intérêt au déposant, sans lui rendre d'autre service, jusqu'à celle des chèques postaux qui reçoivent de l'argent sans payer aucun intérêt mais en rendant au déposant un service présentant de multiples avantages de commodité. Les Banques ont un mode de paiement intermédiaire, versant dans certains cas un intérêt et rendant des services bancaires souvent gratuits en compensation du dépôt effectué.

Il y a donc un premier élément du coût dans le système bancaire, c'est celui de rémunération des capitaux reçus et de dépenses d'exploitation correspondant aux services fournis aux déposants : tenue des comptes, services des guichets, etc...

Ce coût des capitaux reçus n'est qu'un élément du coût des capitaux prêtables car une bonne partie des liquidités ainsi accumulées n'est pas disponible pour le crédit: les règles de bonne gestion propres à la Banque, les règles de prudence édictées par le législateur et les règles monétaires énoncées par l'Etat pour faciliter sa propre politique : plancher de bons du Trésor (1), coefficient de réserves, ont pour résultat de stériliser, soit dans l'absolu, soit pour le crédit au secteur privé, une partie des capitaux reçus par les banques.

(1) Aujourd'hui supprimé.

Comme les capitaux collectés ne sont pas gratuits et qu'une partie seulement de ces capitaux est disponible pour les prêts (aux entreprises ou aux particuliers), il existe donc un taux d'intérêt minimum que le Banquier devrait facturer pour couvrir ses propres charges, compte tenu de ce que lui rapportent les capitaux stérilisés précédemment évoqués.

Il serait hasardeux d'avancer un chiffre sur ce coût moyen de l'argent, et à fortiori sur un coût marginal de collecte de capitaux supplémentaires. On pourrait s'en faire une idée en analysant les divers types de dépôts et leurs rémunérations, le coût des services bancaires et le coût de la stérilisation des actifs précédemment décrits. On peut également remarquer que ce coût est vraisemblablement compétitif avec celui de l'emprunt bancaire direct à l'épargnant, par voie d'obligations, ce qui amènerait sous toutes réserves à considérer comme plausible un chiffre de 6 à 7% comme coût de l'argent.

En tout état de cause, il ne paraît pas aberrant de comparer un taux obligataire d'environ 7% (1) pour avoir de l'argent intégralement disponible pour des prêts aux entreprises, à un taux de 3% sur dépôts à terme pour avoir de l'argent qui doit encore transiter à travers le mécanisme bancaire avant d'être disponible pour des prêts.

L'unicité de coût de collecte des capitaux est par contre largement battue en brèche par l'existence des circuits d'Etat. Tout d'abord, l'Etat (2) utilise ses moyens pour collecter des fonds à un coût négligeable (la rémunération et le coût de fonctionnement du service des chèques postaux équivalent à un taux d'intérêt extrêmement faible). Ensuite, même lorsque l'Etat semble rémunérer les capitaux collectés (Caisse d'Epargne, Bons du Trésor), à un taux comparable à celui des banques, il garde l'avantage d'avoir des contraintes moins rigides que celles des banques pour la gestion de leurs fonds. Le taux d'intérêt minimum, dépense encourue par l'Etat pour collecter les fonds, ne semble pas, en conséquence, dépasser 3%.

Il n'y a donc pas unicité des coûts dans la collecte des capitaux, les circuits d'Etat étant favorisés par un coût direct souvent moindre assorti d'une plus grande souplesse d'emploi des fonds collectés. Il faut souligner, à cet égard, que les récentes mesures monétaires et la politique du V^e Plan tendent à réduire ces disparités, en particulier en harmonisant les rémunérations servies : taux d'intérêt nul aussi bien en chèques postaux qu'en dépôts bancaires à vue, alignement des taux d'intérêt servis par les Caisses d'Epargne et aux Bons du Trésor sur les taux correspondants du secteur bancaire, mais cette concurrence au niveau du déposant ne se traduit pas encore par une égale concurrence au niveau du prêt à l'entreprise.

-
- (1) Encore qu'il faille remarquer que les frais d'émission des emprunts obligataires portent leur coût à 8,5 - 9% et que dans le cas particulier des emprunts obligataires collectifs, seulement 90 % environ du montant de l'emprunt est disponible pour l'entreprise.
 - (2) On reviendra au paragraphe suivant sur la constitution d'une épargne forcée par l'Etat, dans laquelle l'Etat joue un rôle différent du rôle emprunteur qui est ici évoqué.

B - LA DECISION DE PRET DES CAPITAUX ET LE TAUX d'INTERET

L'on voit ainsi se former et se "transformer", à travers les circuits de collecte, des capitaux à un certain coût, disponibles pour l'investissement. Avant de savoir à quel tarif ces capitaux seront prêtés, se pose le problème de savoir à qui ils seront prêtés.

C'est bien là un problème préalable, car il paraît difficile d'incorporer au tarif une prime de risque pour compenser les non remboursements éventuels : il faudrait que cette prime soit singulièrement élevée si elle devait permettre au Banquier de prêter de l'argent à n'importe qui, sans autres garanties que ce taux. Un calcul sommaire montre par exemple qu'une Banque qui voudrait gagner 6 % et récupérer ses capitaux devrait exiger, si elle admet une probabilité de non remboursement de 25 %, un taux d'intérêt de 18 % pour des prêts à 5 ans. Le voudrait-elle d'ailleurs qu'elle ne le pourrait pas, depuis que la loi sur l'usure est venue plafonner les taux d'intérêt.

Dans ces conditions, le Banquier préférera souvent assurer sa sécurité par des moyens autres que le taux d'intérêt, laissant à celui-ci une simple fonction de "profit".

Ces autres moyens sont de deux types : des garanties "en nature" chez l'emprunteur pour pouvoir se rembourser sur d'autres biens de l'emprunteur au cas où l'investissement proprement dit échoue, et un partage de responsabilité en exigeant que l'emprunteur finance une partie de l'investissement afin que, solidaire du risque de perte du banquier, il n'entreprenne des projets qu'après étude sérieuse.

Les garanties en nature ont pour archétype le système de l'escompte du papier commercial où la Banque s'assure "à l'amont" par des marchandises et "à l'aval" par le réescompte auprès de la Banque de France. Pour le crédit à moyen et long terme, seul véritable crédit pour les investissements, la Banque a largement évolué. Au début, elle s'est assurée sur la fortune personnelle du demandeur, puis sur le patrimoine général de la Société (1), puis, le développement s'accroissant, elle s'est bornée à évaluer les revenus qui se créeraient au cours de la vie de la Société, durant le déroulement du prêt : c'est la politique de la capacité d'autofinancement ou du cash-flow, où la banque vérifie que l'entreprise verra se dégager un cash-flow suffisant pour rembourser le prêt dans un certain délai.

(1) Le coût des garanties présentées par l'emprunteur étant supporté par lui et venant ainsi s'ajouter aux frais financiers.

Toutefois le Banquier a naturellement tendance à s'intéresser à l'évolution, sur la durée du prêt, du cash-flow de l'ensemble de l'entreprise ; celui-ci peut être tout à fait suffisant pour garantir le remboursement du prêt même si le projet isolé d'investissement n'est pas rentable : les gains du reste de l'entreprise compensent les pertes liées au projet. Ainsi conçue, la politique du cash-flow, restreinte à l'unique souci de trouver quelque part dans l'entreprise un flux de revenus garantissant le prêt, conduit dans certains cas le Banquier à des choix peu souhaitables pour l'intérêt général. On pourrait concevoir une autre politique de cash-flow qui constituerait un réel progrès sur les méthodes bancaires antérieures, ^{et} qui s'appliquerait à l'examen du seul cash-flow lié au projet d'investissement : elle s'identifierait alors avec la politique de rentabilité puisque le cash-flow considéré est directement lié à la rentabilité de l'investissement.

Le partage de responsabilité, caractérisé par la politique des ratios paraît de nature parfaitement économique en ce sens que l'entreprise doit être suffisamment convaincue du bien-fondé de ses projets pour y investir ses capitaux propres. Il est donc normal qu'une banque refuse son concours à une entreprise qui voudrait tenir ses capitaux propres à l'écart d'un projet. Toutefois, rendue systématique, cette politique peut parfois constituer un frein au développement : un groupe d'individus qui a su créer une activité économique nouvelle, soutenue par une forte demande, n'a pas les capitaux propres nécessaires, ni pour développer par lui seul son entreprise, ni même pour participer de moitié avec une banque au financement des projets. Dans le contexte économique actuel, l'entreprise est alors condamnée, soit à freiner volontairement son développement (au risque de voir un autre groupe prendre le marché ainsi créé), soit à se voir prise sous contrôle par une banque : les exemples concrets sont fréquents d'une entreprise qui a "grandi trop vite" et est passée sous contrôle bancaire, contre son gré ; une politique bancaire moins rigide admettant un ratio de capitaux propres provisoirement plus faible avec, en contrepartie, un taux d'intérêt plus élevé pour les emprunts, fournirait dans ce cas un cadre de développement mieux adapté aux préoccupations de l'entreprise.

C - Les conditions d'octroi des concours financiers et le taux d'intérêt

Si le taux d'intérêt n'intervient que peu dans la décision d'octroi du crédit, il constitue par contre l'instrument de tarification de ce crédit.

A la base de ce tarif est le coût de l'argent précédemment évoqué, lors de l'analyse de la collecte de l'épargne. Par ailleurs, ce coût subit directement les effets de la politique des "taux directeurs" de la Banque de France car, le marché monétaire étant "en banque", ce sont les taux auxquels les crédits de la Banque de France sont accordés qui servent de taux directeurs. L'unité de trésorerie au niveau de la banque a en effet pour conséquence qu'elle effectue un perpétuel arbitrage entre soit se désendetter auprès de la Banque de France, soit augmenter ses prêts à court terme.

En vertu du principe de marginalité des prix, c'est le taux le plus élevé auquel la dernière opération est faite qui constitue le taux de base. Or, en-dehors du taux d'escompte de 3,5 %, il n'existe pas moins de 6 taux officiels d'intervention compris entre 3 % et 6 %. Les opérations du taux de 6 % n'étant assorties d'aucune limitation quantitative, le marché ne peut pas actuellement dépasser ce maximum.

Si les capitaux, à ce coût, étaient suffisamment abondants pour satisfaire à la demande, le marché se stabiliserait probablement aux alentours de ce taux, les projets marginaux des entreprises ayant alors un taux de rentabilité ne dépassant guère 6 à 7 %. Tel n'est pas le cas de sorte qu'on se trouve en présence d'une demande de capitaux plus forte que l'offre, même après sélection des projets en fonction des "garanties" bancaires.

On a dit plus haut qu'une partie limitée de cette demande est satisfaite par le marché financier stricto sensu. Une autre partie bénéficie des crédits accordés par l'Etat à des conditions particulièrement avantageuses : crédits du F.D.E.S., crédits à long terme à bas taux d'intérêt, bonifications d'intérêt pour certains emprunts. Le reste, soit à peu près 50 %, constitue une demande de crédit bancaire, moitié à court terme, moitié à moyen ou long terme. Dans la mesure où ce crédit bancaire vient au sommet de la pyramide de la demande des capitaux, c'est bien lui qui fixera le seuil de rentabilité des investissements marginaux.

Actuellement, il semble que l'offre bancaire et la demande des entreprises s'ajustent de la manière suivante : les Banques disposent d'un volume bien défini de crédit (1) et les proposent à un tarif fondé sur le coût de ces capitaux : "prime rate" pour les "meilleurs débiteurs" plus marge tenant compte du risque et de la garantie. Les entreprises constatent alors que le volume des crédits est trop faible pour leur permettre de financer tous les projets qui seraient rentables à ce tarif, ce qui les conduit à retenir un seuil de rentabilité plus élevé que le taux d'intérêt réclamé : l'écart entre taux et seuil de rentabilité retenu définit alors le bénéfice marginal de l'entreprise.

Ce mécanisme est à la fois favorable à l'entreprise dans la mesure où les banques n'essaient pas de s'approprier la marge de profit en haussant fortement le taux d'intérêt, et défavorable dans la mesure où la restriction quantitative de crédit les oblige à écarter des projets qui leur auraient laissé des bénéfices.

(1) Correspondant ces dernières années à une augmentation annuelle de 10 à 15 %.

Le fait que le taux d'intérêt reste plus bas que ne l'y incite la pression de la demande s'explique par une concurrence bancaire accrue qui pèse sur la marge de profit bancaire et vient se substituer au contrôle des taux exercé par l'Etat dans un passé récent. Elle s'effectue, non par le taux d'intérêt servi (unifié pour toutes les Banques) (1) mais par le service rendu et la politique de collecte des capitaux. Cette concurrence est à la fois le fait d'une politique plus dynamique du crédit souhaitée par le Ve Plan et entreprise grâce à de nombreuses mesures récentes, et de la politique de libéralisation des changes. En effet, alors que pendant 25 ans les taux sur le marché monétaire français ont évolué sans interférence avec l'étranger, on constate que, depuis l'abolition du contrôle des changes, les disparités de taux provoquent nécessairement des mouvements de capitaux qui ont une double origine : ils peuvent émaner de particuliers ou d'organismes à la recherche de placements plus rémunérateurs (ou spéculant sur une monnaie). Ils proviennent, surtout, des banques (et autres distributeurs de crédit) qui mettent à profit les disparités de taux pour prêter à l'étranger ou se financer à l'extérieur.

Ces mouvements entraînent généralement (sauf le cas des swaps) des répercussions sur le marché des changes. Si, par exemple, le niveau des taux français sur le marché monétaire est inférieur aux taux étrangers, le dollar fait un déport à terme. Dans ces conditions, les banques prêtent à l'étranger et il y a sortie de capitaux. Ces sorties restreignent la liquidité sur le marché monétaire, et toutes choses égales d'ailleurs, les taux doivent monter sur le marché monétaire interne, tandis que le dollar a tendance à remonter au fur et à mesure des ventes de francs à l'étranger. Il y a donc là, un mécanisme d'ajustement dont l'efficacité est d'ailleurs souvent tenue en échec par les autorités monétaires (notamment pour des raisons de contrôle de la conjoncture : exemples américains et allemand de 1966 de lutte contre la "surchauffe" par des moyens essentiellement monétaires).

La concurrence internationale paraît ainsi devoir être suffisamment forte pour égaliser progressivement les taux d'intérêt. Il est difficile de prévoir si les mécanismes internationaux joueront en faveur d'une baisse ou d'une hausse des taux d'intérêt : pour le moment, la pression de la demande de capitaux à travers le monde joue à l'encontre de la pression de la concurrence bancaire internationale et semble l'emporter, en provoquant une hausse générale des taux d'intérêt.

(1) La liberté de rémunérer les dépôts à terme dépassant un certain montant ou une certaine durée vient d'être décidée récemment, et apporte donc un élément de marché supplémentaire.

4. - Les Comportements de la Collectivité face au taux d'intérêt

Dans cet équilibre général de l'épargne et de l'investissement qui est sous-entendu par les comportements précédemment étudiés, la collectivité intervient à un double titre : d'abord parce qu'elle est partie prenante de capitaux pour des équipements productifs et collectifs, ensuite parce que, consciente des exigences du développement économique, elle doit veiller à la réalisation et à la stabilité de cet équilibre sur le marché des capitaux. Cette double préoccupation l'amène d'abord à contribuer à la formation de l'épargne nationale par l'épargne forcée, puis à définir un seuil de rentabilité à observer dans l'intérêt général, c'est-à-dire un taux d'actualisation national qui permette d'orienter les investissements de la manière la plus efficace tout en respectant les limitations de capitaux inhérentes à l'équilibre épargne-investissement.

A. L'épargne forcée collective

On a dit plus haut les difficultés qu'on rencontre pour élever le niveau global de l'épargne des ménages. Une plus grande efficacité ne s'obtient, il faut bien le reconnaître, qu'en agissant "en amont" de la répartition épargne-consommation souhaitée par les ménages pour leur revenu disponible, c'est-à-dire en agissant sur ce revenu : c'est l'épargne forcée où l'Etat prélève des impôts en vue de se donner la capacité de financement nécessaire à la réalisation de l'équilibre général épargne-investissement.

De ce point de vue, un déséquilibre se corrige, non plus par une action sur les taux d'intérêt offerts aux épargnants, ni par la modification des formes de placements offerts, mais par une action fiscale sur le revenu des épargnants.

L'emploi de cet instrument semble devoir s'imposer soit lorsqu'il est urgent de corriger les déséquilibres naissant d'un manque conjoncturel de capitaux disponibles dans l'économie, soit lorsqu'on n'aperçoit pas d'autre moyen de satisfaire les besoins à moyen terme d'investissement : dans cet esprit, l'étude des perspectives du Ve Plan avait montré que le souci de compétitivité des entreprises entraînerait des besoins de capitaux plus importants que par le passé, auxquels s'ajoutaient

les besoins toujours impérieux de capitaux pour les équipements collectifs : l'effort d'autofinancement pour les investissements privés a donc été conjugué avec un effort d'épargne forcée pour les investissements publics. Il faut, à ce propos, être conscient du fait que les services rendus par la plupart des investissements collectifs (écoles, stades, voirie urbaine) ne sont en général pas (ou peu) facturés aux consommateurs de sorte qu'il est normal que les capitaux correspondants proviennent de l'impôt : le Ve Plan a d'ailleurs recommandé de remplacer les emprunts des collectivités locales par des impôts lorsqu'il s'agit de créer des services à caractère public ou susceptibles de tarification.

Les mêmes observations s'appliquent, mutatis mutandis, aux impôts prélevés par l'Etat sur les entreprises. Il est d'ailleurs difficile, en toute rigueur, de dire qui, des ménages ou des entreprises, paie certaines catégories d'impôt, comme les impôts indirects. Au total, l'épargne forcée collective se définit donc comme l'excédent des recettes définitives de l'Etat (plus généralement de l'ensemble des administrations) sur leurs dépenses courantes.

Trois remarques supplémentaires doivent être faites :

- "L'épargne forcée" n'a, pour l'individu, d'épargne que le nom puisque les capitaux considérés (et leurs intérêts a fortiori) lui sont prélevés sans espoir de retour autre que les services publics créés grâce à ces capitaux.
- Dans certains cas, si l'épargne spontanée se révèle insuffisante pour faire face aux besoins nationaux d'investissement, l'épargne forcée collective peut s'étendre au-delà des capitaux nécessaires aux investissements des administrations, pour permettre à l'Etat de contribuer au financement du secteur privé (1). Encore faut-il éviter que les modalités de cette contribution ne viennent fausser le fonctionnement du marché des capitaux.
- La contribution d'épargne forcée collective ne doit pas s'effectuer au détriment de celle de l'épargne spontanée des ménages - dans la mesure où un prélèvement fiscal trop lourd peut augmenter la propension à consommer le revenu disponible - ni l'autofinancement des entreprises, c'est-à-dire l'épargne forcée constituée par le secteur privé.

(1) Cette hypothèse doit être fondamentalement distinguée du cas où l'Etat (et ses dénombrements) empruntent pour prêter.

B - Le concept de taux d'actualisation lié au Plan

La recherche d'un équilibre entre ressources et besoins en capitaux prend sa pleine signification dans une optique à moyen terme où l'on évalue l'effort d'investissement nécessaire pour soutenir la croissance. C'est ainsi que les impératifs de l'ouverture des frontières au cours du Ve Plan ont dominé les travaux de la Commission Générale de l'Equilibre et du Financement dont le but était précisément de définir la configuration générale des circuits de capitaux qui serait cohérente avec les besoins d'investissement apparus, caractérisés par un effort accru à la fois de l'investissement productif et de l'investissement total au cours de la période 1965-1970.

Néanmoins, une fois que les travaux de planification ont fait apparaître un niveau global d'équilibre de l'épargne et de l'investissement, le problème se pose d'aller plus loin en affectant les capitaux aux divers types de besoins. Pour ce faire, un premier choix, d'ordre collectif doit être effectué pour ce qui concerne l'enveloppe "investissements collectifs", option entre consommation privée et consommation collective, et, éventuellement, pour ce qui concerne l'enveloppe "logement" où des considérations d'ordre social et d'équipement du territoire se mêlent aux considérations économiques. Dans la mesure en effet où une partie de l'investissement national sert à produire des biens collectifs non marchands le seul fonctionnement du marché ne peut assurer cette affectation. Mais, au-delà de ces grandes options, lorsqu'il s'agit de savoir quel sera le montant de capitaux à consacrer à la construction de centrales électriques, de réseaux téléphoniques, d'autoroutes, de voies navigables, et quel type de matériels l'on choisira, l'efficacité commande de ne pas définir une enveloppe a priori mais d'évaluer la rentabilité des divers programmes en présence pour réserver les capitaux aux plus rentable.

Cela suppose que la Collectivité fixe un seuil de rentabilité aux capitaux disponibles et que les programmes détaillés de travaux qu'elle engage soient un résultat des exigences de rentabilité qu'elle s'est imposée.

Or, on l'a vu en étudiant le problème des entreprises, le seuil de rentabilité peut être distinct du taux d'intérêt : tel est le cas lorsque les capitaux disponibles ne sont pas suffisants pour servir tous ceux qui accepteraient de payer ce taux d'intérêt ; alors, une sélection doit être faite et il faut prendre un taux supérieur au taux d'intérêt comme seuil de rentabilité, c'est le taux d'actualisation. En d'autres termes, le taux d'actualisation est égal au seuil de rentabilité qu'il faut exiger des investissements pour que les demandes de capitaux n'excèdent pas les ressources d'épargne. Le taux d'actualisation reflète donc la rareté effective des capitaux alors que le taux d'intérêt en reflète le coût.

C - La valeur du taux d'actualisation associé au Plan

Lors de la phase préparatoire du IV^e Plan et du V^e Plan, le Commissariat Général du Plan avait proposé un taux d'actualisation de 7 %, fondé principalement sur le coût des capitaux. Or, déjà au cours de cette période, il est apparu d'une part que les entreprises privées ne pouvaient réunir suffisamment de capitaux pour financer tous les projets rentables à 7 %, d'autre part que les entreprises du secteur public voyaient leurs programmes d'investissement comprimés dans des enveloppes plus contraignantes que le seuil de 7 %. Si l'on conserve un tel taux pour les travaux préparatoires au VI^e Plan, tout porte à penser que les tendances précédentes iront en s'aggravant : les impératifs de rationalisation et de compétitivité avec l'étranger feront naître des besoins de plus en plus nombreux d'investissements et l'épargne nationale, bien qu'accrue, ne pourra pas faire face à une demande d'investissements fondée sur des exigences de rentabilité trop faibles.

Des études ont eu lieu pour savoir de combien il convient de relever le taux d'actualisation. Se fondant sur les perspectives technologiques qui gouvernent la demande de capitaux et sur la part de son revenu que la Nation accepte de soustraire à la consommation immédiate, elles ont montré que le seuil de rentabilité devrait être relevé de 7 % à environ 10 %, et plus vraisemblablement au-delà, si l'on voulait avoir des chances de faire coïncider la demande de capitaux avec l'épargne disponible. Un tel taux est d'ailleurs déjà couramment employé dans le secteur privé, en France aussi bien qu'aux U.S.A. Compte tenu de l'imprécision inévitablement liée à la détermination de ce seuil, le Commissariat Général du Plan propose d'utiliser en conséquence un taux d'actualisation, en francs constants, de 10 %, avec des variantes de sensibilité à 8 % et 12 % pour les études d'investissement préalables au VI^e Plan.

Ainsi s'accroît une dichotomie entre la rareté des capitaux, reflétée par ce seuil de rentabilité, et le coût des capitaux, reflété par un taux d'intérêt dont le niveau sera de plus en plus dicté par le taux d'intérêt en vigueur dans les principaux pays industriels (1). L'innovation technologique et le retard industriel européen sur les U.S.A. continueront à entraîner des besoins d'investissement tellement élevés qu'il est difficile de penser que l'on puisse se montrer moins strict que ce seuil durant les années à venir : peut-être, au contraire, l'ouverture des frontières et le développement des technologies capitalistes, augmentant les besoins totaux d'investissement, nécessiteront-elles de prendre un taux d'actualisation encore plus élevé, même si les taux d'intérêt restent stables.

(1) Il faut souligner que le taux d'actualisation s'exprime en valeur réelle, c'est-à-dire déflation faite de l'augmentation du niveau général des prix, alors que le taux d'intérêt est un taux nominal.

D - Les implications pratiques d'un taux d'actualisation élevé

L'utilisation du taux d'actualisation n'est pas la même selon qu'il s'agit du secteur privé, au secteur public productif et du secteur des équipements collectifs.

Dans le secteur privé, l'élévation du taux d'actualisation proposé par le Plan n'est que la reconnaissance d'un fait accompli : l'impossibilité pour l'industriel de financer tous les projets rentables au taux d'intérêt du marché et la nécessité concomitante de se restreindre aux plus rentables. Ces contraintes expliquent qu'un niveau compris entre 10 et 15 % soit un seuil déjà en vigueur dans certaines grandes entreprises françaises. Pour les autres entreprises, la norme de rentabilité fournie par le Plan devrait donner une indication utile pour l'appréciation du programme d'investissement et une incitation à l'entreprise à ne pas mettre en oeuvre des programmes peu rentables même lorsqu'elle a des capitaux abondants. En outre, l'énoncé d'un taux élevé constitue une prise de conscience du fait que, dans un raisonnement à moyen terme, ce n'est pas le coût effectif des capitaux qui doit entrer en jeu mais leur rareté que reflète ce taux d'actualisation. Enfin, un taux d'actualisation plus élevé pourra entraîner une appréciation différente des projets du secteur privé pour lesquels un concours de financement de l'Etat ou d'établissements spécialisés est demandé, soit sous forme de simple octroi de crédit, soit sous forme de bonifications d'intérêt ou de participations plus directes.

Dans le secteur public productif, les répercussions sont analogues, mais alors que l'Etat ne peut que proposer des indications de rentabilité aux entreprises privées, il peut demander aux entreprises publiques de se conformer à l'intérêt général en retenant ce seuil de rentabilité pour l'ensemble de leurs programmes d'investissement. On remarquera que les modifications porteront principalement sur la manière d'investir, accessoirement sur le niveau général d'investissements et n'affecteront pour ainsi dire pas la capacité de production. En effet, les données de la demande imposent dans une large mesure le niveau des capacités de production à installer mais cette demande peut être satisfaite en général par diverses techniques de production plus ou moins capitalistiques : le relèvement du taux d'actualisation aura pour effet principal de favoriser les techniques les moins capitalistiques afin d'économiser les capitaux (1).

(1) Les calculs d'investissements des entreprises publiques sont effectués à partir des prix effectifs des impôts ou des out puts. En ce qui concerne ces derniers, par ailleurs, on s'oriente progressivement vers une tarification plus rationnelle. Il demeure que certains des avantages afférent à la réalisation d'un investissement du secteur productif public ne peuvent être pris en compte par le calcul économique, car ils ne sont pas quantifiables et ne peuvent s'apprécier que dans une perspective à long terme dépassant les indications du marché : tel peut être le cas de la disposition d'une filière technique nationale dans un domaine de pointe. Le rendement social est alors différent du bilan économique calculable qui ne constitue alors qu'un élément de la décision, mais ne justifie pas l'utilisation d'un taux d'actualisation différent pour l'établissement du bilan économique.

En ce qui concerne l'affectation des enveloppes d'investissement aux diverses activités productrices du secteur public, le fait que ces enveloppes correspondent déjà à un seuil de rentabilité supérieur à 7 % implique que, dans certains cas, elles auraient été peu modifiées par l'adoption d'un seuil de 12 % : la cohérence avec le choix des techniques composant chacun des programmes aurait toutefois été meilleure. Pour l'avenir, par contre, il n'est pas douteux que l'évolution technologique se manifesterait sélectivement à travers les différents secteurs, de sorte que l'effort en capitaux pourra se déplacer d'un secteur à l'autre.

On voit ainsi que le relèvement du taux d'actualisation devrait conduire à ce qu'on pourrait considérer comme des engagements réciproques de la part de l'Etat et du secteur public, ce dernier acceptant de se montrer plus strict quant à la rentabilité de ses projets et l'Etat s'efforçant de satisfaire la totalité des demandes de capitaux pour les projets respectant le seuil de rentabilité fixé.

Dans le domaine des équipements collectifs, le problème est autre, on le rappelle, dans la mesure où la plupart de ces équipements produisent des services pour lesquels n'existe aucun marché de l'offre et de la demande. Le taux d'actualisation et les impératifs de rentabilité n'ont alors aucun impact sur le choix du volume d'équipements collectifs, ni sur la répartition de ce volume global entre les diverses catégories d'équipements : écoles, équipement urbain ... Par contre, les notions de rentabilité réapparaissent lorsqu'il s'agit de choisir pour un investissement donné, entre les techniques qui seront mises en oeuvre pour satisfaire aux objectifs requis : taille et emplacement des hôpitaux ou des écoles, dimensionnement des réseaux d'équipement urbain, utilisation optimum des crédits d'équipement agricole et d'irrigation, localisation des abattoirs ou des marchés d'intérêt régional, etc...

Dans certains domaines, le calcul économique est suffisamment développé pour franchir le cap des seules comparaisons de techniques rendant le même service et permettre d'apprécier la valeur du service rendu : tel est le cas pour les programmes autoroutiers où l'évaluation des économies d'essence, de temps et des gains en sécurité permet d'affecter une rentabilité à un projet donné d'autoroute.

On peut même espérer que les progrès du calcul économique permettront progressivement d'attribuer des valorisations cohérentes aux services rendus par les différentes catégories d'équipements collectifs, et ainsi éclaireront les choix que la collectivité fait entre ces catégories.

Mais, à partir du moment où le calcul économique est utilisé, soit pour apprécier un programme, soit plus simplement pour comparer deux variantes techniques d'un même projet, les résultats vont être sensibles au relèvement du taux d'actualisation. Dans le domaine autoroutier par exemple, les rentabilités actuelles sont telles que le relèvement du taux ne remet pas en cause la décision d'investir, mais il modifie la manière d'investir et éventuellement la date de mise en service de certains équipements.



C O N C L U S I O N

Instrument essentiel, mais insuffisant et mal connu, de l'équilibre sur le marché des capitaux, le taux d'intérêt est d'autant plus délicat à manier que les répercussions de toute politique des taux se font sentir d'une part sur les marchés monétaires et des titres, par la demande de monnaie et d'autre part sur le marché des biens, par la demande des entreprises en biens d'équipement et par le partage de la demande des ménages entre biens de consommation et éléments patrimoniaux divers.

Outre cet impact sur les équilibres globaux, le taux d'intérêt exerce une influence déterminante sur la structure des masses en équilibre : structure des placements chez les épargnants, structure des prêts dans le système bancaire, structure des techniques dans le choix des projets des entreprises et structure des projets dans les programmes d'investissement.

Dans un schéma théorique idéal, le seul jeu du taux d'intérêt devrait assurer un rééquilibrage permanent entre les différents marchés et entre les différentes affectations. Dans ce schéma, il ne saurait y avoir de différence entre le coût de l'argent et la taux d'actualisation collectif.

En fait, tout se passe comme si le fonctionnement actuel du marché des capitaux procédait de l'incapacité du taux d'intérêt à garantir pas sa seule action l'équilibre du marché des capitaux : la reconnaissance de ce fait conduit alors à lui adjoindre un autre instrument : le rationnement quantitatif. Ainsi définit-on des "plafonds" des conditions d'accès ou des limitations aux capitaux du F.D.E.S. du Crédit National, des émissions d'obligations, ainsi définit-on des enveloppes pour les besoins de chaque entreprise publique et pour chaque type d'équipements collectifs.

La dichotomie qui résulte de ces pratiques entre un coût des capitaux et un volume des capitaux qui ne lui correspond pas par un jeu d'offre et de demande est inévitable, mais susceptible sous sa forme actuelle d'entraîner des distorsions importantes par rapport à ce à quoi conduirait l'allocation optimale des ressources d'épargne.

Inévitable parce que le taux d'intérêt, qui reflète le coût des capitaux, n'est pas d'une efficacité suffisante pour garantir en pratique l'équilibre du marché des capitaux : la sensibilité de l'offre

et de la demande à ce paramètre est en effet relativement limitée. Qui plus est, la plage des variations de ce taux est, elle-même, strictement limitée par les interactions des marchés étrangers qui, de plus en plus, maintiendront le taux d'intérêt d'un pays à un niveau très proche de ceux des autres pays industriels. Enfin, l'existence même d'un marché unifié sur lequel ce taux d'intérêt agirait est largement battue en brèche par la diversification des canaux de financement et le circuit de l'épargne forcée privée ou collective, dont on a vu qu'elle est indispensable pour satisfaire les besoins d'équipement nationaux.

Génératrice de distorsions sous sa forme actuelle, parce que la fixation de maxima et d'enveloppes n'est pas un instrument qui puisse garantir l'allocation optimale des ressources, c'est-à-dire l'acheminement des capitaux vers l'endroit où ils créeront le plus de valeur ajoutée. La répartition des enveloppes se fonde en effet sur la rigueur de contraintes financières, sur l'appréciation discrétionnaire des projets et sur la continuité vis-à-vis du passé alors que l'affectation efficace des capitaux ne doit se fonder que sur le coût des équipements et la valeur pour la collectivité de ce qu'ils créent.

En conséquence, pour progresser vers plus de rationalité sans prétendre y atteindre totalement, il apparaît souhaitable d'ajouter au taux d'intérêt un autre instrument d'équilibre qui soit, non pas un volume comme les enveloppes, mais un prix : c'est le coût d'immobilisation des capitaux ou taux d'actualisation. L'on définit ainsi une politique qui se fonde sur deux instruments homogènes : le taux d'intérêt qui reflète le coût des capitaux et le taux d'actualisation qui en reflète la rareté. Le taux d'actualisation fournit alors un critère de référence pour rechercher une meilleure orientation vers les investissements de cette ressource rare que constituent les capitaux. Dans la mesure où progresse le calcul économique, le taux d'actualisation devrait ainsi constituer un seuil de rentabilité des projets et un critère d'affectation des enveloppes de capitaux aux divers circuits financiers et aux divers secteurs d'équipement, afin que la totalité des demandes en capitaux ne dépasse pas la totalité des disponibilités d'épargne.

Les conditions structurelles de la croissance française sont telles que le taux d'actualisation doive être sensiblement relevé par rapport au taux d'intérêt si l'on veut qu'il fasse peser sur chaque utilisateur de capitaux le poids exact de la rareté de l'épargne. L'analyse des tensions entre offre et demande au cours de la décade à venir amène à proposer un niveau moyen de 10 %, en francs constants, pour ce taux d'actualisation, avec des variantes de sensibilité à 8 %, et 12 %, si l'on veut pouvoir financer la totalité des équipements rentables pour la collectivité. Seule une telle exigence vis-à-vis du présent permettra de refléter les arbitrages des consommateurs vis-à-vis du futur.

