

Ainsi, dans la forme qui lui a été donnée, la théorie du viager ne saurait être considérée comme une théorie satisfaisante du taux de l'intérêt, mais en mettant en évidence les conditions que doit remplir

Chaque individu épargne chaque année, de 20 à 45 ans, une somme R de manière à constituer pour 45 ans un capital 25 R qu'il dépense ensuite par annuités égales à R. A 70 ans, il meurt en ne laissant aucun héritage. Dans ce cas, le capital de la collectivité est à chaque instant égal à

$$C_1 = N \frac{12,5 \times 50}{70} R \neq 9NR$$

Ainsi, on vérifie que, dans le cas considéré, la transformation des rentes perpétuelles en rentes viagères non seulement ne diminue pas le capital réel de la collectivité considérée, mais l'augmente.

Il est à souligner que pour une même structure psychologique et technique donnée, les deux cas examinés sont *a priori* également vraisemblables. Tout d'abord le taux d'intérêt pourra effectivement s'établir à une valeur nulle dans le second cas si la demande de capital n'augmente que de 50 % lorsque le taux d'intérêt s'abaisse de 4 % à zéro (ce qui n'est pas invraisemblable; voir les notes (29) du n° 47 et (9) du n° 70). Par ailleurs, si on admet que l'accroissement de la productivité sociale est de 10 % lorsque le taux s'abaisse de 4 % à zéro (note (9) du n° 71) et si on admet pour fixer les idées que dans le premier cas le revenu moyen consommé de 20 à 45 ans est égal à $R_1 = 3 R/2$ (la consommation des enfants de 0 à 20 ans est supposée bloquée avec celle des adultes de 25 à 45 ans), le revenu moyen consommé de 20 à 45 ans est dans le second cas égal à R_2 tel que

$$\frac{25 R_2 + 25 R}{50} = 1,1 \left(\frac{25 \times 1,5 R + 25 R}{50} \right)$$

soit

$$R_2 = 1,75 R \\ \neq 1,16 R_1.$$

Ainsi, dans le second cas, la non satisfaction du désir de léguer est compensée d'une part par une satisfaction plus grande du désir de posséder (capital moyen de 9 R au lieu de 6 R) et d'autre part par une élévation d'environ 16 % du revenu consommé de 20 à 45 ans.

On voit dès lors, que l'un ou l'autre cas pourront se produire suivant que la propension à léguer l'emportera ou non sur les propensions à consommer et à posséder. En tout état de cause, il serait absolument faux de soutenir, à partir des seuls éléments considérés, ainsi que le fait Cassel, à l'impossibilité du second cas.

toute théorie de l'intérêt (18) et en insistant sur les données psychologiques d'après lesquelles le rapport entre le capital moyen possédé et le revenu annuel moyen consommé ne saurait dépasser certaines limites en rapport direct avec la durée de la vie humaine, elle constitue, comme nous le verrons, un point de départ fécond susceptible de contribuer hautement à une explication satisfaisante du taux de l'intérêt. Par là même, on doit la considérer beaucoup moins comme une théorie inexacte que comme une théorie incomplète du taux de l'intérêt.

C. FONDEMENT DE L'EXISTENCE D'UN TAUX D'INTÉRÊT TOUJOURS POSITIF.

1. Position exacte du problème (134).

Nous avons vu dans ce qui précède (1) que toute théorie de l'intérêt doit, pour être acceptable, donner des raisons valables de l'existence d'un taux d'intérêt toujours positif, et cela tout aussi bien dans une économie de régime permanent en équilibre que dans une économie évolutive toujours hors d'équilibre.

Il s'agit ainsi d'expliquer non seulement pourquoi il existe un taux de l'intérêt et comment il se détermine, mais encore pourquoi il se fixe à tel ou tel niveau. L'explication doit donc être non seulement qualitative, mais encore quantitative. Comme l'a remarqué excellemment Cassel, « toute théorie qui convient aussi bien à un taux qu'à un autre ne constitue pas en principe une théorie de l'intérêt » (2).

L'analyse critique que nous avons effectuée de certaines théories de l'intérêt particulièrement caractéristiques ainsi que les développements auxquels nous avons nous-même procédé dans les sept premiers chapitres ont permis de préciser la position exacte du problème et les lacunes que la théorie économique se devait de combler.

(18) C'est-à-dire en soulignant qu'il convient d'expliquer pourquoi le taux de l'intérêt se fixe à telle ou telle valeur.

N. 134 (1) N° 115.

(2) 30.

En fait, les développements qui précèdent ont bien expliqué pourquoi il existe un taux d'intérêt et comment se détermine sa valeur.

Il y a un taux d'intérêt parce que, de même qu'à un même instant deux biens physiquement distincts ont des prix différents, deux biens physiquement identiques mais disponibles à des instants différents ne peuvent normalement avoir que des valeurs actuelles différentes. La valeur du taux d'intérêt qui se fixe sur le marché correspond à l'équilibre qui s'établit entre la propension à épargner qui résulte des conditions psychologiques des individus, la propension à investir qui résulte des conditions matérielles et psychologiques des entreprises (3) et la préférence pour la liquidité.

Toutefois, l'expérience montrant que le taux d'intérêt est, et a toujours été, positif, alors qu'*a priori* on pourrait tout aussi bien s'attendre à des valeurs négatives, il reste à expliquer les raisons profondes de cette permanence.

L'existence d'un taux d'intérêt positif se manifestant qu'il y ait ou non progrès technique rapide et que les conditions de prévision soient bonnes ou mauvaises, ces raisons, pour être valables, doivent expliquer la nécessité d'un taux d'intérêt toujours positif aussi bien dans le cas d'une économie limitée de régime permanent, à techniques stationnaires et à prévision parfaite, que dans le cas de l'évolution dynamique hors d'équilibre de l'économie réelle.

Ces raisons ne sauraient être trouvées, ainsi que nous l'avons indiqué, dans la préférence psychologique moyenne incontestable que manifestent les hommes pour les biens présents par rapport aux biens futurs. Si en effet dans certains cas une haute préférence moyenne pour les biens présents peut rendre extrêmement probable l'existence d'un taux d'intérêt positif, il ne saurait y avoir là de règle générale et il reste parfaitement concevable, soit que la préférence moyenne pour les biens présents soit relativement faible, ce qui diminue la probabilité d'existence d'un taux positif, soit que les conditions techniques soient telles que l'équilibre, qui correspond à un contact tangentiel, soit précisément réalisé en un point où il y a préférence pour les biens futurs (4).

(3) Conditions techniques, conditions de prévisions, etc.

(4) N° 130, note (4) notamment.

En tout état de cause, il ne s'agit toujours que d'une probabilité et non d'une nécessité. Or l'existence constante d'un taux d'intérêt nominal toujours positif constitue une permanence dont l'explication doit être recherchée, non à partir de probabilités essentiellement contingentes, mais à partir de données de structure également permanentes.

En fait, nous allons montrer que les raisons de l'existence dans nos économies d'un taux d'intérêt toujours positif peuvent être trouvées dans deux voies bien différentes, l'une concernant la propriété privée de la terre et l'autre la possibilité de stockage sans frais appréciables de certains biens économiques et notamment de la monnaie circulante.

Ces explications étant dans leur principe indépendantes, nous diviserons l'exposition en trois parties : dans la première, nous supposons qu'il n'y a aucun bien stockable, donc en particulier pas de monnaie circulante, et que seul existe un système d'appropriation privée des terres; dans la seconde, nous supposons que l'appropriation des terres est collective, et que seule existe une possibilité de stockage de certains biens, en particulier de la monnaie circulante; dans une troisième partie enfin, nous ferons la synthèse de ces deux points de vue.

Nous compléterons alors notre exposé, d'une part, par l'analyse particulièrement intéressante, au point de vue de la théorie de l'intérêt, du mécanisme d'une caisse de recapitalisation, et, d'autre part, par l'examen des possibilités d'action de l'État sur le marché du capital.

2. Taux d'intérêt et propriété privée de la terre (135).

Considérons tout d'abord une économie de compte dépourvue de monnaie circulante et où l'on suppose qu'il n'existe aucun bien stockable.

Nous avons vu que la théorie de la fructification de Turgot prend comme point de départ le fait que la terre a une valeur finie, mais elle n'a malheureusement pas cherché à en approfondir les raisons.

Or, il est facile de voir que dans une économie de régime permanent où la propriété des terres est privée, la valeur des terres ne saurait dépasser certaines valeurs et que, par suite, le taux de l'in-

térêt, non seulement ne peut devenir nul ou négatif, mais encore reste nécessairement limité inférieurement.

En effet, la durée de la vie étant limitée, on ne saurait concevoir que le rapport du capital possédé au revenu annuel dépasse certaines valeurs. Ainsi, comme l'a si bien souligné Cassel (1), des valeurs de ce rapport de l'ordre de 1.000 sont, même pour les plus prévoyants, pratiquement inconcevables. Si par exemple un individu a un revenu annuel de 100.000 francs, il est vraiment peu probable, quelle que soit sa propension à posséder et à léguer (2), qu'il garde intact un capital de 100 millions. En admettant même qu'il espère vivre encore cent ans, il pourrait plus que quintuplier son revenu annuel tout en ménageant à ses enfants un héritage encore coquet de cinquante millions.

On peut donc considérer que, même si tous les individus étaient extrêmement prévoyants, on aurait pour chacun d'eux

$$(1) \quad \frac{C}{R} < \lambda$$

en désignant par C et R le capital et le revenu de l'individu considéré (2^o) et en appelant λ une certaine valeur en liaison directe avec la durée de la vie humaine (2^o). On aurait ainsi

$$(2) \quad \frac{\sum C}{\sum R} < \lambda$$

soit

$$(3) \quad \frac{C}{R} < \lambda$$

N. 135 (1) N° 133.

(2) A moins qu'il ne soit toutefois d'une extrême avarice. Mais un tel cas ne peut être qu'exceptionnel et il ne saurait être considéré comme un phénomène moyen.

(2^o) Le revenu R comprend le salaire, les rentes foncières et les intérêts des capitaux mobiliers perçus par l'individu considéré.

(2^o) La relation (1) ne pourrait être en fait inexacte pour certains individus que s'il existait un niveau de revenu pour lequel ils arriveraient à la satiété absolue. Un tel revenu une fois atteint en effet, il n'y aurait

en désignant par C et R le capital total et le revenu total détenus par l'ensemble des individus. Si l'État ne possédait et ne consommait rien, on aurait

$$(4) \quad C = C_N \quad R = R_N$$

en désignant par C_N et par R_N le capital national et le revenu national et par suite

$$(5) \quad \frac{C_N}{R_N} < \lambda,$$

Or on a

$$(6) \quad C_N = C_\mu + C_\varphi$$

en désignant par C_μ et C_φ le capital national mobilier et le capital national foncier, et

$$(7) \quad C_\varphi = \frac{R_\varphi}{I}$$

en désignant par R_φ la partie du revenu originaire (3) constituée par des revenus fonciers et en admettant qu'il y a régime permanent et que le taux d'intérêt I du marché est positif (4).

Or si les grandeurs C_μ , R_φ et R_N varient avec le taux d'intérêt, on peut considérer qu'elles varient relativement peu pour les petites

... plus aucun intérêt pour eux à consommer une partie de leur capital, quelque grand que soit ce capital. Toutefois, l'expérience semble bien montrer que même pour les plus riches milliardaires la satiété absolue n'est pratiquement jamais atteinte. En effet, les possibilités de dépenses sont infinies et le désir de dépenser, s'il peut être rapidement épuisé lorsqu'il s'agit de dépenses personnelles, trouve par contre des possibilités illimitées lorsqu'il s'agit de distribuer des revenus à autrui. Il est dans ces conditions psychologiquement difficile de concevoir que l'on ne puisse effectivement trouver un nombre λ (quelque grand qu'il soit) qui ne satisfasse pas à la condition (1).

(3) Égal à la valeur des facteurs primaires de production (n° 35).

(4) N° 30. Cette expression analytique n'est naturellement plus valable lorsque le taux I est négatif, puisqu'alors la valeur capitalisée des terres est infinie.

Nous verrons plus loin comment l'hypothèse d'un taux d'intérêt positif se justifie.

valeurs du taux d'intérêt (8). En première approximation, on peut les considérer comme constantes. Comme la relation (1) peut s'écrire

$$(8) \quad C_{\mu} + \frac{R\phi}{I} < \lambda R_N.$$

On voit alors que l'on a nécessairement

$$(9) \quad I > \frac{R\phi}{\lambda R_N - C_{\mu}} \quad (6) (7)$$

On voit ainsi que pour une structure psychologique et technique donnée de l'économie le régime de propriété privée des terres et l'existence d'une limite supérieure du rapport du capital national au revenu national ont pour conséquence l'existence d'un taux d'intérêt, non seulement positif, mais encore supérieur à un certain minimum, et cela même si les différents individus étaient tous particulièrement prévoyants (8) (8') (8'') (9).

(5) Relations (15) et (19) et note (10) du n° 47.

(6) Il y a lieu de remarquer qu'il résulte implicitement de la relation (8) où I est par hypothèse positif, que la quantité $(\lambda R_N - C_{\mu})$ est également positive.

(7) Naturellement, la limite inférieure de I est d'autant plus petite que l'influence de la propriété privée des terres (caractérisée par $R\phi$) est plus faible, que la préférence pour les biens futurs (caractérisée par λ) est plus grande, que les revenus perçus (caractérisés par R_N) sont plus élevés et que le rôle du capital mobilier (caractérisé par C_{μ}) est plus faible.

(8) Si donc le taux ne peut s'abaisser en dessous d'un certain minimum positif, on voit a fortiori qu'il ne saurait prendre des valeurs négatives. L'hypothèse d'un taux d'intérêt positif considérée au début se trouve donc justifiée (voir note (4) ci-dessus).

(8') Il convient de souligner que même si l'on admettait que pour certaines valeurs du revenu il y ait satiété absolue et par suite aucune incitation à diminuer la valeur du capital possédé quelle que soit sa valeur (note (2') ci-dessus), une telle circonstance ne pourrait se produire, l'expérience le montre, que pour des niveaux de revenu extrêmement élevés. Or, le revenu national étant limité, il est impossible que tous les individus atteignent de tels niveaux de revenus. Dès lors, si on suppose que la propriété des capitaux matériels (terres et équipement) n'est pas précisément concentrée entre les mains des quelques individus pour lesquels il y aurait satiété absolue, ce qui est une donnée de l'expérience, tous les développements ci-dessus pourraient être répétés en ne consi-

Dans le cas où l'État interviendrait sur le marché de l'épargne pour augmenter l'offre de capital, il est facile de voir que ce minimum

dérant que les biens possédés par les individus pour lesquels il n'y a pas satiété.

Finalement, on voit que même si l'on admettait (ce que nous ne considérons pas comme possible quant à nous) qu'il puisse y avoir un niveau de revenu assurant une satiété absolue, le résultat obtenu (c'est-à-dire la limitation inférieure du taux d'intérêt) subsisterait encore intégralement, à condition de supposer qu'il y a, ainsi que l'expérience le confirme, une certaine division de la propriété.

De ce point de vue ce ne serait pas tant l'appropriation privée des terres que la division de la propriété foncière qui s'opposerait à l'annulation du taux d'intérêt pur.

(8'') Si le régime n'était pas permanent, la relation (7) ne serait plus valable, mais si l'on suppose, comme c'est le cas dans la réalité que les terres rapportent indéfiniment un revenu salarial, on aurait, en désignant par $R\phi_m$ le minimum de ce revenu

$$C_{\phi} \geq \frac{R\phi_m}{I}$$

et tous les développements suivants subsisteraient.

Seul intervient donc en fait le caractère de permanence (et non de constance) des revenus fonciers. C'est là précisément ce qui distingue les rentes foncières des autres rentes.

(9) Les indications données permettent de vérifier que le raisonnement effectué par Cassel (n° 133) ne saurait à lui seul démontrer l'impossibilité d'un taux nul. Ce raisonnement permet en effet seulement d'aboutir, à la condition

$$(1) \quad \frac{C_N}{R_N} < \lambda$$

mais il ne prouve en aucune manière que le rapport C_N/R_N augmente nécessairement indéfiniment lorsque le taux d'intérêt tend vers zéro et il ne peut par suite donner à lui seul une raison valable d'une limitation inférieure nécessaire du taux de l'intérêt. Il faut pour cela faire intervenir la variation du capital foncier avec le taux de l'intérêt en régime de propriété privée des terres.

Si en fait la propriété des terres était collective, tout dépendrait de l'allure de la variation du rapport C_{μ}/R_N du capital mobilier au revenu national avec le taux de l'intérêt, c'est-à-dire de la structure technique de l'économie. Mais comme ce rapport reste fini pour un taux d'intérêt nul (n° 45 et 69) l'impossibilité de l'abaissement à zéro du taux de l'intérêt ne constituerait plus, dans de telles conditions, une nécessité inéluctable, en économie de compte tout au moins. Ce ne serait alors qu'une simple éventualité.

serait abaissé, mais que, dans la mesure même où la propriété des terres resterait privée, il ne saurait être annulé. En appelant C_x le capital possédé par l'État, la condition (3) deviendrait en effet

$$(10) \quad \frac{C_x - C_x}{R_x} < \lambda$$

soit

$$(11) \quad C_\mu + \frac{R_\phi}{I} - C_x < \lambda R_x$$

et par suite

$$(12) \quad I > \frac{R_\phi}{\lambda R_x - C_\mu + C_x}$$

On voit que lorsque C_x croît le second membre décroît, mais, la propriété des terres restant privée, C_x ne peut dépasser C_μ , en sorte qu'en tout état de cause on aurait toujours

$$(13) \quad I > \frac{R_\phi}{\lambda R_x}$$

condition qui montre qu'en régime de propriété privée des terres l'action de l'État sur le marché du capital ne saurait en tout état de cause abaisser le taux de l'intérêt en dessous d'un certain minimum (9').

En fait, d'une manière moins précise, mais plus directe et plus intuitive, il est facile de se rendre compte qu'en régime de propriété privée des terres un taux très bas de l'intérêt ne saurait être maintenu durablement. En effet, dans ce cas les propriétaires fonciers, devenus tous très riches, désireraient vendre une partie de leurs terres pour en employer le montant à des dépenses immédiates.

Or, tous les propriétaires fonciers se trouveraient simultanément dans les mêmes dispositions; quant à ceux qui ne sont pas propriétaires fonciers, ils ne disposeraient pas des capitaux considérables qui leur seraient nécessaires pour acheter de la terre. Dans ces conditions, le prix de vente de la terre ne pourrait que baisser; les placements sous forme de terre offriraient alors un taux d'intérêt tech-

(9') Naturellement, si l'État consomme une partie R_x du revenu national l'inégalité (12) devient

$$I > \frac{R_\phi}{\lambda (R_x - R_x) - C_\phi + C_x}$$

et la limite inférieure du taux d'intérêt se trouve relevée.

nique plus élevé que le taux d'intérêt officiel, que le Gouvernement ne pourrait alors maintenir qu'en prêtant à guichet ouvert l'argent à ce taux. L'État serait ainsi amené à financer peu à peu tout l'équipement matériel de l'économie, les particuliers préférant investir leurs capitaux en placements fonciers plus avantageux.

Pour se procurer les fonds nécessaires, le Gouvernement serait alors conduit à des impositions massives sur le capital, qui retomberaient pour la plus grande part sur les propriétaires fonciers, puisque la plus grande partie de la propriété mobilière serait alors possédée par l'État, et qui leur fourniraient ainsi un nouveau motif, celui-là impérieux, de vendre leurs terres (10), d'où un nouvel abaissement du prix des terres et une élévation de son taux d'intérêt technique qui augmenterait le déséquilibre.

Cette baisse de prix de la terre ne pourrait évidemment être évitée que si l'État se présentait comme acheteur sur le marché du capital foncier, mais cette politique l'amènerait peu à peu à racheter toutes les terres, circonstance exclue par hypothèse, puisque la propriété privée des terres est supposée maintenue (11) (11').

Ainsi, on voit que tout abaissement systématique du taux de l'intérêt se heurterait rapidement, dans le cadre d'une économie où la propriété des terres resterait privée, à une impossibilité matérielle. C'est là une des raisons profondes pour lesquelles le taux de l'intérêt ne saurait prendre une valeur négative ou nulle, ni même descendre au-dessous de certaines valeurs positives. Elle vaut naturellement pour

(10) Les impôts correspondants ne pouvant être acquittés avec les seuls revenus fonciers.

(11) Naturellement, l'enrichissement initial des propriétaires fonciers correspondant à la baisse du taux de l'intérêt ne pourrait se produire si les impôts sur le revenu foncier attribuaient à l'État une partie suffisante de ce revenu. Mais de tels impôts équivalent en fait à une appropriation indirecte de sol par l'État, circonstance exclue par hypothèse.

(11') En fait, un tel raisonnement, soulignons-le, ne saurait être considéré comme constituant à lui seul une démonstration de la limitation inférieure du taux de l'intérêt en raison de l'appropriation privée des terres. Il ne peut constituer en tout état de cause qu'un point de départ intuitif faisant apercevoir au lecteur les raisons psychologiques profondes de la limitation inférieure du taux de l'intérêt. Nous ne pouvons ici que renvoyer le lecteur soucieux de rigueur à l'étude des schémas simplifiés donnés en Annexe II (voir notamment le n° 198, § 3).

toute économie à propriété privée des terres, que l'on considère les tendances profondes correspondant à la dynamique de l'équilibre, ou les mouvements instantanés correspondant à la dynamique du déséquilibre (12) (13).

(12) Ces indications peuvent être encore confirmées par la considération des courbes représentatives pour les différentes valeurs du taux de l'intérêt de l'offre et de la demande de capital mobilier C_μ à l'équilibre.

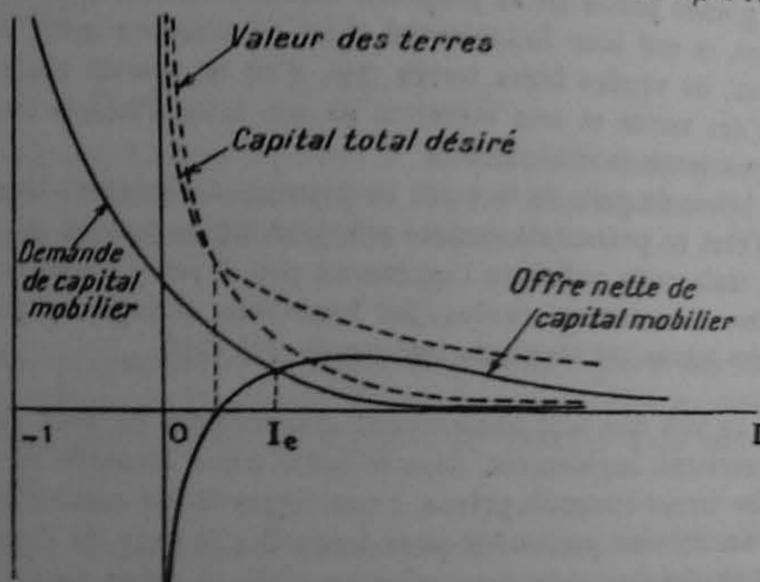


Fig. 1.

Nous avons vu [n° 40, relation (5)] que l'offre C de capital est une fonction

$$C = f(C_0 I)$$

du capital disponible et du taux d'intérêt et nous avons étudié les variations de C avec I pour un capital disponible supposé donné. En réalité, lorsque le taux d'intérêt varie, la valeur de C_0 à l'équilibre varie également et elle augmente indéfiniment lorsque le taux d'intérêt tend vers zéro en régime de propriété privée des terres en raison de leur augmentation de valeur. Pour de très petites valeurs de I , la valeur des terres est très grande et le capital que désire épargner les individus est inférieur à la valeur des terres. Cela signifie que l'offre nette de capital mobilier pour de petites valeurs du taux de l'intérêt a une valeur négative. Cette circonstance entraîne nécessairement que le taux d'intérêt soit positif. On voit même que, quelle que soit la courbe de demande, il est nécessairement plus grand que la valeur pour laquelle le capital total désiré est égal à la valeur des terres.

Valeurs possibles du taux de l'intérêt.

Nous avons vu que Cassel s'est efforcé de montrer qu'il existait des raisons intrinsèques rattachées à la durée de la vie humaine pour que le taux d'intérêt s'exprime en centièmes plutôt qu'en millièmes ou en dixièmes. Il y a là une idée séduisante, mais qui n'en est pas moins complètement fautive. Le taux d'intérêt d'équilibre dépend en effet non seulement des conditions d'ordre psychologique, mais également des conditions d'ordre technique.

En fait, si l'on considère les valeurs du rapport C_μ/R_μ , le taux d'intérêt d'équilibre est déterminé par l'intersection des courbes représentatives de ce rapport du côté technique de la production et du côté psychologique de la consommation.

Pour la production on a

$$(14) \quad \frac{C_\mu}{R_\mu} = \frac{R_\sigma}{R_\sigma + R_\phi + IC_\mu}$$

en désignant par R_σ la somme des salaires payés annuellement (14).

On voit ainsi que l'on a nécessairement

$$(15) \quad \frac{C_\mu}{R_\mu} > \frac{1}{I}$$

et on peut considérer que les courbes représentatives du rapport C_μ/R_μ pour la production ont une forme à allure d'hyperbole et sont,

...
(Soulignons que les courbes d'offre et de demande ici considérées qui se rapportent aux valeurs d'équilibre diffèrent naturellement de celles considérées au n° 43 qui se rapportent à la dynamique du déséquilibre. Voir les indications données sur cette distinction dans les notes (12) du n° 40, (36) du n° 47 et (18') du n° 97.)

(13) Les différents développements auxquels nous avons procédé et qui s'adressent tous à l'intuition peuvent être facilement confirmés par l'étude mathématique rigoureuse de modèles économiques simples. (Voir Annexe II.)

(14) Relation (29) du n° 37.

dans les différents cas possibles, toutes inférieures à l'hyperbole équilatère $xy = 1$ (fig. 1).

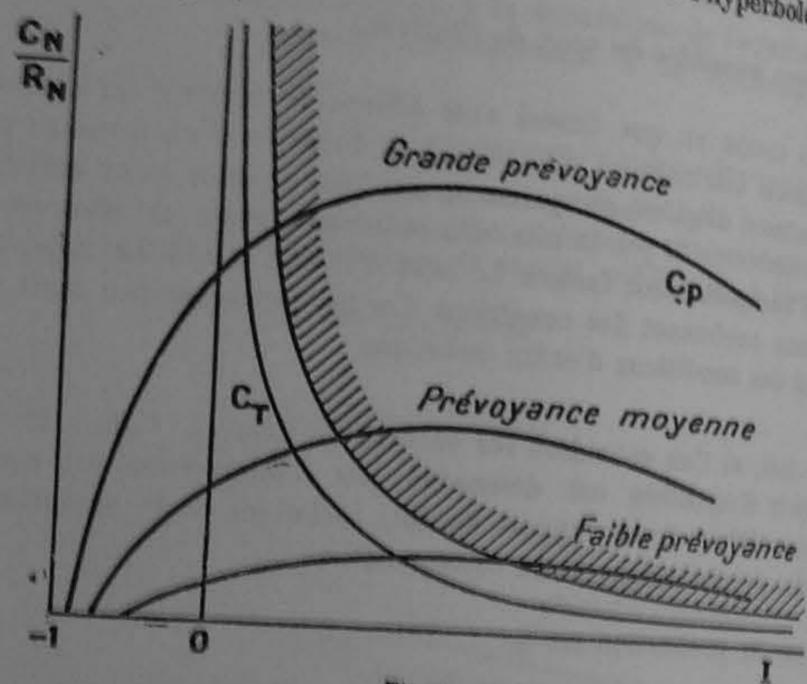


Fig. 1.

Du côté consommation le rapport du capital moyen possédé au revenu moyen possédé étant nul à la fois pour les valeurs faibles et très élevées du taux de l'intérêt (13), on peut considérer que les courbes représentatives de C_N/R_N du côté consommation présentent un maximum et sont asymptotes à l'axe des I .

On voit alors qu'en principe toutes les valeurs positives de I sont possibles. Tout ce que l'on peut affirmer c'est que si la psychologie moyenne est telle que le rapport C_N/R_N est supérieur à une valeur λ , alors le taux d'intérêt est nécessairement inférieur à $1/\lambda$. Ainsi dans une économie où en moyenne les individus désirent posséder une réserve égale à cinq fois leur revenu annuel moyen le taux d'intérêt annuel est nécessairement inférieur à 20 %. Quelles que soient les caractéristiques techniques de l'économie, c'est là la seule donnée inéluctable à laquelle permet d'arriver la théorie.

Il est visible en particulier que pour la psychologie actuelle supposée donnée (représentée par une certaine courbe C_p) le taux d'in-

(13) N° 40.

térêt pourrait parfaitement s'exprimer en millièmes ou en dix millièmes. Tout dépend en fait de la courbe C_T représentant du côté technique le rapport C_N/R_N en fonction du taux d'intérêt.

On voit encore qu'une limitation supérieure du rapport C_N/R_N n'entraîne en elle-même, contrairement à ce qu'indique Cassel, aucune condition quant à la valeur du taux de l'intérêt (16) (17).

Enfin il résulte de ces indications que pour chaque valeur du taux de l'intérêt la propriété privée des terres a pour effet de relever la valeur du rapport C_N/R_N au-dessus de la valeur C_μ/R_N qu'il aurait autrement. On voit ainsi que l'appropriation privée du sol a pour effet

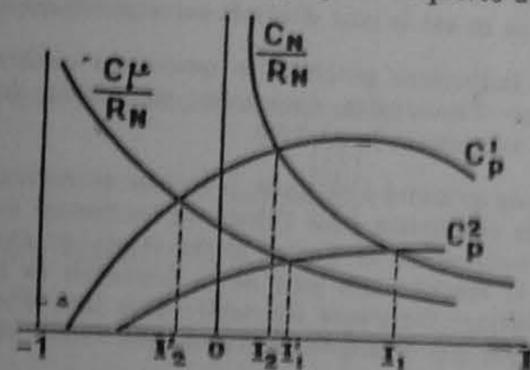


Fig. 2.

d'élever le taux d'intérêt d'équilibre à une valeur I supérieure à la valeur I' qu'il aurait si l'appropriation des terres était collective. On voit ainsi que l'appropriation collective du sol a, toutes choses égales d'ailleurs, pour effet d'augmenter l'investissement spon-

(16) Voir les indications déjà données au n° 133, note (17).

(17) Il semble bien que jusqu'ici la courbe C_T se soit toujours caractérisée par des valeurs élevées du rapport C_N/R_N pour les très faibles valeurs de I (de l'ordre du millième) et par de faibles valeurs de ce rapport pour des valeurs de I de l'ordre du dixième. C'est cette circonstance seule qui, à notre avis, peut expliquer l'amplitude relativement faible du domaine de variation observé du taux de l'intérêt.

Indiquons que pour une telle structure technique supposée inchangée, une durée de la vie humaine dix fois plus élevée en augmentant la valeur du rapport C_N/R_N entraînerait certainement des taux de l'ordre du millième de même qu'une durée dix fois plus courte en abaissant la valeur de ce rapport entraînerait des taux de l'ordre du dixième. En ce sens, mais en ce sens seulement, le point de vue de Cassel peut se justifier.

tané C_0 en capitaux mobiliers (18). On peut dire que l'appropriation privée du sol en satisfaisant pour partie les propensions à posséder et à léguer diminue d'autant l'incitation à investir.

On voit d'ailleurs que le taux d'intérêt d'équilibre correspondant à la propriété collective des terres n'est pas nécessairement négatif, autrement dit la préférence pour les biens présents peut suffire à elle seule pour que le taux d'intérêt soit positif, mais il n'y a pas là, contrairement à ce que soutient Boëhm-Bawerk, une circonstance nécessaire (19) (20).

(18) Puisque dans ce cas le taux d'intérêt correspondant est plus faible.

(19) Toutes ces indications générales se trouveront confirmées de manière précise par l'étude des économies simplifiées étudiées dans l'Annexe II (voir notamment le n° 198).

(20) Nous pensons qu'arrivé à ce stade, le lecteur apercevra quels points de départ féconds constituent pour l'étude du fondement de l'intérêt les théories de la fructification de Turgot et du viager de Cassel.

La théorie de la fructification part de la limitation de la valeur des terres pour en déduire l'existence nécessaire d'un taux d'intérêt positif, mais elle n'explique pas pourquoi la valeur des terres reste nécessairement finie.

La théorie du viager explique pourquoi de très grandes valeurs du rapport du capital moyen possédé au revenu moyen perçu sont absolument inconcevables, mais elle ne justifie pas la croissance infinie de ce rapport du côté technique lorsque le taux d'intérêt décroît par la considération de la propriété privée des terres.

Ces théories ont ainsi souligné avec force des éléments fondamentaux du problème, mais elles les ont insuffisamment exploités et elles n'ont pas réussi à établir une liaison efficace entre ces éléments et la théorie du fondement de l'intérêt.

Cette liaison, à vrai dire, n'est pas immédiate et en ce qui nous concerne, ce n'est qu'après être parvenu par des voies personnelles à rattacher à l'appropriation privée des terres l'existence nécessaire d'un taux d'intérêt positif dans une économie de compte que nous nous sommes rendus compte combien près de la solution se trouvaient les théories de la fructification et du viager qui n'avaient pas au premier abord retenu particulièrement notre attention.

Signalons ici encore que I. Fisher a également aperçu l'impossibilité d'un taux nul ou négatif dans un régime d'appropriation privée des terres (*La théorie de l'intérêt*. Trad. française, Giard, 1926, chap. XIII, § 10, p. 309), mais qu'il n'a pas exploité systématiquement cette idée ni mise suffisamment en relief et que nous-même, lors de la lecture de son ouvrage, nous ne nous étions pas rendu compte de sa fécondité.

Possibilité à l'équilibre de taux nominaux négatifs en cas de déflation des prix.

En fait, les développements qui précèdent ont supposé que la valeur d'usage des terres restait constante (21) ou tout au moins supérieure à un certain minimum (21'), de sorte qu'ils permettent seulement de conclure à la nécessité d'une valeur positive pour les taux d'intérêt réels.

En fait, si l'on considérait un régime quasi-permanent (22) en déflation continue caractérisée par un taux d'intérêt réel i_r , on aurait seulement la condition

$$(16) \quad i_r > 0$$

et le taux d'intérêt nominal correspondant

$$(17) \quad i = i_r - \left| \frac{dP}{P} \right|$$

pourrait devenir négatif (23).

3. Taux d'intérêt, stockage et thésaurisation (136).

Considérons maintenant une économie où la propriété des terres est collective, mais où existent des biens susceptibles d'être stockés sans frais appréciables. Nous allons voir qu'une telle circonstance entraîne nécessairement pour le taux de l'intérêt une valeur positive.

Nous considérerons deux cas suivant qu'existe, ou non, une monnaie circulante :

1° Cas d'une économie de compte de propriété collective des terres.

Supposons qu'un bien (\bar{A}) soit stockable de l'instant t à l'instant $t + dt$ moyennant une dépense $\Sigma_A dt$ faite à l'instant t et correspon-

(21) Hypothèse du régime permanent.

Cette hypothèse permet d'écrire que la valeur des terres de revenu R_0 est égale à R/I .

(21') Voir la note (8'') ci-dessus.

(22) N° 69.

(23) N° 97 et 106.

dant aux frais de stockage et qu'il présente des avantages de liquidité (1) dont la valeur pendant la période $(t, t + dt)$ soit égale à $L dt$. Soit \bar{a} le prix de (\bar{A}) à l'instant t , $\bar{a} + d\bar{a}$ son prix prévu pour l'instant $t + dt$ et i le taux d'intérêt instantané entre t et $t + dt$ (2).

Si l'on a

$$(1) \quad \bar{a} + \sum_a dt - L_a dt < \frac{\bar{a} + d\bar{a}}{1 + idt}$$

c'est-à-dire si la valeur actuelle, escomptée au taux d'intérêt du marché, du prix attendu pour l'instant $t + dt$ est supérieure au prix pratiqué à l'instant t augmenté des frais de stockage de t à $t + dt$ et diminué de la valeur des avantages de liquidité présentés par le bien (\bar{A}) de t à $t + dt$, il y a intérêt à le stocker pendant la période $(t, t + dt)$.

Il est ainsi visible que tant que l'inégalité (1) est vérifiée il ne peut y avoir équilibre, les entreprises ayant intérêt à acheter ou à produire le bien (\bar{A}) à l'instant t pour le stocker et le revendre à l'instant $t + dt$.

Inversement si l'on a

$$(2) \quad \bar{a} + \sum_a dt - L_a dt > \frac{\bar{a} + d\bar{a}}{1 + idt}$$

il y a intérêt pour les entreprises, qui disposeraient d'une certaine quantité de bien (\bar{A}) en stock, à le déstocker, et à le vendre dès l'instant t au prix \bar{a} . Naturellement, s'il n'y a aucun stock, l'inégalité (2) n'entraîne par elle-même aucune modification économique particulière.

Finalement, on voit qu'il ne peut y avoir équilibre que si l'on a

$$(3) \quad \bar{a} + \sum_a dt - L_a dt \geq \frac{\bar{a} + d\bar{a}}{1 + idt}$$

l'égalité correspondant au stockage d'une certaine quantité de bien (\bar{A}) , et l'inégalité à l'absence de stockage.

Il est facile de voir ce que signifie la condition (3). En désignant en effet par p_a le taux de plus-value du bien (\bar{A}) et par i_a et σ_a les primes de liquidité $L_a \bar{a}$ et de stockage $\sum_a \bar{a}$ (3), la condition (3) s'écrit

$$(4) \quad i \geq p_a + i - \sigma_a$$

N. 136 (1) N° 84.

(2) Notations du n° 33.

(3) La prime de stockage σ_a n'est qu'un cas particulier de la prime de conservation c considérée au n° 81.

Cette condition exprime qu'il ne peut y avoir équilibre que si le taux de plus-value augmenté de la prime de liquidité et diminué de la prime de stockage est inférieur ou égal au taux d'intérêt du marché. L'égalité étant nécessairement réalisée lorsqu'il y a stockage.

Si par exemple le taux d'intérêt est de 4 %, il est impossible que le quintal de blé vaille 100 francs aujourd'hui et 110 francs l'an prochain, d'une manière prévue aujourd'hui par tout le monde. Car si de tels prix pouvaient exister, le fait de prendre position à la hausse assurerait un bénéfice brut certain de 10 % (en négligeant en première approximation les avantages de liquidité et les frais de stockage relativement faibles). Le blé serait alors thésaurisé et une telle multitude de gens le rechercheraient que son prix présent s'élèverait à une valeur égale à la valeur actuelle de son prix futur, soit $110/1,04 = 106$ francs, de sorte que sa plus-value serait réduite à 4 % (4).

Si on remarque que l'excès du taux d'intérêt i sur le taux de plus-value p_a n'est autre que la mesure i_a du taux d'intérêt pratiqué sur le marché, lorsque l'on prend le bien (\bar{A}) comme unité de valeur (5), on voit que la condition (4) peut encore s'écrire

$$(5) \quad i_a \geq i_a - \sigma_a$$

On voit ainsi qu'il ne peut y avoir équilibre que si la mesure calculée en bien (\bar{A}) du taux d'intérêt du marché est supérieure à l'excès de la prime de liquidité sur la prime de stockage.

Si le régime considéré est un régime permanent, le prix nominal \bar{a} est constant et on a

$$(6) \quad i_a = i$$

autrement dit les différentes mesures du taux d'intérêt sont égales (6). On voit alors qu'il ne peut y avoir de régime permanent en équi-

(4) Si une prévision de hausse existait pour tous les biens, de taux supérieur au taux d'intérêt, et si la hausse de leurs prix présents ne pouvait s'effectuer en raison de l'insuffisance de la quantité de monnaie circulante, ce serait nécessairement le taux d'intérêt de marché i qui s'adapterait en s'élevant. Cette circonstance contribue à expliquer la hausse du taux d'intérêt nominal en période d'inflation (n° 106).

(5) N° 19.

(6) N° 19 *in fine*.

libre que si le taux d'intérêt du marché est supérieur à la plus grande différence ($l_A - \sigma_A$).

Comme certaines primes de stockage sont extrêmement faibles, par exemple celles des métaux précieux, et que les primes de liquidité sont toujours positives, on voit que pratiquement le taux d'intérêt ne pourra jamais prendre de valeurs négatives.

On voit ainsi que la possibilité de stockage sans frais appréciables de certains biens constitue une circonstance qui, à elle seule, suffirait à expliquer la nécessité d'un taux d'intérêt pratiquement toujours positif (7) (8) (8').

On peut remarquer toutefois que cette nécessité n'existe que si le niveau des prix n'est pas décroissant. Dans ce cas, en effet, les différents taux de plus-value sont négatifs et rien n'empêche le taux d'intérêt nominal de prendre des valeurs négatives.

(7) Comme la possibilité de stockage des biens empêche le taux de l'intérêt de devenir négatif, on peut se demander si l'emploi de procédés indirects de production qui sont physiquement plus productifs que le stockage (au sens du n° 68) n'est pas susceptible, de même et à lui seul, de maintenir le taux d'intérêt à une valeur positive ou nulle. C'est là la thèse des théoriciens de la productivité physique déjà examinée au numéro n° 127.

Outre les indications déjà données dans ce numéro, remarquons ici qu'alors que le stockage transforme un bien disponible à un instant donné dans le même bien disponible à un autre instant, les procédés détournés de production transforment des biens disponibles à un instant donné en des biens différents disponibles à un autre instant. Or, au contraire de ce qui se passe lorsqu'il y a stockage, il n'y a ici aucune raison pour que la valeur de ces biens soit supérieure ou égale à leur valeur originale (au sens du n° 35). Il n'y a donc aucune raison intrinsèque pour qu'ici le taux d'intérêt reste positif ou nul.

(8) Parmi tous les biens stockables sans frais appréciables figure en particulier la terre. La théorie du stockage permet ainsi de retrouver directement une partie des résultats obtenus au numéro précédent (savoir l'impossibilité d'un taux d'intérêt négatif dans un régime d'appropriation privée des terres).

(8') Ces résultats ont été indiqués par Fisher d'une manière précise dans son ouvrage fondamental *La théorie de l'intérêt*. Trad. française, Giard, 1933, p. 39, 40, 283 et 284 (chap. II, § 3 et chap. XI, § 9), mais il ne les a pas utilisés d'une façon suffisamment systématique à notre avis dans son exposé concernant le fondement de l'intérêt.

2° Cas d'une économie monétaire à propriété collective des terres.

S'il existe une monnaie circulante (M) et si cette monnaie circulante sert d'unité de compte, on a

$$(7) \quad p_M = 0$$

de sorte qu'en remarquant que la monnaie est nécessairement stockée, la condition (4) devient

$$(8) \quad i = l_M - \sigma_M$$

condition que nous avons déjà obtenue par une autre voie (9). On voit alors que si les frais de conservation de la monnaie sont négligeables, on aura nécessairement

$$(9) \quad i \geq 0$$

puisque la prime de liquidité de la monnaie est nécessairement positive ou nulle.

Comme dans le cas de la monnaie l'adaptation aux conditions d'équilibre individuel peut être considérée comme toujours réalisée, on vérifie ainsi que le taux d'intérêt pur du marché ne saurait en aucun cas devenir négatif (9').

En fait, il est facile de voir que, lorsque l'équilibre général économique est réalisé, le taux d'intérêt non seulement ne peut devenir négatif, mais encore ne peut s'abaisser en dessous d'un certain minimum positif.

Nous avons vu en effet que, pour un taux d'intérêt nul, la demande d'encaisse est en valeur réelle très grande, sinon infinie, et par suite certainement supérieure à la valeur réelle du capital total désiré.

(9) N° 84.

(9') Ce résultat a été indiqué par Fisher dans le premier des passages déjà cités (note (8') ci-dessus). Fisher précise même que dans les périodes d'émeute ou d'invasion, où les frais de conservation de la monnaie peuvent devenir considérables, le taux d'intérêt nominal peut parfaitement devenir négatif. Toutefois, comme nous venons de l'indiquer, Fisher n'a pas développé suffisamment cette question.

Dans ces conditions, l'offre nette de capital pour les petites valeurs du taux de l'intérêt est certainement négative et on voit que le

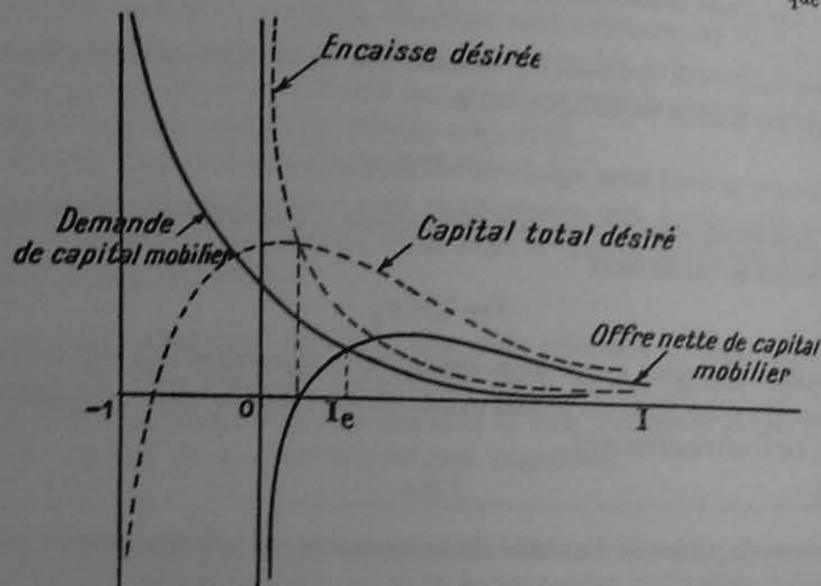


Fig. 1.

taux d'intérêt d'équilibre ne saurait, quelque faible que puisse être la demande de capital mobilier du secteur production, descendre en dessous d'un certain minimum positif, égal au taux au-dessous duquel les individus préfèrent garder tout leur capital sous forme de monnaie (10) (11) (12) (13) (14) (15).

(10) Ce résultat a été déjà indiqué par Keynes dans le chapitre XVII consacré aux « Propriétés essentielles de l'intérêt et de la monnaie » de sa *Théorie Générale*, mais son texte contient de nombreuses erreurs dues essentiellement à un manque continu de précision dans l'exposition.

(11) Il est facile de vérifier ces indications sur un exemple simple. Considérons un régime permanent où les terres aient une valeur nulle et supposons que le capital total désiré soit indépendant du taux d'intérêt I et égal à une constante K . Supposons que la demande d'encaisse croisse lorsque le taux I décroît et qu'elle soit par exemple de la forme

$$1) \quad M = \frac{\alpha}{I}$$

On voit en particulier qu'une politique d'abaissement du taux d'intérêt nominal se heurterait rapidement à des forces contraires qui, en l'absence de financements d'État, deviendraient rapidement considérables.

Supposons encore que la demande de capital mobilier C_m soit de la forme

$$(2) \quad C_m = \gamma - \beta I$$

et désignons par C_e le capital total financé par l'État. On aura

$$(3) \quad M + C_m - C_e = K$$

soit

$$(4) \quad \frac{\alpha}{I} + \gamma - \beta I - C_e = K$$

(Ces hypothèses sont absolument analogues à celles effectuées dans la note (33) du n° 97. Toutefois, nous considérons ici un régime permanent). On voit que même si l'État finançait tout le capital mobilier, le taux d'intérêt ne pourrait s'abaisser au-dessous de la valeur limite

$$I = \frac{K}{\alpha}$$

pour laquelle la demande de monnaie serait précisément égale au capital désiré. Le taux d'intérêt ne pourrait s'abaisser au-dessous de cette valeur que si l'État satisfaisait aux besoins d'encaisse par des prêts en monnaie, effectués par exemple sous la forme d'émissions de monnaie scripturale.

(12) Il convient de souligner que l'offre nette de capital s'obtient par déduction du capital total désiré de la demande d'encaisse, autrement dit qu'il y a satisfaction par priorité des besoins de liquidité. En effet, pour un placement effectué sur le marché, le taux moyen est égal au taux du marché alors qu'en ce qui concerne l'encaisse le taux moyen effectivement rapporté est supérieur au taux marginal égal au taux du marché (n° 32). Ceci explique que la demande d'encaisse soit satisfaite en premier lieu et justifie l'expression de « préférence pour la liquidité ».

(13) En fait, pour que le taux d'intérêt ne puisse devenir nul, il suffit que pour un taux nul la demande de monnaie soit plus grande que l'excès du capital total désiré sur la demande de capital mobilier du secteur production.

Cette condition est certainement remplie lorsque la prévision est imparfaite puisque dans ce cas la demande d'encaisse pour un taux nul doit être considérée comme très grande, mais elle pourrait ne l'être plus si la prévision était parfaite, hypothèse qui n'a naturellement qu'un intérêt théorique. Dans cette éventualité, le taux d'intérêt pourrait devenir nul, mais il ne saurait, ainsi que nous l'avons indiqué, devenir négatif.

On voit ainsi en quoi la théorie de la disponibilité de la monnaie examinée au n° 132 est incomplète. En omettant de préciser que la demande

En fait, l'abaissement du taux nominal nécessiterait le financement progressif par l'État des investissements du secteur production. Il entraînerait une thésaurisation croissante et une déflation s'ensuivrait qui ne pourrait être évitée que par des émissions massives de l'État.

Cas où l'unité de compte est distincte de l'unité de monnaie circulante.

Ces indications ne valent naturellement que si l'unité de monnaie circulante sert également d'unité de compte. S'il n'en est pas ainsi, elles permettent seulement d'écrire la condition

$$(10) \quad l_x \geq 0$$

soit (16).

$$(11) \quad i \geq \frac{\frac{dm}{dt}}{m}$$

Si donc la monnaie circulante se dévalorise, il n'y a, à ce point de vue, aucune raison pour que le taux d'intérêt nominal ne puisse devenir négatif (17) (18) (18').

Si d'ailleurs on remarque que la demande d'encaisse devient très grande, sinon infinie, lorsque sa prime de liquidité tend vers zéro, il est facile de voir (19) qu'en tout état de cause, la prime de liquidité de la monnaie reste, **quelle que soit la politique monétaire**, nécessairement supérieure à un certain minimum positif. Si donc l'annulation du taux d'intérêt apparaît comme toujours possible, celle de la prime de liquidité est par contre **absolument irréalisable**.

...
d'encaisse au voisinage d'un taux nul est dans un régime de prix stables et de prévision imparfaite extrêmement grande, cette théorie ne peut en effet, **considérée en elle-même**, démontrer l'impossibilité d'un taux d'intérêt nul. Elle prouve seulement l'impossibilité de taux d'intérêt négatifs.

(14) Ces indications sont semblables à celles déjà données au n° 83 [voir en particulier n° 83, note (5)]. Toutefois, nous considérons ici les demandes globales et non les variations de ces demandes.

(15) Le lecteur remarquera l'analogie de cet exposé avec celui effectué au n° 133. Naturellement, la figure (1) ci-dessus suppose l'appropriation collective des terres, de même que la figure (1) du n° 135 supposait l'absence de monnaie circulante.

(16) D'après la relation (11) du n° 83.

(17) La figure 4 du n° 83 permet de vérifier que dans ce cas la demande d'encaisse pour un taux d'intérêt nul reste relativement faible.

4. Fondement de l'existence d'un taux d'intérêt toujours positif (137).

Ainsi, il résulte de ce qui précède que le fondement de l'existence d'un taux d'intérêt toujours positif doit être considéré comme résultant à la fois de l'appropriation privée des terres et de la possibilité de stockage sans frais appréciables de certains biens, en particulier de la monnaie circulante lorsque cette dernière est également unité de compte.

L'existence d'un taux d'intérêt positif ne doit donc pas être considérée comme un phénomène fortuit de notre époque dû à ses conditions psychologiques et techniques particulières, mais comme un phénomène fondé sur des conditions objectives, ayant un caractère de nécessité absolue pour toutes les économies comportant, soit l'appropriation privée des terres (1), soit la possibilité de stockage sans frais appréciables de certains biens ou l'emploi d'une monnaie circulante utilisée également comme unité de compte (2).

Mais il est également certain que l'existence d'un taux d'intérêt toujours positif ne constitue pas une nécessité intrinsèque résultant de conditions inhérentes, soit à la nature psychologique des hommes, soit à la structure technique des procès de production, et une économie où l'appropriation des terres serait collective, où il n'y aurait pas de biens stockables sans frais et où en particulier la monnaie circulante se dévaloriserait constamment par rapport à l'unité de

(18) Tout ce que l'on peut dire c'est que le taux d'intérêt monétaire, c'est à dire le taux d'intérêt du marché calculé en monnaie (n° 19)

$$i = i - \frac{\frac{dm}{dt}}{m}$$

est nécessairement positif.

(18') Ces différentes indications seront précisées à l'annexe II B sur un cas particulier (n° 209 et 210).

(19) Par un raisonnement analogue à celui présenté ci-dessus à propos de la figure (1).

N. 137 (1) Sous la réserve que l'économie ne soit pas en déflation continue (voir n° 135 *in fine*).

compte, pourrait parfaitement comporter normalement des taux d'intérêt négatifs (2).

Naturellement, une préférence psychologique élevée pour les biens présents (3) pourrait dans ce cas entraîner à elle seule l'existence d'un taux d'intérêt positif, mais il n'y aurait là en fait aucune circonstance nécessaire et, quelle que soit l'intensité de la préférence pour les biens présents (3), il resterait toujours possible que dans un régime d'appropriation collective des terres dépourvu de biens stockables sans frais appréciables le taux d'intérêt d'équilibre soit négatif (4).

Ces deux motifs de l'appropriation privée des terres et de l'existence de certains biens stockables sans frais appréciables parmi lesquels figure la monnaie circulante lorsqu'elle ne se dévalorise pas avec le temps jouent concurremment et simultanément dans tout équilibre dynamique de prix stables. Mais alors que l'appropriation des terres et l'existence de biens stockables autres que la monnaie circulante n'interviennent dans la dynamique du déséquilibre qu'à l'état de tendances, en raison de l'inertie économique, la possibilité de stockage de la monnaie circulante lorsque sa valeur nominale ne décroît pas avec le temps joue à tout instant pour empêcher le taux d'intérêt nominal de devenir négatif.

Taux d'intérêt purs et rendements valeur.

Ces différentes indications valent naturellement pour le taux d'intérêt pur nominal. Il nous reste à examiner comment elles se généralisent pour les **taux d'intérêt pratiquement observés**. Or nous avons vu (5) que ces taux sont donnés par la relation

$$(1) \quad r = i - l - \mu - \gamma + \alpha + \varepsilon + \rho + c + g$$

autrement dit, chacun d'eux est égal au taux d'intérêt pur diminué des primes de liquidité, de plus-values monétaire et capitalistique et

(2) Rappelons que la possibilité de stockage sans frais appréciables de certains biens entraîne simplement pour le taux d'intérêt l'impossibilité pratique de prendre des valeurs négatives, mais qu'elle laisse en général la possibilité du taux nul. Il n'en est autrement dans le cas de l'emploi d'une monnaie circulante également unité de compte que lorsque la demande de cette dernière devient très grande pour un taux nul.

(3) Au sens de la note (4) du n° 130.

(4) Note (4) du n° 130.

(5) Relation (1) du n° 84.

augmenté des primes d'amortissement, d'estimation et de coût des risques, de conservation et de gestion.

Lorsque l'on est dans un régime de prix et de prévision stables, cette relation se réduit à la condition

$$(2) \quad r = i - l + \alpha + \varepsilon + \rho + c + g$$

qui, pour la monnaie, donne

$$(3) \quad 0 = i - l_M + c_M \quad (7)$$

On en déduit que l'on a

$$(4) \quad r = (l_M - l) + \alpha + \varepsilon + \rho + (c - c_M) + g$$

Or, comme nous l'avons indiqué (8), toutes les primes de liquidité sont inférieures à celles de la monnaie. Par ailleurs, la monnaie est certainement le bien pour lequel le coût de conservation est le plus faible. Comme les primes α et g sont nécessairement positives, et que l'on peut considérer qu'en général la somme $(\varepsilon + \rho)$ est positive, on s'explique pourquoi les taux r observés de rendement valeur sont positifs.

Cette circonstance qui se présente nécessairement dans un régime de prix et de prévisions stables donne aux hommes l'habitude de ne stipuler que des taux de rendement valeur positifs, même lorsque les conditions de prix, de taux d'intérêt et de prévisions évoluent rapidement.

C'est ce qui, à notre avis, explique que les taux r observés restent toujours positifs, même lorsque les prix s'élèvent rapidement ou qu'une forte baisse du taux d'intérêt est escomptée pour l'avenir. Dans ce cas, en effet, les taux μ et γ peuvent avoir des valeurs positives élevées et la possibilité théorique existe que les taux r deviennent négatifs puisque l'on a

$$(5) \quad r = (l_M - l) + \alpha + \varepsilon + \rho + (c - c_M) + g - \mu - \gamma \quad (9)$$

Il convient d'ailleurs de remarquer que pour certains biens les taux r sont toujours nécessairement positifs ou nuls. Tel est le cas des terres et des biens stockables. Dans ce cas, on voit en particulier

(7) Rappelons que c_M étant négligeable et l_M positif ou nul, nous avons déduit de cette condition que le taux pur i est également nécessairement positif ou nul.

(8) N° 84.

(9) Rappelons que dans le cas de hausse générale des prix, nous avons vu en particulier que l'augmentation en résultant du taux d'intérêt nominal i et par suite de la prime de liquidité l_M ne se faisait qu'avec un certain retard; de sorte que l'élévation l_M peut être insuffisante pour compenser le terme soustractif $-\mu$.

que lorsque les taux μ ont de grandes valeurs positives, des forces puissantes jouent nécessairement pour élever les taux d'intérêt purs correspondants aux niveaux imposés par la hausse des prix (10) (11).

Taux d'intérêt et investissements.

Indiquons enfin que l'appropriation privée des terres et l'existence d'une monnaie circulante également unité de compte ont normalement pour effet de rendre le taux d'intérêt i non seulement positif, mais encore supérieur à un certain minimum. Comme le capital mobilier existant à l'équilibre est une fonction décroissante du taux d'intérêt i (12), l'appropriation privée des terres et l'existence d'une monnaie circulante également unité de compte ont pour effet d'en limiter à chaque instant le développement à un certain plafond. Ce plafond est d'ailleurs d'autant plus bas que la prime de risque attachée aux investissements en capitaux mobiliers est plus élevée, c'est-à-dire que la prévision et l'organisation sociale sont plus imparfaites (13). C'est là, et non dans une prétendue tendance de l'espèce humaine à l'imprévoyance, qu'il faut rechercher les raisons profondes pour lesquelles, après plusieurs millénaires d'une épargne ininterrompue, le monde a accumulé si peu de biens de capital (14).

(10) D'après la relation (1) une valeur positive pour r entraîne en effet et en général que la différence $(i-\mu)$ soit elle-même positive.

En ce qui concerne la différence $(i-\gamma)$ il est facile de vérifier qu'elle est toujours, lorsque le taux μ est nul, nécessairement positive (voir par exemple dans la note (8) du n° 33 le cas de prix stables).

(11) Ce mécanisme a été décrit en détail au n° 106.

(12) N° 47 *in fine*.

(13) Rappelons que cette prime de risque était particulièrement élevée dans les temps anciens.

(14) Notre opinion, comme celle de Keynes (*Théorie générale*. Trad. française. Payot, p. 259), diffère en cela de la doctrine ancienne de Boehm Bawerk telle que Marshall l'a exprimée avec un dogmatisme rare dans les *Principes d'économie politique* (trad. française, Giard, tome II, p. 371). « Chacun sait que l'accumulation de la richesse est tenue en échec et que le taux de l'intérêt est maintenu aussi élevé par la préférence que la grande masse de l'humanité donne aux satisfactions immé-

5. Effets d'une recapitalisation indéfinie du capital (138).

Les indications qui précèdent peuvent être utilement éclairées par l'examen des conséquences d'une recapitalisation indéfinie de capitaux par un organisme autonome.

Nous avons vu à quelle prodigieuse vitesse un capital s'accroît lorsque ses intérêts sont constamment recapitalisés (1). « Les sommes considérables qui résultent du calcul de l'intérêt composé, surprennent toujours ceux qui ne se sont jamais livrés à de semblables calculs. Un franc placé à intérêts composés à 4 % s'élèverait à la somme de 50 francs au bout d'un siècle, à 2.500 francs au bout du deuxième, à 125.000 francs au bout du troisième, à 6.500.000 francs à la fin du quatrième, à 325.000.000 de francs à la fin du cinquième, et, enfin, à la fin du sixième à 16.000.000.000 de francs. Au delà de ce chiffre, ce sont des nombres dont la grandeur échappe à toute pensée.

Néanmoins, nous n'avons guère d'exemple que quelqu'un ait cherché à mettre de côté un franc au profit de la postérité qui naîtra dans six siècles ! On éprouve trop de répugnance à bâtir pour un avenir

...
diates sur les satisfactions différées, ou en d'autres termes, par sa répugnance à attendre. »

(Signalons toutefois que dans le passage signalé, Keynes attribue les effets de la prime de risque particulièrement élevée attachée autrefois aux investissements en capitaux mobiliers à la prétendue existence d'une prime de liquidité élevée qui aurait à cette époque caractérisé la possession de la terre. Il ne faut voir là qu'un exemple pris entre cent des confusions que l'on rencontre à chaque instant chez Keynes.)

En fait et tout au contraire de l'opinion de Boehm Bawerk et de Marshall, nous pensons qu'il y a lieu de considérer comme hautement probable qu'à conditions psychologiques et techniques identiques, le taux d'intérêt spontané qui s'observerait en cas d'appropriation collective des terres et de l'emploi d'une monnaie circulante se dévalorisant avec le temps ne serait limité inférieurement que par la possibilité de stockage de certains biens mobiliers comme les métaux et qu'il serait pratiquement nul (voir n° 139 ci-dessous).

N. 138 (1) Apologue du sou d'or, n° 18.