

CENTRE DE RECHERCHE ÉCONOMIQUE

SUR

**L'ÉPARGNE**

LES CHOIX DE PATRIMOINE

DES MÉNAGES

par

Pierre DHONTE

L'Épargne Le choix de patrimoine  
des ménages / Pierre Dhonte  
(Novembre 1970).

Sou1970-2086

CREDOC•Bibliothèque



NOVEMBRE 1970

CENTRE DE RECHERCHE ECONOMIQUE  
SUR L'EPARGNE

---

C. R. E. D. O. C.  
BIBLIOTHEQUE

LES CHOIX DE PATRIMOINE DES MENAGES

---

par P. DHONTE



Novembre 1970

(Thèse ayant obtenu la mention Très Bien, soutenue publiquement devant la Faculté de Droit et de Sciences Economiques de Paris, sous la présidence de Monsieur le Professeur BAUCHET assisté de Messieurs les Professeurs BABEAU et LISLE.)

R 39  
~~20~~  
023

- S O M M A I R E -

---

	<u>Pages</u>
INTRODUCTION GENERALE.....;	1
PREMIERE PARTIE : La Nature du Problème.....	14
CHAPITRE I. - L'Observation des Structures Patrimoniales.....	11
CHAPITRE II. - Théories Economiques et Analyse du Choix Patrimonial.....	60
DEUXIEME PARTIE : L'Analyse du Choix Patrimonial.....	89
CHAPITRE III. - L'Analyse du Plan Patrimonial.....	96
CHAPITRE IV. - La Formation du Plan Patrimonial.....	138
CHAPITRE DE CONCLUSION.....	181

INTRODUCTION GENERALE

Un ménage, jeune, achète un logement. Il s'endette : il emprunte quelques 60 % de la valeur de ce logement. Il épuise ses réserves pour apporter le reste. Il s'engage, pendant 15 ans, à rembourser son emprunt ; et il sait que, pendant les premières années, la charge sera très lourde. Pourquoi agit-il ainsi ?

On peut considérer que ce ménage effectue une opération essentiellement financière : compte tenu du coût de l'emprunt, de la plus-value escomptée sur le logement, de l'économie réalisée sur le loyer, du rendement des autres placements, il juge que le logement est "le meilleur placement".

On peut aussi considérer que le ménage achète ce logement parce que c'est d'un logement qu'il s'agit, et qu'en devenant propriétaire, sans être indifférent aux aspects financiers de l'opération, il attache une certaine importance au fait de changer de statut d'occupation.

Selon la première de ces interprétations, il est fait abstraction de l'instrument de placement, considéré comme un simple avatar de la réalité, la seule qui compte, le placement lui-même ; et, simultanément, il est fait abstraction, dans l'analyse du comportement, des préférences du ménage pour ce qui ne se rapporte pas directement au rendement de cet instrument.

Selon la seconde, l'instrument de placement, en l'occurrence le logement, est un "produit" vendu et demandé comme tel : c'est-à-dire un complexe de caractéristiques réelles et financières, différencié par rapport à d'autres produits ; en d'autres termes, l'avatar a par lui-même son importance, et l'analyse du comportement en tient compte.

Cette seconde interprétation a peu de place actuellement dans les théories de l'épargne : situation qui s'explique tant par leur histoire que par leurs contrain-

tes logiques. Elle est mieux admise par les institutions financières ou les centres de recherche qui ont inventé pour la désigner l'expression d'"épargne-projet". Elle se dégage en particulier des observations du C.R.E.P., en France, aux travaux duquel nous avons eu le privilège de participer.

Cette participation, et le soutien intellectuel et matériel qu'elle nous a valu, nous a incité à étudier le choix patrimonial comme le choix d'un ménage recherchant un certain mode de vie. Elle nous a également suggéré la méthode : partant d'un ensemble d'observations, on cherche à en tirer la leçon pour parvenir à des conclusions pratiques.

On conçoit ainsi aisément quelle est la difficulté de ce sujet : s'agissant du choix de patrimoine, les facteurs financiers ne peuvent être ignorés ; (1) s'agissant de choix pratiqués par des ménages, les facteurs réels ne peuvent l'être non plus. Il s'agit donc de définir une conception permettant d'intégrer ces deux ordres de facteurs dans une même analyse. Nous croyons qu'une solution peut être présentée, à partir des notions de "produit" et de "plan".

Ce sont les éléments de cette solution que nous allons évoquer brièvement ci-dessous.

#### A. - LA NATURE DU PROBLEME.

Si le ménage de notre exemple achète un logement à cause du rendement qu'il en escompte, et à cause de cela seulement, disons qu'il effectue un placement de rendement. Si au contraire il s'attache à la réalité matérielle du bien - le prestige d'avoir pignon sur rue, ou l'avantage de ne pas subir un propriétaire

---

(1) Dans ce qui suit, nous parlerons d'aspects "réels" pour désigner la nature de l'avantage recherché à travers le placement ; un des avantages réels est l'avantage "pécuniaire", terme retenu malgré sa préciosité, car il évite la confusion qui peut s'attacher à "financier" par opposition à "monétaire". Par rendement, nous parlerons toujours de rendement pécuniaire, sauf indication expresse.

acariâtre - nous dirons qu'il effectue un placement réel. Précisons cette distinction avant d'en dégager la portée.

a) Placement de rendement et placement réel.

Par rendement d'un placement, nous désignons une réalité purement pécuniaire ; le taux de rendement est le taux d'actualisation, tel que la valeur finale d'un placement soit égale à sa valeur initiale, compte tenu de ses intérêts et autres produits. Ce taux n'est pas prévisible avec certitude, et s'exprime au moyen de plusieurs paramètres, deux au minimum : l'un introduisant le rendement "probable", l'autre le "risque".

Tout bien capital, ou "actif", a ainsi un certain rendement, dont l'évaluation peut être effective - lorsque le service rendu est vendu - ou fictive - lorsqu'il est consommé par le propriétaire -. Le rendement est l'attribut d'un actif, mais on peut le considérer en soi, au prix d'une certaine abstraction.

A la suite de WALRAS, un courant théorique important dans lequel s'insère la Théorie des Choix de Portefeuille, considère ainsi que les ménages n'effectuent que des placements de rendement. Selon cet auteur, ce ne sont pas les biens durables qui sont demandés, mais le rendement qui s'y attache. Ainsi la demande d'instruments de placement est-elle, selon cette analyse, doublement précisée :

- par un objectif : obtenir un rendement, et cela seulement ;
- par la nature des objets demandés : ceux-ci sont totalement indifférenciés, sauf par leur taux de rendement (1).

---

(1) Dans le cadre de la théorie pure, WALRAS ignore le risque.

On peut considérer que par cette double précision, l'analyse de WALRAS est doublement restrictive :

- la demande d'objets durables peut résulter a priori, non seulement de l'attrait que présente leur rendement, mais encore de cet autre attrait qui consiste à pouvoir produire soi-même les services que l'on souhaite consommer ;
- alors même que la recherche du rendement serait la motivation principale, il n'en résulte pas que tous les autres critères de différenciation des instruments sont a priori sans importance. Au contraire, par ces critères, les divers instruments peuvent paraître chacun spécifiquement adaptés à une raison particulière de rechercher le rendement : on songe aux actifs professionnels ou aux cotisations de retraite par exemple.

La question est de savoir s'il est opportun de tenir compte de l'existence de ces critères particuliers. C'est là une question de fait : par ces critères, les divers instruments de placement donnent-ils matière à la formation de plans d'emploi spécifiques ? Puisque c'est là une question de fait, c'est l'observation des structures patrimoniales et de leur évolution qui montrera l'opportunité d'une réponse affirmative.

b) Intérêt de l'introduction de variables non pécuniaires.

L'intérêt de la question ainsi posée est à la fois théorique et pratique. Intérêt théorique : il s'agit de savoir si la logique du "choix de portefeuille" correspond bien à celle du choix de patrimoine. Intérêt pratique : car la question est alors de savoir quels sont les facteurs d'une "promotion" commerciale des placements et les dimensions d'une politique de l'épargne.

.1. KEYNES a posé dans la Théorie Générale le principe du choix de portefeuille : la fonction de demande d'encaisse spéculative repose sur le désir d'aménager le patrimoine en vue d'en tirer un rendement optimal. Ses thèses ont été ensuite perfectionnées - particulièrement par un article de TOBIN (1) - jusqu'à devenir l'actuelle théorie du choix de portefeuille, que nous abrègerons en T.C.P.

---

(1) TOBIN, 86. - Les références numérotées renvoient à la bibliographie introduite en fin de volume. -

La T.C.P. se fonde sur deux thèses :

- les paramètres décrivant le rendement important tous au décideur, et eux seuls ;
- le décideur ne recherche pas des résultats optimaux pour chaque placement, mais pour leur ensemble : la détention de chacun s'explique par sa contribution aux résultats de l'ensemble.

Cette seconde thèse est très importante. Nous définirons la "demande en portefeuille" comme une demande d'actifs dans le dessein d'aménager les résultats pécuniaires d'un ensemble (qui peut être le patrimoine tout entier) et "portefeuille" comme l'ensemble des actifs demandés de la sorte (qui peut être un sous ensemble du patrimoine).

Dans l'utilisation qui en est faite, la T.C.P. ne se satisfait pas d'être la logique des "relations et procédures qui conduisent de l'information vis-à-vis des titres à des conclusions pour la composition du portefeuille" (1). Elle devient une théorie du comportement des ménages (2) dans la constitution de tout leur patrimoine et conduit ainsi à brosser la représentation d'une variété particulière de l'homo oeconomicus que nous pourrions appeler l'homo keynesianus !

Toutefois, il est clair que cette ambiguïté ne procède pas d'une nécessité; d'une part, il est possible de considérer que les règles d'association que définit la théorie s'appliquent à tous les actifs, sans pour autant postuler que ce sont les seules règles qui déterminent leur demande ; d'autre part, il est possible d'isoler une classe particulière d'actifs, telle que la demande des actifs de cette classe découle essentiellement de l'application de ces règles : c'est la classe que nous appelons portefeuille.

Dans ces conditions, on retiendra de la T.C.P., qu'il existe une rationalité financière dans l'organisation des actifs, et on cherchera à en rendre compte, mais on ne fera pas de cette théorie le principe explicatif du choix de placement.

---

(1) C.A MICHALET, 61 page 627.

(2) voir par exemple MILLER et WATTS, 63.

.2. Si l'on rejette comme principe explicatif une théorie qui insiste sur l'homogénéité des placements, c'est sur leur hétérogénéité qu'il faut fonder la recherche d'une interprétation.

Il faut alors considérer que la logique des choix de placements réels est celle du patrimoine désiré. On entend par là, à la suite des enquêtes tant françaises qu'américaines, que la demande d'actifs des ménages exprime leur volonté de réaliser un "dessein à long terme" (1) : cette volonté se traduit par une hiérarchisation de projets de placement clairement "typés" quant à leur objet et à leur fonction.

Dans ces conditions, le problème devient de dégager les caractères de cette hiérarchisation et les facteurs qui la déterminent, et en particulier de préciser comment son existence se concilie avec la recherche d'une efficacité pécuniaire.

#### B. - LE PRINCIPE D'UNE REPRESENTATION DU CHOIX PATRIMONIAL.

En résumé, nous cherchons à introduire dans l'analyse du choix patrimonial les aspects réels des instruments de placement, sans les réduire à un équivalent pécuniaire.

a) Difficulté de l'introduction des aspects réels du choix.

L'introduction des aspects réels du choix ne va pas sans poser quelques problèmes. Trois d'entre eux méritent d'être soulignés.

.1. La théorie néo-classique pose en principe que la valeur d'échange des biens et services est le reflet qualitatif de leur utilité, et évite ainsi d'avoir à envisager des aspects quantitatifs de celle-ci. Selon elle, il n'y a donc pas lieu de tenir compte, par exemple, d'une éventuelle préférence du décideur pour un statut d'occupation donné, puisque, si le marché est parfait, il existera une différence de rendement due à cette préférence. Il suffit donc de prêter au décideur un comportement envers le seul rendement pécuniaire.

---

(1) E.A. LISLE, 52 page 12.

Cette conception est liée au formalisme du concept d'utilité, dont l'introduction vise à exclure du domaine de l'analyse tous les aspects qualitatifs des biens. Il s'agit là d'une position méthodologique difficile à attaquer, mais il est possible, en soulignant son formalisme, de montrer qu'elle n'est pas inconciliable avec l'introduction de variables extra-pécuniaires, et de montrer même que cette introduction est nécessaire pour aboutir à une interprétation satisfaisante des faits.

.2. La seconde difficulté est de savoir jusqu'à quel point il convient d'insister sur l'hétérogénéité des instruments de placement. A mesure que l'on insiste davantage sur ce point, on réduit le domaine d'application de la T.C.P. Or, il est intuitif, et l'observation le confirme, qu'il y a part dans le comportement pour une conduite inspirée par des exigences de rationalité pécuniaire. Le coexistence de cette rationalité et d'objectifs réels nous met en présence d'un choix "multicritère". Dès lors, il est opportun de modifier la représentation du comportement du décideur sur un autre point : au lieu de supposer qu'il cherche à "maximer" un résultat, nous admettrons - avec BOULDING, PERROUX, KATONA - qu'il cherche à atteindre un résultat "satisfaisant" correspondant chez lui à un état de "moindre tension" ; le désir d'améliorer le résultat étant moindre que celui d'éviter l'effort correspondant.

.3. Enfin, introduire des critères extra-pécuniaires, c'est aussi se demander comment ces critères deviennent des critères de choix : c'est-à-dire comment sont perçus et valorisés les caractères des divers placements. Cette question est celle de savoir comment représenter le processus de décision du ménage ; c'est là un point que la psycho-sociologie s'est attachée, avec les théories de l'action, à éclaircir. On considère fréquemment que ce type de problème ne ressort pas du domaine de l'analyse économique : il nous semble toutefois que notre étude serait incomplète si, insistant sur l'opportunité d'introduire des variables extra-pécuniaires, nous ne précisions pas comment procède leur influence.

Les solutions apportées à ces problèmes se dégageront progressivement au fil des pages ; il est possible d'en donner, dès à présent, une vue succincte.

b) Essai d'interprétation du choix patrimonial.

Analyser les placements comme des produits différenciés conduit à deux thèmes :

- d'une part, il faut considérer que le ménage choisit entre ces produits en raison de ses goûts, et aussi par le souci qu'il a de tirer le meilleur parti d'un ensemble limité de ressources ;
- d'autre part, il faut supposer que les critères de différenciation importants sont ceux que le ménage définit lui-même, d'après les objectifs qu'il se fixe.

Pour aborder ces thèmes, nous considérons que "consommateur" et "épargnant" ne sont qu'un seul ménage, dont les choix procèdent d'une logique unique. On substitue ainsi à l'analyse de l'offre d'épargne totale d'un individu - qui s'est révélée peu féconde pour la connaissance et pour l'action - l'analyse de la demande des composantes de l'épargne totale " (1). Dans l'univers des biens de consommation et de placement, sur lequel l'ensemble de ses ressources lui donne un droit limité, le ménage choisit les biens de consommation et de placement qui matérialisent son projet d'expansion vitale.

Parmi ces biens figure le portefeuille : celui-ci est un bien particulier, puisqu'il est effectivement "créé" par le ménage, par l'association raisonnée d'éléments divers. C'est un bien que nous pourrions appeler "composite".

Le choix auquel procède le ménage n'est pas purement impulsif ; il n'est pas non plus constamment révisé. Au contraire, il s'agit d'un choix assez stable, ce qui se traduit par l'existence d'une demande en termes de stocks pour les placements. Ce choix est stable parce qu'il découle d'un plan d'expansion\* toute la vie du ménage. Il est de ce fait rationnel : sa rationalité n'est pas celle du calcul, de la théorie économique ; elle est celle de la volonté de développement qu'exprime le plan.

---

\* qui englobe

(1) E.A LISLE, 52 page 1.

Deux dimensions de ce plan nous intéressent particulièrement. Tout d'abord, ce plan définit un ordre d'urgence des besoins ou fonctions patrimoniales qui doivent être satisfaits : priorité est donnée aux besoins résultant d'un choix de mode de vie (logement, actifs professionnels) ; puis viennent ceux qui correspondent à des fonctions financières précises : besoins de transaction, retraites, etc... ; enfin, vient la demande d'actifs sans fonction spécifique, soit de "portefeuille" par excellence. A mesure que, l'âge aidant, ou une fortune élevée le permettant, ces besoins spécifiques sont couverts, la demande de portefeuille prend une part croissante dans l'ensemble des demandes de placement.

Le plan patrimonial n'exprime pas seulement cette hiérarchie vitale des besoins, il exprime aussi la rationalité pécuniaire du ménage. Celle-ci permet de préciser trois points que la seule connaissance de la hiérarchie des besoins ne précise pas assez :

- quelles précautions doivent être prises pour satisfaire à la contrainte de liquidité,
- quelle stratégie du financement des actifs non divisibles doit être adoptée,
- quel rendement doit être donné au portefeuille, le rendement des autres actifs étant une donnée, pour que celui de l'ensemble du patrimoine soit satisfaisant.

Représenter le choix patrimonial sera donc pour nous représenter dans son principe et dans sa mise en oeuvre le plan pour lequel le ménage définit les orientations et les moyens de son développement.

### C. - PLAN DE L'EXPOSE.

A l'origine de cette recherche se trouve donc l'hypothèse que des facteurs réels interviennent à côté des facteurs pécuniaires dans le choix patrimonial. Nous avons dit que l'opportunité d'introduire cette hypothèse ressort d'une question de fait : c'est donc en premier lieu à la collecte d'observations sur les structures patrimoniales qu'il convient de procéder.

Cette première étape ne serait pas complète si nous ne rappelions pas parallèlement les grands thèmes du courant qui, de WALRAS à TOBIN a proposé une certaine

interprétation du choix patrimonial. Il est utile de procéder à ce rappel : d'une part pour montrer ce qui nous paraît être les limites du pouvoir explicatif du courant, d'autre part pour en retenir les aspects les plus positifs, à savoir la description d'une rationalité pécuniaire idéale.

Ces deux chapitres forment une première partie, dont l'ensemble énonce la nature du problème que nous abordons. La seconde partie est consacrée à résoudre ce problème. Elle procède, elle aussi, en deux étapes. La première, correspondant au chapitre III, est celle de l'analyse abstraite : les principes caractérisant le plan patrimonial y sont posés. La seconde est plus concrète : on cherche à y démontrer comment ces principes sont effectivement mis en pratique, et quelles ouvertures leur mise en oeuvre offre à une politique de l'épargne.

PREMIERE PARTIE

LA NATURE DU PROBLEME

---

Chapitre I. - L'OBSERVATION DES STRUCTURES PATRIMONIALES.

Les préférences du ménage s'expriment à travers la structure de son patrimoine qu'il est donc intéressant d'observer. Cela n'est pas facile car, en addition à divers obstacles méthodologiques encore mal résolus, il existe des difficultés conceptuelles.

Pour représenter la structure du patrimoine, il faut dresser une liste des "actifs" : nous entendons désigner par ce terme générique des éléments de bilan, aussi bien des postes du passif que de l'actif. Il faut ensuite déterminer la part de chaque rubrique dans l'actif brut total.

La nomenclature des "actifs" doit être la liste des options ouvertes au ménage : interpréter la structure patrimoniale, c'est dire pourquoi le ménage donne une place prépondérante à tel actif, en quoi cet actif est original.

Les nomenclatures utilisées actuellement sont des nomenclatures "réelles" c'est-à-dire qu'elles détaillent les rubriques suivant la nature matérielle ou financière des actifs, sans s'attacher à leur mode d'emploi. On ne distingue pas par exemple les biens immobiliers d'usage et ceux de rapport.

Malgré cette insuffisance, les travaux qui les emploient dégagent quelques résultats fondamentaux parce qu'au delà de toutes les incertitudes de la connaissance statistique en ce domaine, ces résultats sont solidement établis ; fondamentaux aussi, parce qu'il est clair qu'ils s'interprètent mal dans le cadre des théories financières post keynesiennes.

Ce sont ces résultats que nous rapportons dans ce chapitre. Nous ne les fondons pas sur l'analyse approfondie d'un échantillon déterminé, ce qui serait une assise trop étroite pour servir de fondement à une élaboration théorique ; nous les appuyons au contraire sur la convergence des conclusions d'une variété de sources, françaises et anglo-saxonnes. Après avoir brièvement rappelé les difficultés techniques que rencontre l'observation en ce domaine, (Section I), nous présentons quelques données sur l'évolution d'ensemble des structures (Section II), avant d'en esquisser la morphologie (Section III).

- SECTION I. -

PROBLEMES POSES PAR L'OBSERVATION DES STRUCTURES PATRIMONIALES

Les difficultés que rencontre l'observation des structures patrimoniales ont été analysées dans diverses études aisément accessibles, dont il n'est donc pas utile de retracer ici en détail les conclusions (1). Nous ne traiterons pas non plus du problème posé par l'établissement de nomenclatures "fonctionnelles", problème dont les données n'apparaîtront qu'ultérieurement. Nous nous limiterons donc ici à quelques remarques dont la principale utilité est de marquer les limites de l'usage que nous ferons ensuite de divers travaux, en regroupant ces remarques sous trois titres correspondant à trois méthodes de travail.

A. - LES DECLARATIONS DE SUCCESSION.

Les déclarations de succession sont recueillies par les institutions fiscales des divers pays depuis de nombreuses années, et leur utilisation comme source statistique est ancienne : certains auteurs les utilisent à titre principal, d'autres comme moyen de contrôle d'évaluations directes.

Cette source a fait l'objet d'un traitement approfondi, aux Etats-Unis, par R.J. LAMPMAN (2), cependant que J.R.S. REVELL y recourait pour la Grande-Bretagne (3) et P. CORNUT (4) pour la France.

---

(1) Voir C.R.E.P., 10, sur les travaux entrepris aux U.S.A. ; C.R.E.P., 11 sur les méthodes de la dévolution successorale, de l'enquête et de l'inventaire permanent, avec quelques résultats chiffrés ; et HELINE, 33, sur ces mêmes thèmes ; E.A. LISLE, 52, chapitres 5 et 6 sur la mesure de l'épargne.

(2) R.J. LAMPMAN, 45 et 46

(3) J.R.S. REVELL, 74

(4) P. CORNUT, 6.

Nous avons nous-même procédé à certains calculs pour 1953, 1956 et 1962 (1).

Le principe de l'utilisation de cette source est simple : on considère l'ensemble des défunts comme un échantillon raisonné de la population vivante, le taux de sondage étant l'inverse du taux de mortalité. En se fondant sur ce principe, on peut déterminer quel est le patrimoine de la population vivante. On rencontre de la sorte un certain nombre de difficultés :

.1. Les déclarations de succession sont individuelles, alors que le patrimoine est en général la propriété d'une cellule familiale. Les dispositions législatives, en dispensant de déclaration les biens relevant d'une communauté universelle, lorsqu'il demeure un conjoint survivant, réduisent cet inconvénient.

.2. La qualité de l'estimation dépend de l'exactitude avec laquelle on choisit le taux de sondage. Or, si les taux de mortalité par âge sont assez bien connus, il n'en va pas de même des taux par catégorie socio-professionnelle ou par niveau d'actif brut. En utilisant un redressement selon l'âge, on peut donc étudier la valeur totale, la composition et la répartition du patrimoine de la population des vivants, en classant cette population par tranche d'âge. En principe, on ne peut étudier que la composition et la valeur moyenne du patrimoine, lorsque le critère de tri est la catégorie socio-professionnelle ou le niveau de fortune ; encore faut-il supposer, ce qui est plausible, que les sous-échantillons ainsi formés sont représentatifs.

Faute de disposer de taux de redressement adéquats, nous avons utilisé la répartition des patrimoines entre les différentes classes de fortune, telle qu'elle ressort des déclarations, comme un indicateur de ce qu'elle est dans la population. Il ne s'agit là, évidemment, que d'une approximation. L'hypothèse la plus plausible est que le niveau de fortune a une incidence négative sur la mortalité, par le moyen qu'il offre de recourir à une assistance médicale plus poussée. S'il en est ainsi, les tranches de fortune les plus élevées sont sous représentées ; par conséquent, la concentration de la fortune dans ces tranches est plus forte encore en réalité que ne le montrent nos calculs.

---

(1) C.R.E.P., 11

.3. Enfin, la statistique est biaisée par le fait que la mort n'est pas totalement imprévisible, ou, du point de vue fiscal, imparable. Ceci veut dire que les agents aménagent leur fortune en vue de la déclaration, faisant disparaître une partie des éléments les plus liquides : monnaie, épargne liquide, valeurs mobilières, et sous évaluant les autres. Le biais introduit est donc double : les valeurs moyennes des déclarations sont fortement sous estimées (de 40 % environ, semble-t-il) et certains actifs sont plus dissimulés que les autres. En l'absence d'un travail très approfondi, ce dernier biais ne peut être corrigé ; en ce qui concerne le premier, on est conduit à s'intéresser, non aux valeurs absolues, mais aux valeurs relatives, c'est-à-dire à la composition et à la répartition des patrimoines et non à leur montant.

#### B. - LES ENQUÊTES.

La conduite d'enquêtes se heurte, dans le domaine de l'épargne et du patrimoine, à des difficultés particulières : l'argent demeure un sujet "tabou", ce qui conduit à un taux de refus élevé et à des réponses biaisées ; la fortune est concentrée dans un petit nombre de patrimoines, et il est souvent difficile de constituer les échantillons importants et raisonnés qui sont nécessaires.

En contrepartie, l'enquête offre en ce domaine des avantages considérables : elle permet de saisir à la fois les variables de stock et de flux, les variables strictement économiques et les coordonnées socio-démographiques de l'enquête ; elle peut porter sur ses attitudes ou ses intentions.

Dans ce qui suit, nous utiliserons trois types d'enquêtes. Le premier est celui des enquêtes par interviews semi-directifs. Portant sur de petits échantillons, ces enquêtes ne conduisent pas à des résultats quantifiables, mais apportent sur les motivations de l'interviewé un éclairage que l'enquête quantitative classique ne peut fournir. Le C.R.E.P. y a eu plusieurs fois recours (1), et nous utiliserons les résultats ainsi obtenus dans le chapitre IV.

---

(1) C.R.E.P., 13, 14, 15, 16.

Le second type est celui des enquêtes pilote : enquêtes quantitatives classiques, les enquêtes pilote portent également sur de petits effectifs et doivent préparer la mise au point d'un plan d'enquête à grande échelle, tant en ce qui concerne la rédaction du questionnaire que ce qui a trait à la confection du plan de sondage, à la formation des enquêteurs, et au choix des thèmes d'exploitation. Plusieurs enquêtes pilote ont été effectuées par le C.R.E.P., elles ont facilité le lancement d'une enquête nationale, par l'I.N.S.E.E., en 1967. Les résultats de cette entreprise n'étant malheureusement pas disponibles, nous utiliserons une des enquêtes pilote qui a porté en 1964 sur des ménages salariés ou inactifs de Bretagne, de Provence, et de la Région Parisienne.

Sans avoir, avec 450 réponses, une représentativité nationale, cette enquête fournit des résultats intéressants (1), et jouit d'une représentativité régionale.

La Grande-Bretagne, avec les travaux de l'Oxford University Institute of Statistics (2), a eu également recours à ce système d'enquêtes pilote, de même que les Etats-Unis (3). Dans ce pays, on a pu en outre procéder à deux séries d'enquêtes quantitatives à grande échelle : le Survey of Consumer Finances, de l'Université de MICHIGAN (4) sous la direction de G. KATONA, et le Survey of Financial Characteristics of Consumers du Census Bureau sous la direction de D.S PROJECTOR (5).

---

(1) C.R.E.P., 12.

(2) K. STRAW, 85 et L. KLEIN, K. STRAW, P. VANDROME, 40.

(3) LANSING, KATONA, 47.

(4) N. MORGAN, R. BARLOW, H. BRAZER, 65.

(5) D.S. PROJECTOR, 73

C. - L'ANALYSE DE SERIES STATISTIQUES.

Troisième source d'information, les séries statistiques établies par les systèmes de contrôle financier, Conseil National du Crédit, Federal Reserve Board, etc..., n'offrent pour notre propos qu'un intérêt relativement limité. Ces sources rendent compte en effet de la détention globale d'actifs donnés : c'est-à-dire qu'elles ne peuvent définir quelle est la structure du patrimoine d'un groupe de ménages déterminé. Elles constituent naturellement la matière première d'analyse économétriques cherchant à apprécier l'influence des variations du taux d'intérêt. De telles analyses livrent peu de résultats concluants, car le taux d'intérêt ne varie jamais seul, mais en relation avec tout un mouvement conjoncturel dont il est malaisé de détailler l'influence.

Au total, en l'état actuel des choses, les études existantes sont assez nombreuses, mais chacune est fragmentaire et présente des limites particulières. C'est donc par la confrontation d'apports divers que nous allons dégager quelques traits, assez solidement établis, caractérisant les structures patrimoniales. Ce faisant, nous limiterons au maximum l'appareil de références, en nous limitant au cas français : le lecteur intéressé peut en effet commodément vérifier dans d'autres études la généralité des propositions que nous avancerons, et il nous importe plus de faire ressortir les grands thèmes que d'entrer dans le détail d'une description dont l'assurance pourrait être illusoire.

- SECTION II. -

GENERALITES SUR LES STRUCTURES PATRIMONIALES

Malgré les déficiences de notre information statistique, il est possible d'avancer plusieurs propositions qualitatives sans risque d'erreur : les phénomènes correspondants apparaissent en effet avec une évidence suffisante pour qu'il ne puisse s'agir de simples erreurs d'appréciation.

Ces propositions constituent la toile de fond à laquelle l'analyse ultérieure devra donner sa signification. Elles sont au nombre de quatre :

- les structures patrimoniales sont assez stables,
- la tendance contemporaine est marquée par une préférence pour les actifs réels et par un recours étendu au crédit,
- la fortune est très concentrée dans quelques patrimoines,
- l'incidence des mouvements du taux d'intérêt est très incertaine.

A. - INERTIE DES STRUCTURES PATRIMONIALES.

On ne dispose pas, pour la France, d'étude historique d'envergure telle que celle qui, sous l'impulsion de GOLDSMITH, a permis de définir l'évolution du patrimoine des ménages des Etats-Unis, sur une longue période. Cependant, de nombreuses estimations ont été effectuées au cours du temps, que C.A. MICHALET a étudiées (1). Son étude couvre la période qui s'étend de 1815 à nos jours, période qui s'organise en trois phases.

La première étape va jusqu'en 1850 environ et se caractérise par la place prédominante réservée aux biens immobiliers : ceux-ci représentent, d'après les déclarations de succession, environ 60 à 65 % d'un actif brut dont la valeur moyenne par déclaration était sensiblement croissante. Cette situation s'explique par les

---

(1) C.A. MICHALET, 60.

caractéristiques du système financier du moment : cette époque est celle où les instruments "modernes" que sont les valeurs mobilières et le dépôt d'épargne n'existent encore qu'à l'état embryonnaire ; "le retard de l'organisation bancaire en France a sans doute joué un rôle dans la stabilité des préférences de placement et dans l'inélasticité des structures patrimoniales". (1)

Le même phénomène jouant en sens inverse fait de la seconde phase, de 1850 à la guerre, l'"âge d'or" du placement financier : de 1851-55 à 1911-15, les valeurs mobilières passent de 7 % à 39 % de la fortune totale, tandis que les actifs immobiliers regressent de 67 à 44 % (2). Une certaine unanimité s'établit entre les auteurs qui ont procédé à des évaluations pour la période 1900-1913, et qui affirment tous l'importance prise par les valeurs mobilières. (Tableau 1)

La troisième phase marque un retour à la préférence accordée aux actifs réels, doublé de l'apparition d'un goût nouveau pour les actifs liquides : ce sont les valeurs mobilières qui "font les frais" de l'opération : en 1953, selon CORNUT, leur part est tombée à 16,3 %, tandis que celle des immeubles remontait à 59 %, et la tendance ne paraît pas s'être inversée depuis. (Tableaux 2 et 3) (3)

Au terme de son examen, c'est la "rigidité des structures patrimoniales" qui frappe C.A. MICHALET. "La liberté de choix des prêteurs n'est donc pas absolue. Ils doivent se plier à certaines contraintes faites d'inerties, de priorités imposées par leurs besoins immédiats. En outre... les options de placement sont limitées à l'éventail des instruments de placement qui sont disponibles sur le marché." (4)

---

(1) C.A. MICHALET, 60 page 13.

(2) id. page 100.

(3) P. CORNUT, 6.

On peut penser que ces évaluations sont proches de la réalité en ce qui concerne les valeurs mobilières, mais la majorient pour les actifs immobiliers et le minorent pour les liquidités : cf. C.R.E.P. 11, p 31 et 160.

(4) C.A. MICHALET, 60 page 289.

Tableau 1. - Structure des patrimoines 1902-1913. (1)

Auteur Date	Michel. 1902- 1905	Lavergne Henry 1907	Cornut 1908	Michel. 1906- 1910	Pupin 1911	Colson 1913
Valeurs Mobilières et Bons (%)	32,5	31	42,6	33,2	36	31,6
Liquidités & Créances	25,6	10,7	10,5	24	9,9	10,2
Meubles et capitaux d'exploitation	-	10,8	9,6		12,9	15,4
Divers immobiliers	41,9	47,5	37,3	42,8	41,2	42,8
Total :	100	100	100	100	100	100
Fortune privée brute (milliards)	268,5	238,5	209	310,8	305,8	303,7

---

(1) C.R.E.P., 11, page 28.

Tableau 2. - Structure moyenne des patrimoines. (1)

	1908	1934	1949	1953
Valeurs Mobilières et Bons	44,06	31,34	20,14	16,27
Liquidités	16,93	26,47	22,58	23,28
Immeubles à usage agricole	18,25	20,58	26,20	27,60
Immeubles bâtis	21,70	21,80	28,70	31,70
Autres actifs	10,54	17,13	17,51	16,57

Tableau 3. - Structure moyenne des patrimoines. (2)

	<u>1928</u>	<u>1934</u>	<u>1951-1955</u>	<u>1956-1960</u>	<u>1963</u>
Immobilier	39,4	40,6	59,3	54,6	58
Valeurs mobilières	33,4	29,6	15,4	21	17
Autres éléments d'actif	27,2	29,8	25,3	24,4	25

---

(1) P. CORNUT, 6 première partie.

(2) C.A. MICHALET, 60 page 232.

De plus, il apparait que les prêteurs "n'ont pas attaché une importance prioritaire au rendement des actifs dont ils accroissaient la part dans les patrimoines" et n'ont réagi au phénomène de l'inflation qu'après la seconde guerre mondiale (1).

En vérité, on ne sait trop si c'est sur la stabilité des préférences de placement, ou sur l'existence d'évolutions lentes et importantes qu'il convient d'insister. L'essentiel est que l'évolution qui apparait est lente, et ne parait pas étroitement associée à l'évolution de la structure des taux de rendement : c'est principalement l'inertie des structures qui est l'enseignement majeur de ces études historiques.

#### B. - PREFERENCE CONTEMPORAINE POUR LES ACTIFS REELS FINANCES PAR EMPRUNT.

Les orientations actuelles des ménages français manifestent un intérêt très vif pour l'acquisition du logement : intérêt que traduit le fait que 42 % des logements étaient en 1967 occupés par leur propriétaire, contre 35 % en 1955.

Les enquêtes I.N.S.E.E. - C.R.E.D.O.C. sur le logement, qui établissent les chiffres précédents, montrent également que l'âge moyen des propriétaires a considérablement baissé : c'est ce qui résulte du graphique ci-dessous, où sont retracés les taux de possession du logement selon l'âge, en 1955 et 1967. (2) Ce sont donc particulièrement des ménages jeunes qui se sont portés acquéreurs sur le marché, plus nombreux que ce n'était l'usage une génération auparavant. S'ils ont pu le faire, c'est grâce à une disposition nouvelle à s'endetter, que traduit l'évolution des encours de prêts à moyen et long terme à la construction, inscrits au passif des ménages : de 14,37 milliards en 1959, ces encours, triplant en 8 ans, ont atteint 45,12 milliards en 1967. (3)

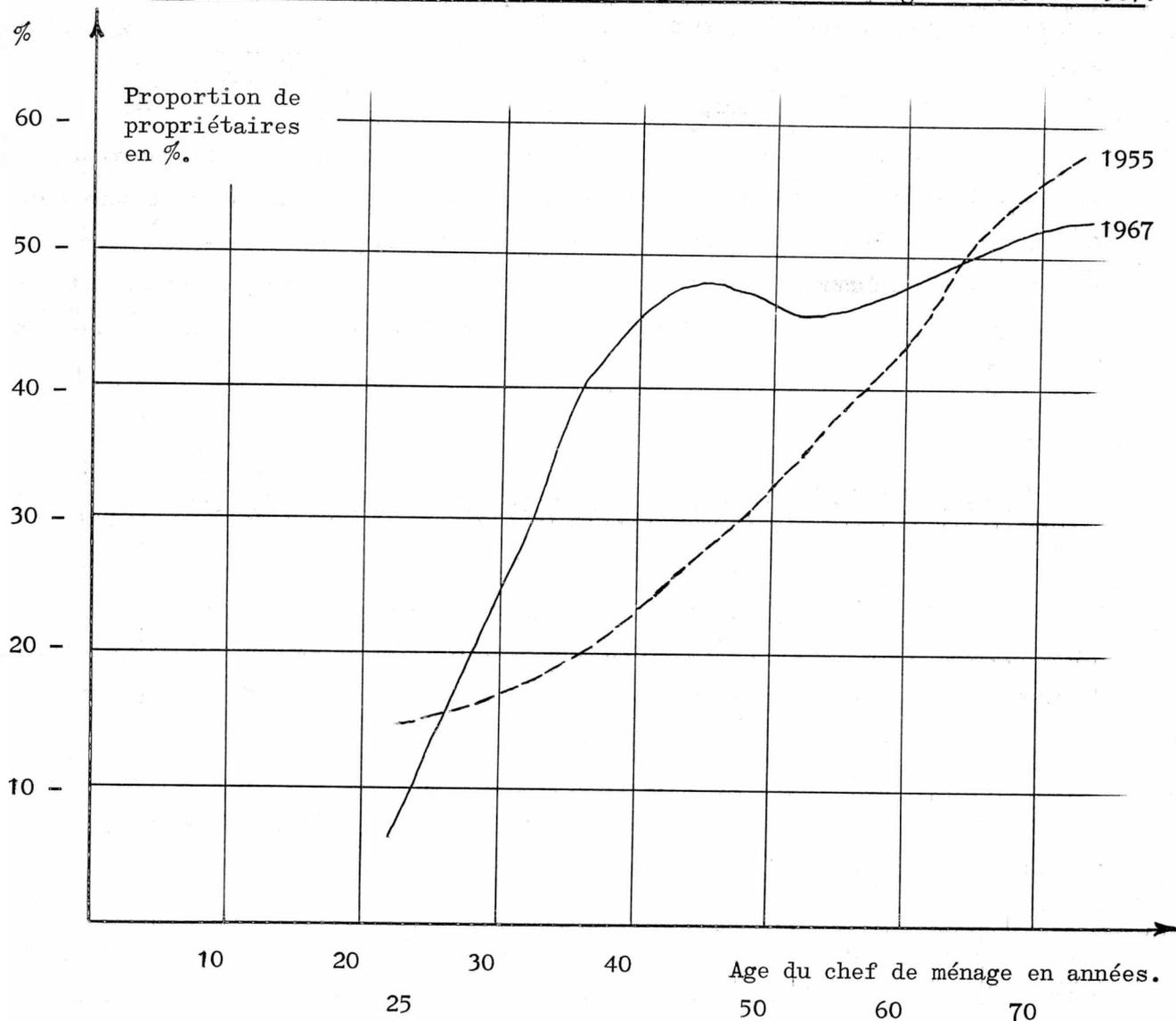
---

(1) C.A. MICHALET 60, page 296 et page 298 - E. MUELLER 67 bis, signale également que ce n'est qu'au cours des années 50 que la croyance en une croissance continue des prix s'est généralisée.

(2) P. DURIF, 21.

(3) C.R.E.P., 11, page 161.

Proportion de propriétaires selon l'âge du chef de ménage en 1955 et 1967.



La conjonction de ces phénomènes se traduit par une hausse importante du nombre des accédants. Ceux-ci sont des ménages propriétaires de leur logement et endettés à ce titre : selon les enquêtes I.N.S.E.E.-C.R.E.D.O.C., leur nombre a évolué comme l'indique le tableau 4, s'accroissant de près de 70 % en six ans.

Tableau 4. - Evolution du nombre des accédants (population non agricole)

	Effectifs (milliers)	En % de l'ensemble des ménages	En % de l'ensemble des propriétaires
1961	973	8,2	20,8
1963	1214	9,3	23,9
1967	1650	11,7	28,1

Il n'est pas surprenant dans ces conditions que les interviews du C.R.E.P. aient pu mettre en évidence le caractère prioritaire de la demande de logement. L'une de ces enquêtes concluait que "la nécessité est admise pour tous les futurs propriétaires de recourir à l'emprunt (pour financer le logement). Cette attitude s'oppose à un comportement plus ancien qui consistait à épargner pendant la majeure partie de la vie active pour acquérir un logement à l'âge de la retraite... L'enquête permet de fixer le début de cette évolution du comportement des ménages aux années qui ont suivi la guerre." (1)

La nouvelle disposition à emprunter s'est également traduite par un accroissement des encours de crédit à la consommation, qui, d'après les rapports annuels du C.N.C., sont passés de 1,35 milliards en 1959 à 7,2 milliards en 1968.

Certes, la conscience d'une hausse permanente des prix n'est pas étrangère

---

(1) C.R.E.P. , 13 pages 204-206.

à ces attitudes, (1) mais il ne faudrait pas voir dans leur apparition une réaction consciente et calculée à l'inflation ; entre la manifestation "objective" du phénomène, et la réaction des ménages, il y a place pour tout un mécanisme d'interprétations qu'il sera nécessaire d'explicitier, pour comprendre l'ampleur, le retard et la persistance de la réaction.

Notons enfin que cette évolution est également apparente dans d'autres pays. R.W. GOLDSMITH a procédé à l'évaluation de l'endettement des ménages des Etats-Unis. En pourcentage de leur revenu personnel disponible, l'endettement nouveau semble avoir évolué comme l'indique le tableau 5.

Tableau 5. - Endettement nouveau des ménages américains, en pourcentage du revenu personnel disponible. (2)

Années	1909 1914	1922 1929	1950 1954	1955 1959	1960 1964
Dettes hypothécaires					
- sur des logements	0,98	2,82	3,00	3,57	3,42
- sur d'autres biens	1,44	0,56	0,40	0,80	1,42
Crédit à la consommation	0,35	0,66	1,19	1,19	1,28

(2) R.W. GOLDSMITH, 30.

(1) E.A. LISLE, 53

C. - FORTE CONCENTRATION DES FORTUNES.

Une troisième proposition peut être avancée avec certitude : la concentration des fortunes, c'est-à-dire la part des patrimoines privés détenue par 10 % des ménages, par exemple, est très élevée, tant en France qu'à l'étranger, et tant aujourd'hui qu'il y a cinquante ans.

Nous ne citerons que quelques sources, à l'appui de cette proposition. En ce qui concerne la France, nous pouvons recourir aux déclarations de succession. Avant 1956, toute succession transmettant un actif brut positif devait être déclarée ; or, le nombre des successions n'atteignait que 50 % du nombre des décès. Depuis 1956, seules les successions de plus de 10.000 F. d'actif brut devaient être déclarées : de ce fait, le nombre de déclarations est tombé de 180.000 à 60.000 en 1957 (1). D'autre part, le tableau 6 retrace la concentration de la fortune dans les déclarations de succession : cette concentration est très forte, puisque 25 % des déclarations de 1962 réunissent 70 % des valeurs énoncées, alors que, d'une part le biais introduit par la formation de l'échantillon tend sans doute à la minimiser et que, d'autre part, seulement 20 % des décès environ ont donné lieu à déclaration.

Fort en France, cette concentration ne l'est pas moins à l'étranger : R. J. LAMPMAN (2) montre, d'après les déclarations de successions, qu'en 1953, 1 % de la ~~population~~ des U.S.A. détenait 30 % de la richesse totale, et que cette concentration est passée par un maximum vers 1929, a décliné jusque 1950 environ pour croître à nouveau, semble-t-il, depuis lors. En ce qui concerne la Grande-Bretagne, LYDALL et LANSING trouvent une concentration plus forte encore qu'aux Etats-Unis, fait qu'ils imputent à la moindre diffusion des actifs réels dans la population. (3)

---

(1) Bulletin S.E.E.F. suppléments 1959, page 1193.

(2) R.J. LAMPMAN, 45 et 46.

(3) H. LYDALL et J.B. LANSING 48 et 56.

Tableau 6. - Répartition de la fortune selon son montant. (1)

Tranche de fortune en F.		10 à 20.000	20 à 50.000	50 à 100.000	100 à 200.000	200 à 500.000	500 et +
1956	% cumulé de la fortune	100	82,9	56,9	37,8	23	11,4
	% cumulé du nombre de déclarations	100	51,46	17,5	6,4	2,06	0,46
1962	% cumulé de la fortune	100	90,48	68,97	49,68	33,24	16,81
	% cumulé du nombre de déclarations	100	61,22	25,59	10,77	4,08	0,9

(1) Données valables seulement pour l'échantillon.

Source : C.R.E.P., 11 page 149.

C'est là un résultat extrêmement important : on peut croire en effet - et l'observation de la "morphologie" des patrimoines le montrera - que le comportement du 1 % des ménages américains les plus riches en moyenne des millionnaires en dollars fin 62 (1), est qualitativement différent de celui des 80 % qui possédaient alors moins de 25.000 dollars...

D. - L'ACTION INCERTAINE DES TAUX DE RENDEMENT.

Notre dernière proposition a une forme paradoxale : on ne peut affirmer que les variations des taux de rendement ont une influence évidente sur les choix de patrimoine des ménages. Le fait qu'on ne puisse à l'heure actuelle affirmer le contraire n'enlève que peu de chose à cette proposition : si, et dans la mesure où les taux de rendement exercent une influence, celle-ci n'est pas immédiate et son processus doit être explicité. Il s'agit donc d'un constat d'échec, dont nous tirons une conclusion positive : le problème doit être reformulé.

a) Les tentatives d'appréciation de l'incidence des taux de rendement.

Dans ce domaine, les études empiriques sont assez rares et incertaines. Les unes sont des analyses économétriques de séries temporelles ; d'autres sont des résultats d'enquêtes.

.1. Analyses économétriques.

Les analyses économétriques ont cherché à établir l'existence d'une sensibilité de la demande de monnaie au taux d'intérêt. Pour retenir les études récentes, on peut noter que LAIDLER (2) constate l'existence d'une élasticité de la demande d'encaisses par rapport au taux à court terme, mais trouve que cette élasticité est faible. LEE (3) conclut dans le même sens, puisqu'il observe que la sensibilité est élevée lorsque le taux d'intérêt retenu est celui des créances à court terme des intermédiaires non bancaires.

---

(1) Federal Reserve Bulletin, Mars 64.

(2) LAIDLER, 44.

(3) LEE, 49.

En sens inverse, HAMBURGER voit dans le rendement des titres à long terme le déterminant essentiel des fluctuations de l'encaisse (1) ; et c'est en utilisant le taux de revenu (dividende/cours) des valeurs à revenu variable que COSTE (2) établit les relations les plus claires.

Une incertitude pèse donc sur le choix du taux d'intérêt et l'amplitude de l'effet. Une autre incertitude apparaît dans la question de savoir quels sont les substituts de la monnaie: alors que LEE conclut que les dépôts en "savings and loans" - à mi-chemin entre les caisses d'épargne et le crédit mutuel - figurent parmi les meilleurs substituts, HAMBURGER ne trouve pas qu'il y ait lieu de voir dans les actifs liquides des substituts meilleurs que les autres actifs. En fait, HAMBURGER parvient à être plus précis : il estime que les actifs monétaires et quasi-monétaires sont de bons substituts des obligations, tandis que les actifs quasi-monétaires ne sont que des mauvais substituts des actions. On peut en conclure que celles-ci et l'ensemble des actifs liquides + obligations formeraient donc deux catégories distinctes : au sein de chacune, on observerait des réactions aux taux de rendement, qu'on n'observerait pas entre elles.

Il ne convient pas d'attacher une force probante à ces contradictions, qui peuvent ne représenter que des incertitudes propres à toute phase initiale d'une recherche. La conclusion que l'on peut en tirer est qu'il est nécessaire, avant de continuer à investir des heures d'ordinateur (3), de préciser le corps d'hypothèses. Les résultats d'enquêtes peuvent aider en ce sens.

---

(1) HAMBURGER, 32

(2) COSTE, 7

(3) Sur ce sujet, on peut se référer particulièrement à une publication de WATTS et TOBIN, 89.

.2. Enquêtes.

Précisément, les enquêtes révèlent tout d'abord que les ménages ignorent quels sont les taux d'intérêt, et que, lorsque même ils les connaissent, ils n'en font que rarement une variable de décision.

Le C.R.E.P. a collecté à ce sujet diverses études allemandes (1).

B. WISSMAN (2) en particulier, a montré, en étudiant les dépôts d'épargne, que des réactions au taux d'intérêt sur ces dépôts n'apparaissent que chez les déposants dont l'avoir dépasse 5.000 dollars, soit 2 % des porteurs, et que l'âge est aussi un facteur conduisant à une plus grande sensibilité.

De son côté, G. SCHMOLDERS a constaté qu'une forte minorité des épargnants ignore le taux servi par les caisses d'épargne, et que ceux qui le connaissent y attachent peu d'importance : il y aurait une "plage" au sein de laquelle les variations ne seraient pas ressenties. Cet auteur estime toutefois que la sensibilité au taux de rendement croît avec le niveau d'éducation : en cela, il est suivi par M. KREININ pour les U.S.A. (3)

Toujours dans le même sens, E. MUELLER et H. OSBORNE notent (4) qu'un douzième seulement des enquêtés réagit au taux d'intérêt. Ces auteurs révèlent de plus que ce n'est pas comme substituts, mais en addition à leur dépôt d'épargne que les ménages acquièrent des valeurs mobilières : cela rejoint d'ailleurs certaines conclusions de B. WISSMAN.

D'autres enquêtes ont cherché à définir le comportement des ménages jouissant de hauts revenus. MORGAN, BARLOW et BRAZER d'une part, KATONA et LANSING d'autre part, (5) ont ainsi constaté chez ces ménages une activité supérieure à la moyenne,

---

(1) C.R.E.P., 17

(2) WISSMAN B., 90

(3) G. SCHMOLDERS, 81            M.E. KREININ, 42

(4) E. MUELLER et H. OSBORNE, 67

(5) N. MORGAN, R. BARLOW, H. BRAZER, 65    KATONA, LANSING, 47.

c'est-à-dire des révisions de structure plus fréquentes : mais, eu égard à l'ensemble de la population étudiée, MORGAN, BARLOW, BRAZER n'en estiment pas moins que "les activités économiques de l'essentiel de l'échantillon n'étaient pas dominées par les calculs précis de gain monétaire".

Ces résultats permettent déjà de mieux discerner l'importance que revêt le phénomène de la concentration des fortunes : s'il existe des réactions au taux d'intérêt, elles sont le fait d'une catégorie déterminée de ménages, les ménages fortunés. Ces ménages sont rationnels au sens où la théorie l'entend ; quelle est la rationalité des autres ? Nous allons ici anticiper sur les développements ultérieurs en évoquant une interprétation importante, celle de D.S. PROJECTOR.

b) Interprétation de l'incidence des taux d'intérêt.

Si les calculs précis du gain monétaire ne dominent pas le comportement de la majorité, il est naturel de chercher dans la nature d'usage des actifs les raisons de leur choix.

D.S. PROJECTOR, dans une étude célèbre: (1) distingue la "richesse nette" - valeur nette du bilan - et le "portefeuille" (2) : "Alors que la propriété d'un logement, d'une automobile, et l'investissement dans une entreprise personnelle font indubitablement partie de la richesse d'un individu, il est douteux que les décisions touchant à ces actifs soient gouvernées par les facteurs qui décident du choix entre les actifs tels que les comptes d'épargne, les titres et les obligations" car ... il existe un lien entre ces actifs et le mode de vie et "les révisions du portefeuille peuvent sans doute être opérées plus librement en réaction aux incitations de rendement, que les révisions qui impliquent des changements du mode de vie ou de la profession."

---

(1) D.S. PROJECTOR, 73

(2) La littérature américaine donne à ce terme une acception beaucoup plus large que celle du portefeuille de titres : il recouvre en pratique tous les actifs financiers, en excluant parfois l'assurance-vie.

Ainsi, il existerait une liaison entre la détention de certains actifs et le mode de vie du ménage; de ce fait, le choix de ces actifs limite l'influence que peut avoir, lorsqu'elle existe, la recherche du rendement. Cette liaison d'autre part, suggère a contrario que le choix de ces actifs dépend en grande partie du choix d'un mode de vie et pose la question de savoir par quel processus un ménage en vient à choisir un mode de vie déterminé.

En réalité, D.S. PROJECTOR semble, dans ce passage, suggérer que le choix d'actifs financiers relève quant à lui de la logique du gain monétaire. Il n'y a pas lieu cependant de se refuser à étendre son intuition à ce type de choix. Au contraire, diverses études suggèrent que les actifs financiers eux-mêmes ont des fonctions spécifiques. C'est ainsi que GUTHRIE, analysant la détention d'actifs liquides remarque qu'il ne paraît pas y avoir d'effet de substitution entre le logement et ces actifs, sauf pour le groupe peu important des célibataires à hauts revenus ; ceci l'amène à se demander si, au lieu de se représenter les choix de placement comme l'affectation de la richesse totale, il ne faut pas considérer que chaque type d'actif a un niveau désiré et qu'il n'y a pas de problème de portefeuille (1). De même, CAGAN, s'intéressant à la formation des plans de retraite, non seulement ne trouve pas de relation de substitution entre ces plans et d'autres formes d'épargne, mais n'en trouve pas non plus entre les autres composantes de l'épargne. (2)

CLAYCAMP enfin, reprend ces études en formulant l'hypothèse que la détention de chaque actif est indépendante de celle des autres actifs : cette hypothèse est globalement vérifiée par les faits, sans que la taille réduite de son échantillon lui permette d'être très affirmatif. CLAYCAMP fournit alors une explication de ce phénomène en suggérant que chaque actif est détenu pour plusieurs motifs, et que deux actifs peuvent être complémentaires sous un certain rapport et substituables sous un autre (3).

---

(1) H.W. GUTHRIE, 31

(2) P. CAGAN, 3

(3) CLAYCAMP, 5.

Au total, sans exclure la possibilité d'un calcul financier, il paraît souhaitable de ne pas réduire à la description d'un tel calcul la représentation des choix des ménages. Cette conclusion se déduit de ce paragraphe : elle est aussi un enseignement des précédents.

L'idée essentielle que suggère cette toile de fond est que les ménages sont autre chose que des mauvais financiers : leur "ignorance" ne suffit pas à expliquer leur inertie : il faut que l'on tienne compte de l'existence d'une liaison entre la détention d'actifs et le choix d'un mode de vie.

C'est par rapport à cette idée que la morphologie des patrimoines prend son sens.

- SECTION III. -

MORPHOLOGIE DES PATRIMOINES

Une variété de critères de tri peut être utilisée pour procéder à la description des structures patrimoniales : l'âge, la catégorie socio-professionnelle, le revenu, la fortune, le ratio fortune/revenu etc... peuvent être à des titres divers des variables explicatives.

Nous choisissons d'utiliser ici l'âge et le niveau de fortune : l'âge, parce qu'il a une incidence intuitive sur les préoccupations du ménage, et il convient d'étudier si cette incidence se traduit au niveau des choix de patrimoine ; le niveau de fortune, qui par le simple fait intuitif de la division des risques doit introduire une différenciation des structures.

A. - STRUCTURE PATRIMONIALE ET NIVEAU DE FORTUNE.

L'impression générale que donne l'observation des structures patrimoniales selon le niveau de fortune est qu'il existe une liaison entre ces variables. Orientée vers la production de services d'usage fournis par des actifs réels et des liquidités, la structure des patrimoines "moyens" est différente de celle des patrimoines les plus élevés dans lesquels les actifs proprement financiers occupent une place prépondérante.

Nous n'allons utiliser ici que certaines des indications statistiques disponibles, étant entendu que d'autres études confirment de manière générale la proposition ci-dessus.

Il faut noter cependant que les auteurs utilisent plus fréquemment la variable "revenu" que la variable "fortune" comme critère de tri : s'agissant d'expliquer la composition d'un stock, et sachant que les ménages les plus fortunés ne sont pas ceux qui ont les plus hauts revenus, l'emploi d'une variable de stock paraît pourtant plus recommandable.

a) En France.

Pour étudier le cas français, nous utiliserons les déclarations de successions et l'enquête pilote "salariés-inactifs" du C.R.E.P. La première source, nous l'avons dit, est entachée de biais : elle sous-estime la part des actifs financiers. La seconde échappe à ce biais, mais ne porte en revanche que sur un effectif réduit.

.1. La fortune totale.

Les tableaux 7 et 8 retracent la composition des patrimoines regroupés selon le niveau de fortune, d'après chacune de ces sources. Il apparaît immédiatement que ces deux tableaux ne conduisent pas tout à fait aux mêmes conclusions.

Le tableau 7 montre que la part du portefeuille est une fonction croissante, et celle des actifs immobiliers une fonction décroissante du niveau de fortune.

Le tableau 8 manifeste de son côté une croissance de la part des actifs immobiliers, qui atteint un maximum dans les patrimoines de 65 à 85.000F, et chez les ménages jeunes, au delà de 200.000 ; une décroissance de celle des liquidités et de l'épargne liquide, après un maximum atteint à 1500 - 3500 ; une décroissance de celle des biens durables ; et une absence presque totale de portefeuille.

Un examen attentif montre que ces indications ne sont pas contradictoires. Les deux échantillons ne se recoupent en effet que très partiellement, l'échantillon "salariés-inactifs" comportant de nombreux patrimoines inférieurs à 10.000 F, et l'échantillon "successions" s'étendant bien au delà de 200.000 F. Or, il faut remarquer que dans cet échantillon, un "seuil" paraît être franchi autour de ce cap de 200.000 F, la part des valeurs immobilières double d'une classe à l'autre.

Tableau 7. - Structure du patrimoine selon le niveau de fortune. - 1962 (1)

ACTIF TOTAL	Valeurs Mobil. et Bons du Trésor	Autres Meubles	Fonds de Commerce	Meubles Corporels	Immeubles bâti	Immeubles non bâti
10 à 20.000	5,8	14,2	5,2	6,8	44,6	22,9
20 à 50.000	8,4	11,9	12,7	7,1	39,4	20,3
50 à 100.000	13,2	20,5	5,2	5,7	36,2	18,9
100 à 200.000	20,4	15,1	6,6	5	32,5	20,2
200 à 500.000	40,7	9,4	4,7	3,8	25,4	15,8
500 à 1.000 000	39	8,7	4	4,7	24,7	18,7
1.000 000 et +	52,5	8,3	2,3	3,5	19,4	13,9

(1) Successions de plus de 10.000 F

Autres meubles : numéraires, dépôts, livrets, créances...

Fonds de commerce : offices ministériels, clientèles, fonds de commerce.

Meubles corporels: matériel agricole, cheptel, autres meubles corporels.

Tableau 8. - Structure de la fortune des ménages salariés et inactifs selon le niveau de fortune. 1964 (1)

Fortune		- de	1500	3500	7000	15000	35000	55000	85000	200000
Actifs		1500	à 3500	à 7000	à 15000	à 35000	à 55000	à 85000	à 200000	et +
Moins de 45 ans	Logement				5,2	15,2	44,1	63,7	55,6	66,1
	Autre immobilier				2,5	6,2	16,8	5,5	16,5	14,5
	Biens durables	84,2	43,4	54,1	37	10	6,7	5,7	3,5	2,4
	Liquidités	10	14,3	19,8	20,7	12,1	6	4,6	1,9	1,4
	Caisse d'épargne	5,7	31,7	12,9	9,2	13,6	5,8	2,8	2,1	0,3
	Portefeuille					0,1	8,6	1		1,9
	Créances		0,9		0,9				0,4	
	Assurances		9,3	13,1	23,9	42,6	12,7	16,4	19,5	13
	Effectifs (2)	53	46	63	58	47	34	49	53	15
Plus de 45 ans	Logement	2	5,3		12,4	34,6	47,3	64,3	55,2	23,5
	Autre immobilier		4,2	2,4	14,5	16,3	31,7	7,8	13,8	46,4
	Biens durables	81,2	41,6	38,4	12,2	9,8	5,8	4,1	3,2	1,7
	Liquidités	12,5	10,7	22,6	19,7	9	4,5	3,1	6	2,9
	Caisse d'épargne	2	38,2	17,8	35,7	12	6,8	8,1	5,6	1,6
	Portefeuille			4,6		5,6	1	4	4,7	10,5
	Créances			2,2		0,6				3,8
	Assurances			12,2	5,6	12	2,8	8,5	11,4	9,7
	Effectifs (2)	68	35	35	36	53	58	52	50	9

(1) C.R.E.P., 12 T.II page 23. Données en pourcentage de l'actif brut.

(2) Effectifs pondérés, en nombre de ménages.

L'idée générale que suggère cette comparaison est donc la suivante : primauté dans les petits patrimoines des liquidités et biens durables, suivie du développement des postes immobiliers, et enfin, recul relatif de ceux-ci au profit des valeurs mobilières.

Pour représenter ces résultats de manière concise, on peut effectuer des régressions simples, qui n'ont qu'une valeur d'illustration, puisqu'elles représentent des modèles très rudimentaires. En utilisant le classement des successions en 10 tranches que fournit l'administration, nous avons estimé :

$$\begin{aligned} \text{Log}_{10} \overline{\text{V.M.}} &= 1,492 & \text{Log}_{10} \overline{\text{F}} &= 1,863 & (r = 0,9992) \\ & (0,02) & & (0,05) & \\ \\ \text{Log}_{10} \overline{\text{I.B.}} &= 0,842 & \text{Log}_{10} \overline{\text{F}} &= 0,129 & (r = 0,999) \\ & (0,013) & & (0,03) & \\ \\ \text{V.M./F} &= 0,220 & \text{Log}_{10} \overline{\text{F}} &= 0,276 & (r = 0,98) \\ & (0,15) & & (0,38) & \\ \\ \text{I.B./F} &= - 0,116 & \text{Log}_{10} \overline{\text{F}} &+ 0,598 & (r = 0,99) \quad (1) \\ & (0,006) & & (0,014) & \end{aligned}$$

où V.M., I.B. et F sont des montants de valeurs mobilières, immeubles bâtis et fortune totale pour chaque classe de déclarations, et où les mêmes symboles sur-lignés désignent les valeurs moyennes par déclaration dans chaque classe.

---

(1) La valeur excessivement élevée des coefficients r pour ces régressions tient naturellement au regroupement des données en classes très agrégées. Ce ne sont donc pas les coefficients qui méritent de retenir l'attention, mais la comparaison des paramètres des différentes fonctions.

L'élasticité - fortune des valeurs mobilières est donc sensiblement plus élevée que celle des actifs immobiliers. De même les élasticités calculées au point moyen à partir de régressions arithmétiques pour l'enquête "salariés-inactifs" diffèrent sensiblement d'un actif à l'autre : (1)

Actif \ Age	Moins de 45 ans	Plus de 45 ans
Logement	1,9	1,5
Autre immobilier	1,6	1,3
Portefeuille	-	1,57
Liquidités	0,46	0,81
Créances	0,37	0,50

.2. Les valeurs mobilières.

Il est intéressant de noter qu'au sein même d'une des catégories d'actifs, les valeurs mobilières, des modifications de structure sont observables. A mesure que l'on accède à des portefeuilles-titres plus importants, la part des titres "risqués" - actions et valeurs étrangères - croît.

Le tableau 9 est caractéristique à cet égard, encore que les portefeuilles y soient ordonnés par tranche d'actif brut total. Une enquête à grande échelle du C.R.E.P. , actuellement en cours, paraît devoir confirmer ces résultats.

---

(1) C.R.E.P., 12 T.II, page 46.

Tableau 9. - Structure des portefeuilles suivant le niveau de fortune. - 1956

Tranche d'actif brut total	Rentes	Bons du Trésor	V.R.F.	V.R.V.	Parts	V.E.	Portefeuille moyen (1)	Taux de diffusion (2)
10 à 20.000	9,9	4,5	42,4	34,7	5,7	2,8	5,83	26,6
20 à 50.000	6,3	2,9	30,8	46,9	9,2	5,9	13,2	37,9
50 à 100.000	3,9	1,7	20,1	57,7	11,9	4,7	34	
100 à 200.000	2,4	0,9	10,5	62,1	17,2	6,9	81,9	50,1
200 à 500.000	1,5	0,3	6,5	65,1	14,5	12	176,5	80,3
500.000 et +	1,3	0,1	2,8	63,4	17,5	14,9	770	84,7

Source C.R.E.P. , 11 page 125.

- (1) Calculé en prenant au numérateur le montant déclaré dans la catégorie d'actif brut et au dénominateur le plus grand des deux nombres de déclarations d'obligations et d'actions. En milliers de francs.
- (2) Au numérateur, le dénominateur ci-dessus et au dénominateur, le nombre de déclarations de la catégorie.

Ce phénomène est très intéressant si l'on considère que la concentration du portefeuille est encore plus forte que celle de l'actif brut total. Pour une grande banque française, il y a quelques années, le coefficient de concentration des dépôts de titres atteignait 0,87 ; la moyenne des dépôts était de 30.000 F environ, l'écart-type dépassant 110.000... Or une telle banque n'attire ni les tout petits portefeuilles, ni les très gros. De même, dans les déclarations de succession de 1956, les titulaires de fortunes supérieures à 500.000 F représentent 1 % des porteurs de titres, et ceux des fortunes supérieures à 200.000 F, 2,7 % ; leurs déclarations réunissent respectivement 26,2 et 46 % des titres déclarés. (1)

b) Aux Etats-Unis.

On trouve la confirmation de tout ceci dans plusieurs études anglo-saxonnes ; R.J. LAMPMAN en particulier a insisté sur la concentration des avoirs par types d'actifs. Il conclut que : "Le schéma d'investissement des plus riches est très différent de celui de la population totale. Les différences les plus frappantes sont la part plus que proportionnelle de leurs actifs en valeurs mobilières et leur part moins que proportionnelle de leurs actifs immobiliers". (2)

L'étude la plus directement utilisable est cependant celle de D.S. PROJECTOR, qui a étudié les résultats du Survey of Financial Characteristics of Consumers en utilisant principalement la mesure de l'élasticité - fortune comme outil analytique (3)

Le tableau 10 retrace ainsi la part de quatre groupe d'actifs dans la fortune nette des ménages de 35 à 45 ans, classés selon le niveau de fortune. Y figure également le taux de diffusion de ces groupes d'actifs. Ce tableau s'interprète très simplement :

- 
- (1) Rappelons que des réserves méthodologiques doivent être faites au sujet d'un tel calcul, mais qu'elles ne conduisent pas à changer la nature du phénomène.
- (2) R.J. LAMPMAN, 45 page 135
- (3) D.S. PROJECTOR, 73.

- le logement et les actifs liquides représentent une part décroissante de la fortune, et leur diffusion maximale est atteinte assez tôt ;
- actifs professionnels et actifs d'investissement (valeurs mobilières et logement de rapport) suivent un schéma opposé.

D.S. PROJECTOR a cherché à préciser ceci en établissant des corrélations entre le montant détenu sous forme d'un actif donné, et la richesse totale du ménage. Les droites de régression utilisées sont :

$$\text{Log } y = \text{Log } a + b \text{ Log } x$$

où x représente la fortune totale et y le montant détenu sous forme de l'actif considéré. Le tableau 11 reproduit ces résultats, qui montrent la place particulière occupée par les "actifs d'investissement" et en particulier les actions, ainsi que, pour les ménages de plus de 55 ans, par les actifs professionnels.

Il est sans doute peu utile d'accumuler d'autres références : on peut, semble-t-il, considérer que par rapport au logement, qui occupe une place centrale, biens durables et liquidités sont des biens "de première nécessité", cependant que les valeurs mobilières sont des biens "de luxe". Un tel ordre des préférences est-il le reflet d'une politique de division des risques ? Il ne le semble pas. Tout se passe comme s'il existait une "hiérarchie des urgences" et comme si cette hiérarchie était "projetée" sur un axe particulier, le niveau de fortune. Par contre, au delà d'un certain point - 200.000 F avons nous suggéré dans les déclarations de succession de 1962, 20.000 dollars dans l'étude de D.S. PROJECTOR - il semble que les fonctions élémentaires auxquelles répondent actifs liquides, biens durables, logement, sont assurées, et que la gestion du surcroît s'inspire alors beaucoup plus de considérations financières : c'est l'interprétation que l'on peut donner intuitivement à l'évolution des portefeuilles selon leur valeur.

Cette hypothèse, si elle est fondée, doit se prêter également à l'étude des structures patrimoniales selon l'âge du chef de ménage.

Tableau 10. - Structures patrimoniales selon le S.F.C.C. - 1962 Ménages de 35 à 54 ans (1)

Fortune nette en dollars	Logement		Actifs professionnels		Actifs liquides		Actifs d'investissement	
	Part dans le total (2)	Taux de diffusion	Part dans le total	Taux de diffusion	Part dans le total	Taux de diffusion	Part dans le total	Taux de diffusion
0 - 999	17	8	23	2	21	31	-	-
1 - 5000	47	55	7	8	19	75	3	8
5 - 10.000	57	81	5	15	13	90	5	24
10 - 25.000	53	88	9	20	12	94	10	40
25 - 50.000	37	84	20	40	12	99	14	60
50 - 100.000	22	88	31	67	10	99	27	87
100 - 500.000	16	97	22	70	8	99	44	96
500.000 et +	4	69	33	73	1	100	26	76

(1) D.S. PROJECTOR, 73

(2) En % de l'actif brut.

Tableau 11. - Elasticité fortune d'éléments du patrimoine. (1)

Paramètres de  $\text{Log } y = \text{Log } a + b \text{ Log } x$

	Moins de 35 ans		35 - 54 ans		55 ans et +	
	Log a	b	Log a	b	Log a	b
	Logement	- 0,57	1,04	- 0,57	1,04	- 0,44
Automobile	1,46	0,36	1,13	0,44	- 0,09	0,66
Actifs professionnels	- 1,84	1,20	- 1,08	1,03	- 3,57	1,55
Actifs liquides	0,48	0,65	- 0,22	0,84	0,07	0,81
Actifs d'investissement	- 3,96	1,70	- 4,30	1,77	- 1,64	1,18
dont :						
Actions	- 2,46	1,46	- 2,90	1,53	- 3,49	1,64

(1) D.S. PROJECTOR, 73

B. - STRUCTURES PATRIMONIALES ET AGE.

De fait, l'évolution des structures patrimoniales avec l'âge présente certaines régularités : "comme les gens passent de la jeunesse à l'âge mûr, et de celui-là à la vieillesse et à la sénilité, leur comportement économique traverse diverses étapes. Le schéma de ces étapes est assez stable dans tout pays et à toute époque pour justifier que nous le dignifions du titre d'un "cycle économique de vie". (1)

Cette situation doit être interprétée avec prudence : l'âge qui intervient ici n'est pas essentiellement l'âge physique ; il s'agit d'un âge économique et social, c'est-à-dire d'une variable très complexe où interviennent non seulement les liaisons entre l'âge physique et les revenus, mais aussi la manière dont ces liaisons sont perçues et rationalisées : moins que l'âge, c'est l'appartenance au groupe des ménages qui ont un âge donné qui importe. Ceci veut dire d'une part que les effets d'âge et de génération sont étroitement associés ; d'autre part que la variable qu'il faudrait idéalement employer est une variable plus complexe que l'âge physique, qui pourrait être par exemple le croisement âge  $\times$  catégorie socio-professionnelle, ou âge  $\times$  niveau d'éducation, etc...

Nous allons donc procéder en trois temps : apprécier les liens entre âge et contexte économique ; suivre l'évolution moyenne des patrimoines avec l'âge ; introduire les différentiations liées à la profession. En tout cela, nous en resterons aux données concernant la France, bien qu'en raison de la dictature de la notion de revenu, l'âge soit un critère de tri peu usité : il est entendu que les enquêtes anglo-saxonnes conduisent à des propositions très voisines de celles que nous allons avancer.

---

(1) H. LYDALL, 55

a) L'âge et le cycle économique du ménage.

Le revenu du ménage connaît un maximum au cours de la vie active, tandis que le patrimoine "plafonne" à la fin de la vie.

Les tableaux 12 à 14 traduisent cette évolution. Le tableau 12 est extrait de l'enquête "salariés-inactifs" ; la forme particulière de la courbe de patrimoine paraît traduire un effet de génération sur lequel nous aurons à revenir. Cet effet n'apparaît pas dans les déclarations de succession, peut-être parce que celles-ci forment un échantillon beaucoup plus vaste.

Naturellement, ces courbes ne traduisent pas à proprement parler la "trajectoire" des ménages dans le temps, mais les positions relatives de différents ménages à un moment donné. Les "trajectoires" des ménages ont, en raison de la croissance inflationniste, des pentes plus positives que celles de ces courbes (1).

Le fait remarquable de ces tableaux est la non décroissance de la valeur moyenne du patrimoine. Il faut relever cependant que cette stabilité est la stabilité du patrimoine moyen : les études de LAMPMAN aux U.S.A. montrent que la dispersion des patrimoines individuels s'accroît avec l'âge. De telles données ne sont pas actuellement disponibles pour la France ; il n'est pas invraisemblable cependant que ce soit également le cas.

Une indication importante en ce sens est que très peu de ménages de l'enquête "salariés-inactifs" ont déclaré toucher des revenus du capital : ce sont les revenus de pensions qui assurent en fait - et assez mal - les ressources du vieil âge, Cette situation doit cependant être corrigée pour tenir compte des transformations patrimoniales qui précèdent la retraite : sans que l'enquête puisse en rendre compte, il est plausible qu'une partie des revenus de pensions provient en fait de cotisations rachetées avant la retraite ; de même, une partie des actifs immobiliers est à cette époque acquise en vue de fournir un revenu fictif. Il est donc difficile de trancher cette question.

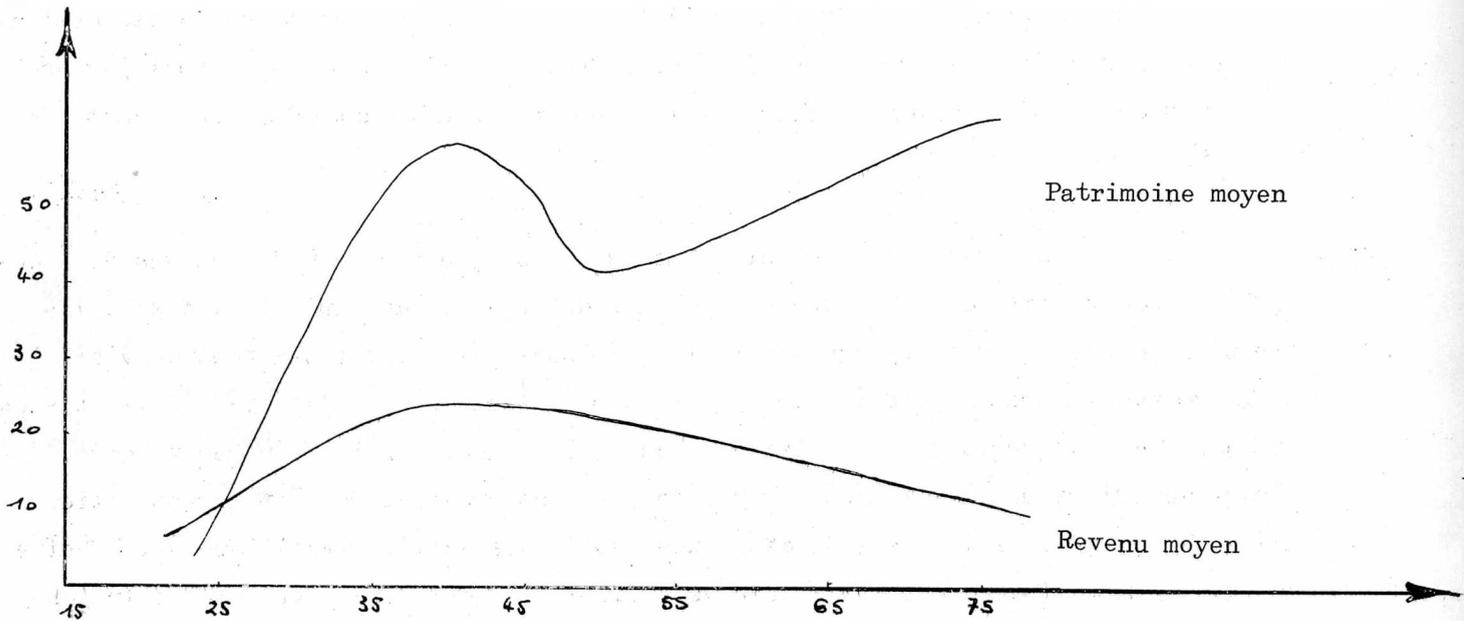
---

(1) H.P. MILLER, 62

Tableau 12. - Revenu et Patrimoine moyens selon l'âge du chef de ménage.  
"Salariés-Inactifs".(1)

Age	0 - 25	25 - 34	35 - 44	45 - 54	55 - 64	65 et +
Revenu moyen	12390	15610	19340	17300	15330	7280
Patrimoine moyen	2830	27240	62540	40270	51150	53170
Patrimoine/revenu	0,21	1,7	3,2	2,3	3,2	7,2

Représentation du tableau 12.



(1) C.R.E.P., 12 T.I France, 1964.

Tableau 13. - Revenu global moyen par ménage en 1962. (Milliers de F) (1)

C.S.P. \ Age	0-25	25-30	31-40	41-50	51-60	61-65	65 et +
Exploitants Agricoles	3	3,3	3,5	3,8	4,1	3,5	5,2
Salariés Agricoles	4,5	4,9	5,6	6,2	6		
Professions Indépendantes	11	13,9	18,2	21	22,1	20	14,7
Cadres supérieurs	13,3	19,4	29,2	33,5	38,6	45,7	54,4
Cadres moyens	11,6	13,9	17	18,8	21,6	18,9	25,2
Employés	8,8	10,2	11,3	12	12,6	10,9	9
Ouvriers	9,1	9,4	9,5	10,4	10,3	8,6	6,6
Ensemble	8,7	10	11,7	12,9	12,4	9,4	7,4

(1) Source : I.N.S.E.E., 78 page 27

Tableau 13. - Actif brut moyen par déclaration de succession en 1962 (Milliers de F) (1)

	20-30	30-40	40-50	50-60	60-70	70-80	80 et +
Montant moyen déclaré	39,3	57	79,9	80,1	84,4	78,7	80,9
Taux de déclaration (1) (déclarations/décès) en %	6,1	13,9	19,2	24,7	28,4	24,3	17,3

b) L'évolution des structures patrimoniales.

L'enquête "salariés-inactifs" et les déclarations de successions (tableaux 15 à 17) conduisent aux conclusions suivantes.

- La part du logement dans l'actif brut atteint un plafond vers 40 ans, et demeure stable par la suite. En réalité, cette part continue de croître lorsque l'on raisonne en termes de valeur nette : en effet, l'endettement immobilier, ainsi que la proportion de ménages endettés, sont maxima à cet âge (2). Simultanément, le taux de possession du logement principal atteint son maximum à cet âge.

- Biens durables et liquidités voient leur part relative décroître systématiquement avec l'âge : leur taux de diffusion est très élevé dès le début; et les avoirs moyens en ces actifs sont stables.

---

(1) C.R.E.P., 11 page 133. Déclarations de plus de 10.000 F. d'actif brut.

(2) C.R.E.P., 12 page 274

Tableau 15. - Structure de l'actif brut par classe d'âge (en %)

Ménages salariés et inactifs - 1964 (1)

	25	25-34	35-44	45-54	55-64	65 et +
Logement principal	-	39	59	41	46	53
Autres biens imm.	-	10	13	25	25	18
Biens durables	6	10	5	6	3	2
Liquidités	93	5	4	5	6	4
$\frac{1}{2}$ Liquidités	1	6	2	4	8	9
Portefeuille	-	ε	3	5	4	12
Créances	-	-	ε	2	2	1
Assurance-vie	-	30	14	12	6	1
Total	100	100	100	100	100	100

(1) C.R.E.P., 12 page 112

Tableau 16. - Taux de diffusion et niveau de détention moyen par porteur de différents actifs. Salariés et inactifs 1964.

(Milliers de F) (1)

	0-25	25-35	35-45	45-55	55-65	65 et +
Logement de jouissance	0 0	25 (43)	40 (91)	32 (51)	44 (55)	40 (66)
Autres biens immobiliers	0 0	7 (37)	13 (63)	20 (51)	22 (55)	10 (100)
Biens durables	54 (0,6)	85 (3)	93 (3)	93 (3)	83 (2)	80 (2)
Liquidités	84 (3)	45 (3)	55 (4)	44 (4)	52 (4)	40 (6)
Semi-liquidités	38 ( )	52 (3)	53 (3)	40 (4)	65 (6)	45 (10)
Portefeuille	0 0	3 (2)	10 (15)	7 (27)	12 (18)	15 (40)
Passif	0 0	19 (14)	33 (15)	29 (14)	13 (15)	4 (14)

Le chiffre du haut représente le taux de diffusion des types d'actifs, le chiffre entre parenthèses la valeur moyenne par ménage porteur, en milliers de F.

(1) C.R.E.P. 12 T.I

Tableau 17. - Structure de l'actif des déclarations de 1962. - (1)  
en % de l'actif brut total

Age	Valeurs mob. Bons du Trés.	Autres meubles	Fonds de commerce	Meubles corporels	Immeubles bâtis	Immeubles non bâtis	Fortune moyenne (1.000 F)
20-30	14	20,5	6,9	12,4	27,1	19,1	39,3
30-40	12,9	15,8	9,9	11,9	33,7	15,7	57
40-50	12,3	15,1	17,2	9,1	29,6	16,7	79,9
50-60	15,9	13,7	12,4	7,5	33	17,5	80,1
60-70	20,9	15,5	7,9	6,6	31,4	17,8	84,4
70-80	22,6	12,0	6,3	4,3	35	19,9	78,7
80 et +	23,5	13,4	1,3	4,2	35,7	21,8	80,9

Tableau 17 bis. - Autre regroupement.

	Valeurs mobilières	Autres avoirs mobil.	Immeubles
Ensemble .....	16,94	30,22	49,84

(1) Source C.R.E.P., 11 page 139 . Voir note page suivante.

- On assiste à partir de 50 ans à un accroissement relatif et à une diffusion plus étendue des semi-liquidités, du portefeuille et des autres actifs immobiliers. En réalité, des portefeuilles sont détenus en assez grand nombre par les ménages de moins de 50 ans. Cette situation s'éclaire lorsque l'on considère la composition de ces portefeuilles suivant l'âge. A cet égard, les déclarations de succession de 1956 montrent que, si le taux de diffusion croît jusque 60 ans, il n'en va pas de même de la valeur du portefeuille, qui est indépendante de l'âge. Il faut donc se demander si les portefeuilles des jeunes ménages ne sont pas des portefeuilles hérités.

Ces conclusions suggèrent l'existence d'un ordre de priorités qui conduit à retarder la réalisation des placements financiers. L'examen de la structure de l'épargne des ménages salariés inactifs confirme cette hypothèse : au très gros effort d'équipement des ménages de plus de 45 ans succèdent le désendettement des ménages de 45 à 55 ans et les placements de ceux de 55 à 65 ans. (Tableau 18)

Cet "ordre de priorités" est évidemment compatible avec celui qu'a révélé l'examen des structures patrimoniales selon le niveau de fortune. En est-il la simple transposition ? C'est là une question délicate ; la question est de savoir si le fait d'appartenir à une certaine classe d'âge modifie la préférence des ménages, ou si l'évolution observable des structures est le simple résultat de la croissance de la fortune moyenne et peut-être de la dispersion avec l'âge. Différents éléments sont disponibles pour répondre à cela : d'une part, nous avons observé précédemment qu'une transformation s'est produite depuis 1950 environ dans les habitudes de financement, et cette transformation introduit un "effet de génération" qui se confond actuellement avec un effet d'âge. D'autre part, l'intuition - que confirment les interviews du C.R.E.P. - suggère qu'il existe des "moments-clé" dans la vie du ménage : son installation à 20-25 ans ; le départ des enfants 20 ans après, suivi bientôt de la préparation de la retraite.

---

Note de la page précédente : Succession de plus de 10.000 F.

Autres meubles : numéraires, dépôts, livrets, créances, loyers...  
Fonds de commerce : Offices Ministériels, clientèles, fonds de Com.  
Meubles corporels : matériel agricole, cheptel, autres meubles corp.

Tableau 18. - Structure de l'épargne de ménages salariés inactifs 1964 (1)  
(En % des variations d'actif brut)

	Moins de 35 ans	35 à 45 ans	45 à 55 ans	55 à 65 ans
<b>Variations d'actif :</b>				
Immobilier	73,5	21	31,3	29,5
Biens durables	24,1	43,5	34,8	11,8
Placements	- 4,8	5,8	- 16	39,5
Assurance	1,2	3,9	3,1	1,7
Remboursements	5,8	25,7	47	17,2
<b>Variations de passif :</b>				
Endettement	57	24	19	17

Chacune de ces étapes voit l'apparition de besoins particuliers, et l'évolution observable des structures correspond à celle que l'on s'attendrait à rencontrer en raisonnant sur ces "moments-clé".

Ces remarques ne suffisent pas à résoudre une question à laquelle il ne nous paraît pas possible de répondre précisément ; elles introduisent en fait à une autre manière de poser le problème : les effets respectifs de l'âge et de la fortune se confondent dans une réalité qui est celle des préférences de placement du ménage.

---

(1) C.R.E.P., 12 T.II page 24

C. - L'INCIDENCE DE LA PROFESSION.

Le cycle économique moyen qui vient d'être décrit est vécu différemment par les membres des diverses catégories socio-professionnelles.

Ces différences sont perceptibles en ce qui concerne l'évolution des revenus. Le tableau 13 montre en effet non seulement que le revenu moyen diffère d'une catégorie à l'autre, mais qu'il en va de même en ce qui concerne le profil de ce revenu au cours de la vie, 5 fois supérieur à celui des ouvriers, le maximum est atteint par les cadres supérieurs après 65 ans, tandis que celui des ouvriers l'est avant 50 ans.

Ces différences entraînent naturellement une très forte inégalité des patrimoines moyens. Les déclarations de succession, seule source disponible, traduisent mal la réalité à cet égard, puisqu'elles ne recensent pas les déclarations inférieures à 10.000 F ; elles sous-estiment donc l'inégalité des situations moyennes (tableau 19).

Dans ces conditions, les différences de structure patrimoniale traduisent d'abord les différences de niveau de fortune. Qu'il y ait d'autres éléments de différenciation est vraisemblable : le statut des salariés est très différent de celui des non salariés, et cela doit en principe se manifester dans leurs préférences de placement ; mais il n'est pas possible d'établir statistiquement ceci par le moyen des maigres données disponibles.

Tableau 19. - Structure des déclarations de succession des industriels, professions libérales, cadres supérieurs et salariés. 1962 (1)

<u>Actifs</u> (en % de l'actif brut)	Industriels	Prof. libér. et cadres sup.	Salariés
Valeurs mobilières	4,71	43,22	22,65
Liquidités	8,78	8,58	11,21
Créances, rentes, fermages dividendes	4,92	3,49	3,82
Offices, fonds de commerce clientèle	16,47	3,41	8,16
Meubles corporels	5,5	3,71	4,74
Immeubles d'habitation	26,45	26,08	40,31
Immeubles bâtis à usage industriel et commercial	5,23	0,85	1,16
Exploitations agricoles	4,96	7,15	4,57
Autres immeubles non bâtis	2,91	3,47	3,34
	100	100	100
Fortune moyenne	127.600	262.300	69.200
Taux de diffusion en %			
Offices, fonds	50,1	14,53	7,20
Immeubles à usage commercial	16,26	3,34	2,68

(1) S.E.E.F. supplément n° 204 page 1732

Industriels : industriels, artisans, patrons pêcheurs, commerçants gros et détail.  
Successions supérieures à 10.000 F.

Source C.R.E.P. 11 page 153.

- CONCLUSION -

Arrivés à ce point, nous avons organisé un ensemble d'observations de manière à montrer que trois propositions paraissent correspondre aux faits :

- Les structures patrimoniales n'évoluent que lentement, et certains rapports demeurent particulièrement stables ; la tendance contemporaine est particulièrement marquée par une évolution des habitudes de financement.
- Cette évolution n'a qu'un rapport lointain avec la recherche d'un rendement maximum ; la structure des patrimoines semble dépendre également d'autres objectifs, et en particulier de la recherche d'un certain mode de vie.
- Cependant, les structures patrimoniales présentent une cohérence, tant sur le plan de la poursuite du rendement - ainsi que l'exprime la différenciation des portefeuilles-titres selon leur valeur - que sur celui de l'expansion vitale du ménage.

Il nous paraît possible de tirer une triple leçon de ces observations.

a) Facteurs extra-pécuniaires du choix.

La recherche du rendement peut être considéré comme un déterminant de la structuration des patrimoines, à condition de tenir compte de deux facteurs.

.1. Le premier est l'existence d'un lien entre le choix de certains actifs et celui d'un mode de vie. Ce facteur a une importance primordiale car :

- Il explique la rigidité de certains rapports patrimoniaux.
- Il renverse les termes du problème du choix de placement, en subordonnant l'effort d'épargne à la volonté d'atteindre un objectif spécifique.
- Il introduit le problème fondamental de savoir comment le ménage en vient à formuler l'objectif en vue duquel il épargnera.

.2. Lié au facteur précédent, le niveau de fortune est une seconde variable importante. En effet, à mesure que s'accroît la fortune du ménage, s'élève aussi la liberté de gérer son bien en faisant une part accrue à la recherche du rendement : le poids relatif de la liaison entre patrimoine et mode de vie décroît. D'autre part, à une fortune accrue sont liés des phénomènes techniques (division des risques), sociaux (préférences de placements des ménages fortunés, entendues en particulier comme symboles de statut), personnels, dans la mesure où cet aspect peut être dissocié du précédent (le "sens de l'argent"). .

b) Sens positif de l'épargne.

La seconde leçon vient d'être mentionnée, mais son importance, tant méthodologique que pratique, exige qu'on l'isole et qu'on la complète : l'épargne, aussi bien qu'un résidu, est un acte volontaire, l'expression d'une demande qui s'interprète elle-même comme la volonté de réaliser un projet. Il convient de ne pas exagérer sur ce point : l'épargne a parfois un caractère résiduel. Cependant, il paraît souhaitable, tant pour l'analyse que pour la pratique, de considérer qu'elle est fréquemment liée et subordonnée au désir, à la demande d'actifs liés au choix d'un mode de vie ; elle se généralise en considérant que certains actifs financiers eux-mêmes (1) sont liés à un mode de vie, et que, plus encore, les stratégies financières correspondent à des schémas culturels.

c) Nature du problème.

Finalement, sans rejeter la "vision" néo-classique du comportement d'un homo oeconomicus, il convient de concevoir le ménage comme un investisseur, un producteur appliquant une stratégie d'expansion déterminée.

---

(1) M. FRIEDMAN, 28 bis.

Pour cela, il faut dépasser l'abstraction des représentations du choix financier pur, et réintroduire dans l'analyse les déterminants "réels" du choix.

Nous nous trouvons ainsi confrontés au problème suivant : définir une représentation du choix de placement qui, sans abandonner les "leçons" précédentes, permette de dégager une rationalité effective des choix du ménage, un comportement authentiquement patrimonial.

Avant d'entreprendre la recherche d'une solution à ce problème, il nous faut aborder l'examen des solutions théoriques actuelles.

Chapitre II. - THEORIES ECONOMIQUES ET ANALYSE DU CHOIX PATRIMONIAL

La théorie du choix patrimonial la plus généralement admise aujourd'hui trouve son principe chez WALRAS, et doit son extension à KEYNES.

WALRAS pose deux simplifications : il considère que les ménages ne demandent des actifs que pour leur seul rendement, ce qui revient à les traiter comme des gérants de fonds de placement ; il néglige, au niveau de la théorie pure, le problème de l'incertitude ; de ce double fait, il élimine complètement le problème du choix d'une composition du patrimoine.

KEYNES de son côté affronte le problème de l'incertitude et découvre ainsi l'existence d'un problème de choix patrimonial : c'est la question de la préférence pour la liquidité. Il limite cependant les termes du choix à la monnaie et à un actif financier, c'est-à-dire à des biens dont seuls les caractères pécuniaires importent : pas plus que WALRAS, il ne rend compte de l'existence possible de préférences pour leurs caractères réels.

Ces théories sont bien connues : nous ne cherchons pas à en donner un exposé détaillé. Il s'agit, en retraçant leurs grandes lignes, de souligner ceux de leurs aspects qui sont relatifs à notre problème, et de montrer comment elles posent ce problème d'une manière particulière.

Nous entrerons dans plus de détail dans l'analyse de la théorie des choix de portefeuille : nous rapporterons en particulier les critiques de HICKS à son égard. Il convient de procéder ainsi, car si la T.C.P. n'exprime pas tout le comportement de choix de l'épargnant, elle exprime la problématique idéale du choix pécuniaire.

L'ensemble de ces exposés, qui constitue la description de ce qu'A. WOLFELSPERGER appelle "le courant majoritaire" (1) complète le chapitre précédent. En rapprochant les observations et les théories, nous voulons manifester quel écart les sépare et ainsi poser le problème d'un élargissement de la représentation théorique. Nous n'ignorons pas l'existence d'un courant "minoritaire" auquel appartient A. WOLFELSPERGER lui-même. Ce courant reconnaît en partie l'existence d'une différenciation réelle des placements. Il nous paraît peu utile d'en faire la description ici : c'est dans le chapitre de conclusions qu'il sera opportun de l'évoquer.

---

(1) A. WOLFELSPERGER, 91

- SECTION I. -

LES CHOIX FONDAMENTAUX DE L. WALRAS

On trouve clairement énoncées dans les "Eléments d'Economie Politique Pure" (1) et particulièrement dans la leçon 23 les bases de la conception qui sera celle de KEYNES et de ses successeurs. WALRAS n'ignore pas l'existence d'un problème de choix patrimonial (2) ; il parvient, au niveau de la théorie pure, à l'esquiver selon un raisonnement qu'il expose dans cette leçon.

A. L'HYPOTHESE DE COMPORTEMENT.

Tout d'abord, l'auteur définit les concepts de capital et de service, définition essentielle puisqu'il y voit la clé de toute l'économie pure (3) : "Les capitaux sont toute espèce de la richesse sociale qui ne se consomme point ou qui ne se consomme qu'à la longue", par opposition aux revenus qui, eux, se consomment immédiatement ; et "il est de l'essence des capitaux de donner naissance aux revenus" et inversement. Parmi les revenus, les uns résultent de l'usage même de capitaux et sont appelés services ; ceux-ci se classent en "services consommables" et "services producteurs" (4)

---

(1) L. WALRAS, 88

(2) id. paragraphe 269

(3) id page XI

(4) id. paragraphes 167 - 169.

Capitaux et services s'échangent séparément : WALRAS pose alors l'hypothèse suivante : "En raison de quoi, s'interroge-t-il, sont demandés les capitaux ?... Sans doute on peut acheter un capital aussi bien en vue de la consommation qu'en vue de la vente du service ; mais ce dernier point de vue doit être considéré comme dominant, en matière d'acquisition des capitaux, puisqu'autrement on se bornerait à acheter le service, soit à louer le capital". (1)

Voilà une hypothèse de comportement qui est très explicitement définie. WALRAS envisage, bien que les capitaux puissent être demandés en vue de l'autoconsommation de leur service, mais écarte cette hypothèse dans le cadre de la théorie pure. Nous pourrions dire de manière équivalente que, dans le cadre de marchés purs et parfaits (2), il est indifférent à la nature et à la valeur du service que ce service soit obtenu par location ou par propriété du bien capital, et indifférent à la nature et à la valeur de celui-ci qu'il soit demandé pour l'auto-consommation ou la vente de son service. Il existe pour le service et pour le bien un prix unique qui est en toute hypothèse un indicateur exact de l'utilité de ce bien ou service.

De cette hypothèse, WALRAS déduit que des arbitrages ont lieu de sorte que "la valeur des capitaux est rigoureusement proportionnelle à celle de leurs services". (3) Tous les biens capitaux peuvent désormais s'analyser comme des "avatars" par eux-mêmes indifférents d'une marchandise unique E, le "revenu net perpétuel", qui seul importe. C'est ainsi que se trouve éliminé le problème du choix de placement.

---

(1) 88, paragraphe 231

(2) W. FELLNER, 25 ch. 10

(3) 88, paragraphe 233.

B. - PORTEE DE CETTE HYPOTHESE.

L'introduction de la marchandise E est l'étape cruciale du raisonnement. Qu'est-ce que E ? "Un gadget", répond SCHUMPETER (1), "un artifice purement théorique" : ce n'est pas elle, mais les biens qui en sont les avatars qui s'échangent. Cette situation a, pour ce qui nous concerne, deux conséquences.

a) La demande de E en termes de flux est parfaitement intégrée à la logique générale des choix du ménage : il n'existe qu'une contrainte budgétaire, au sein de laquelle le ménage choisit entre plusieurs biens, dont E. Par contre, la demande des biens capitaux n'est pas intégrée dans ce processus général.

Il existe ainsi un ensemble de biens qui ne sont pas économiquement différenciés. Cet ensemble se définit du point de vue du ménage par la fonction qui lui revient : être la source d'un revenu net perpétuel ; et cette fonction lui revient parce que le ménage la lui donne et ne lui en donne pas d'autre.

b) A l'introduction de E correspond la distinction entre un consommateur épargnant et un entrepreneur : "Un homme qui achète une maison pour s'y loger lui-même doit être décomposé par nous en deux individus dont l'un fait un placement de fonds, et dont l'autre consomme directement le service de son capital".(2) Il est frappant de retrouver la même conception, soixante ans plus tard, sous la plume de MILLER et WATTS : "La décision d'occuper et de jouir des services d'un logement donnée est considérée comme indépendante de celle d'investir dans un droit sur ce logement... Cet investissement est ainsi un investissement financier distinct". (3)

---

(1) J.A. SCHUMPETER, 82 page 1017

(2) 88 paragraphe 231

(3) MILLER et WATTS, 63.

Ce sont les entreprises qui, pour satisfaire la demande de services des ménages, fixent la composition du capital formé dans la période. Or, l'entrepreneur walrassien est un être abstrait ; la distinction consommateur - entrepreneur est fictive. Si l'on suppose que le consommateur est aussi entrepreneur - "producteur", dit A. WOLFELSPERGER, alors, la composition de E cesse de lui être indifférente, et les biens capitaux concrets trouvent place dans la logique générale des choix du ménage.

C. - LES PRECISIONS COMPLEMENTAIRES.

WALRAS précise cette esquisse sur deux points :

- il refuse explicitement de considérer l'incertitude, tout en se déclarant conscient que cette considération l'obligerait à étudier la composition de E ;
- il introduit la monnaie, marchandise servant de moyen de paiement, qui rend le service "d'encaisse". La monnaie peut être louée sous forme d'obligations qui sont la marchandise E par excellence.

D. - CONCLUSION.

Voilà, très brièvement résumée, la conception de L. WALRAS. Cette conception se caractérise en trois points :

- la demande de services est dissociée de celle de biens capitaux ;
- il existe une classe de biens, les biens capitaux, qui, du point de vue du ménage, ne sont pas économiquement différenciés ;
- la monnaie n'a pas de fonction de réserve de valeur.

Ainsi, non seulement l'épargne a une finalité purement pécuniaire, mais encore cette finalité est simple : il n'est pas question de liquidité ou de risque.

Comme WALRAS, KEYNES va donner aux biens patrimoniaux une place originale dans l'ensemble des biens et services ; à son encontre, il différencie ces biens, mais ne les différencie que sous des rapports spécifiquement limités.

- SECTION II. -

L'ENONCE DES PROBLEMES DANS LA THEORIE GENERALE

Selon SCHACKLE (1), la matière de la Théorie Générale est la considération de l'incertitude et des règles par lesquelles les problèmes qu'elle pose peuvent être affrontés. De fait, KEYNES introduit le temps dans l'analyse. Il s'oppose à WALRAS sur ce point essentiel. Chez celui-ci, le temps n'intervient pas dans la prise de décision : les prix s'ajustent par le mécanisme de l'enchère et du rabais avant que l'échange ne commence, et les décisions sont prises en pleine connaissance de cause. Au contraire, chez KEYNES, les acteurs commencent à jouer avant que la compatibilité de leurs choix n'ait été vérifiée ; l'équilibre final n'est pas connu au point de départ : en cela, l'introduction du temps réalise celle de l'incertitude. Partant de là, KEYNES redéfinit l'épargne et l'épargnant, mais maintient un statut spécial de l'épargne.

A. - L'EPARGNE ET L'EPARGNANT.

En situation d'incertitude, l'"entrepreneur" devient un agent très concret : celui qui prend la décision d'investir, à la suite d'un calcul, et fixe par là le niveau de l'emploi (2).

---

(1) G.L.S. SCHACKLE, 79

(2) KEYNES, 39 pages 150 - 156 et 97.

Cet entrepreneur n'est pas une fiction ; dès lors, la dissociation du consommateur épargnant et de l'entrepreneur cesse d'en être une. L'épargnant se redéfinit ainsi primordialement comme celui qui s'abstient de consommer (1), et non celui qui demande des capitaux. De plus, à la suite de MARSCHALL, pour qui le principal motif de l'épargne est l'affection familiale (2), KEYNES définit la propension à épargner de manière à ce qu'elle ne soit pas essentiellement fonction du taux d'intérêt.

Les plans de ces agents distincts ne sont pas nécessairement compatibles : il n'y a pas, ex ante, d'égalité nécessaire de l'épargne et de l'investissement. En termes walrassiens, l'épargne est l'excédent du revenu sur la consommation ; elle est égale à celui des services offerts sur les produits demandés. Chez KEYNES, ce terme n'est pas l'investissement, mais l'épargne ex ante ; l'investissement ex ante qui se définit comme la valeur des services demandés par les entrepreneurs pour la fabrication des biens capitaux, ne lui est pas nécessairement égal.

Le second effet de l'incertitude est qu'il existe un problème de choix patrimonial : l'épargne peut se placer en obligations ou en monnaie. Celle-ci devient un moyen de conserver la richesse, et de ce fait, peut être demandée par delà les besoins de transactions. "Pour réaliser pleinement ses préférences psychologiques relatives au temps, un individu a deux sortes de décisions à prendre. Les premières ont trait à cet élément de la préférence relative au temps, que nous avons appelé la propension à consommer... Il doit choisir la forme sous laquelle il conservera le droit à une consommation future qu'il s'est réservé..."(3)

---

(1) KEYNES 39 page 80

(2) A. MARSCHALL 58

(3) KEYNES, 39 pages 180 - 181.

En bref, l'acte d'épargne n'est pas créateur d'emploi ; ce n'est même pas une demande : il faut une décision supplémentaire pour qu'intervienne le placement de l'épargne.

B. - LE MAINTIEN D'UN STATUT SPECIAL DE L'EPARGNE.

Ceci étant, le choix de placement présente deux caractères particuliers.

a) Les termes du choix sont la monnaie de spéculation et les obligations. Ces biens diffèrent par leur taux de rendement et leur liquidité ; mais ils ont une même fonction : conserver la valeur, et cela est essentiel. Par rapport à l'unité qui découle de cette fonction, les critères de différenciation ci-dessus sont secondaires.

L'accent mis sur l'unité fonctionnelle des placements est renforcé par le système de définitions que retient KEYNES. Pour celui-ci, en principe, "toute définition raisonnable de la ligne qui sépare l'acheteur pour la consommation de l'acheteur pour l'investissement nous rendra les mêmes services, pourvu qu'elle soit appliquée de manière cohérente" (1).

C'est donc en principe une question de commodité qui le conduit à voir dans la consommation les ventes autres qu'entre entrepreneurs (2). Même s'il avait choisi, par exemple, d'introduire le logement comme instrument de placement possible, il l'aurait fait à la manière de WALRAS, c'est à dire en l'analysant comme un bien détenu en vue d'un rendement pécuniaire.

---

(1) 39 page 81

(2) 39 page 81.

b) Tous les instruments de placement ayant cette même fonction, il en résulte que le choix de placement est subordonné et consécutif à la décision d'épargne. Il y a chez KEYNES une hiérarchie des décisions, la décision première étant celle qui fixe le taux d'épargne ; la composition de la consommation et des placements sont alors fixés séparément, chaque problème se résolvant au sein d'une contrainte budgétaire qui lui est propre. La demande des instruments de placement concrets n'entre donc pas en concurrence avec celle des biens de consommation ; la vente d'un instrument n'est pas un moyen de promouvoir l'épargne.

On retrouve ici la position walrassienne : la demande de E est intégrée dans la logique générale des demandes en termes de flux, celle de chaque bien capital concret ne l'est pas. Mais ici, les biens capitaux sont économiquement différenciés du point de vue du ménage. Le sens du choix de placement est donc de définir une marchandise composite, le portefeuille, qui soit jugée optimale : autrement dit, la demande de chaque placement n'a pas de sens par elle-même, mais par son incidence sur les propriétés du portefeuille. Ni des propriétés autres que pécuniaires, ni des propriétés pécuniaires particulières ne permettent de différencier les instruments de placements au point que leur demande soit autonome.

c) Sans doute, KEYNES n'introduit pas cette notion de portefeuille. J. TOBIN montrera (1) qu'il se réfère en réalité, non à l'incertitude du rendement, mais à un certain état des anticipations relatives à ce rendement (2). Dans cet article, TOBIN semble même estimer que la théorie de la préférence pour la liquidité peut expliquer seulement l'"option monnaie-titres", et ne peut expliquer la composition du portefeuille-titres.

---

(1) J. TOBIN, 86

(2) J.M. KEYNES, 39 page 217.

Il nous semble néanmoins admissible de dire que KEYNES a posé le principe des choix de portefeuille. En effet, d'une part la réinterprétation de TOBIN ne change pas les cadres fondamentaux du raisonnement - les dichotomies consommation-épargne, pécuniaire-réel -, d'autre part TOBIN lui-même, sans être explicite sur ce point, semble trouver la possibilité d'intégrer la préférence pour la liquidité dans l'analyse des choix de portefeuille.

C. - CONCLUSION.

Les thèses keynesiennes se situent ainsi en un point du chemin qui conduit de WALRAS à la T.C.P. :

- KEYNES reprend l'hypothèse de comportement qui considère que l'épargne est un acte dont la finalité est purement pécuniaire. En donnant à cet acte particulier une place importante, il isole un sous-ensemble de biens de consommation, introduisant ainsi une dichotomie entre les choix au sein de chaque sous-ensemble.

- Il introduit le principe de l'analyse du choix de placement comme un choix de portefeuille, en montrant que les biens de placement sont différenciés, et en suggérant que ces biens ne sont pas demandés chacun pour lui-même, mais pour que leur combinaison soit optimale.

Sans nous attacher davantage au premier point, nous allons maintenant préciser le contenu du second.

— SECTION III. —

LA THEORIE DES CHOIX DE PORTEFEUILLE

EXTENSION DE LA THEORIE KEYNESIENNE

La théorie des choix de portefeuille (T.C.P.), élaborée en particulier par J. TOBIN (1) et H. MARKOWITZ (2) réalise un approfondissement des perspectives keynesiennes et en respecte les données essentielles (3) :

- considération exclusive de la recherche de rendement financier,
- dichotomie du choix de placement et du choix de consommation (4).

Les dépassements portent sur deux points. Au lieu de considérer l'état des anticipations de rendement, on considère l'incertitude de ces anticipations ; au lieu de réduire les termes du choix à deux actifs, on traite du choix entre plusieurs actifs.

---

(1) J. TOBIN, 87

(2) H. MARKOWITZ, 57 voir aussi J. HICKS, appendice de 35 et 36 "Port-folio Selection".

(3) C.A. MICHALET, 61

(4) voir le modèle de MILLER et WATTS, 63, référencié ci-dessus.

Cette théorie soulève divers problèmes.

- Certains auteurs, tels SCHAKLE et ROY, se demandent si l'utilisation qu'elle fait du raisonnement en probabilité est justifiée. Selon SCHACKLE, il y a lieu de relever que la "probabilité subjective" n'a que de lointains rapports avec le raisonnement fondé sur l'observation des distributions de fréquences : (1) d'une part l'expérience du sujet est unique, non répétitive ; d'autre part, son attention est particulièrement attirée par certains événements possibles.

- D'autres auteurs discutent le choix de la fonction d'utilité. "Ordinaliste irréductible", selon sa propre expression, J.R. HICKS ne conteste pas que H. MARKOWITZ et J. TOBIN puissent recourir à des fonctions d'utilité cardinales, mais trouve cela peu commode (2). J. TOBIN lui-même reconnaît que l'emploi de telles fonctions est soumis à des contraintes serrées, ce qui motive la critique acerbe de S.C. KOLM (3).

Ce n'est pas ici le lieu d'entrer dans la discussion de ces problèmes. Ce que nous retiendrons de la T.C.P., à savoir l'explication du principe de la "demande en portefeuille", n'est pas profondément remis en cause par ces difficultés et le terrain sur lequel nous critiquerons la T.C.P. se situe au delà - dans la conception des objectifs de l'épargnant - et en deça - dans l'étude des problèmes d'information - de ces thèmes.

---

(1) G.L.S. SCHAKLE, 80 (compte-rendu par G. MORLAT dans la R.E.P., 66)  
A.D. ROY, 77

(2) J.R. HICKS, 36 page 22

(3) S.C. KOLM 47, J.M. PARLY 69, C.A. MICHALET 61 ont publié des études de la méthode de la T.C.P. et de ses postulats.

Nous nous référons donc simplement à l'exposé de TOBIN (1). TOBIN présente une analyse de la diversification du patrimoine, fondée sur l'attitude du décideur envers le risque ; il propose pour cela des outils que nous aurons à employer ; et c'est eux que nous voulons expliciter ici. Il ne parvient pas, à notre sens, à intégrer correctement la notion de liquidité dans son analyse ; c'est chez HICKS que nous trouverons des éléments sur ce point.

A. - L'ANALYSE DE TOBIN : L'AVERSION AU RISQUE.

L'analyse de TOBIN repose sur le principe suivant : le rendement des actifs est aléatoire ; le rendement de la combinaison de plusieurs actifs l'est également et se déduit de celui des actifs élémentaires ; les préférences du ménage sont une fonction de l'espérance mathématique et de la dispersion du rendement de cette combinaison : finalement, le choix des actifs s'effectue de manière à ce que le rendement du portefeuille soit optimal, compte tenu de ces préférences.

Nous allons suivre ce raisonnement étape par étape, avant d'en dégager les limites.

a) Le rendement d'un actif.

Le taux de rendement brut d'un actif peut se définir comme le taux d'actualisation qui rend égales la valeur finale actualisée et la valeur initiale d'un placement : c'est le taux  $r$  tel que :

$$v_t = v_0 (1 + r_t)^t, \text{ soit}$$

$$r_t = (v_t / v_0)^{-t} - 1.$$

---

(1) J. TOBIN, 87.

où  $t$  est l'indice de la période finale et  $0$  celui de la période initiale. Ce taux comprend à la fois les plus ou moins values de l'actif et ses intérêts et dividendes. Il se définit d'actif en actif, par opposition au taux net défini de monnaie à monnaie, comme nous le verrons ci-dessous.

Ce taux  $r_t$  est en réalité une variable aléatoire. En principe, le décideur devrait prévoir la probabilité associée à chacune des valeurs de cette variable. Il est commode de simplifier le système de prévision en supposant qu'il définit l'espérance mathématique et la variance de  $r_t$ . A cet égard, HICKS suggère qu'il serait intéressant de tenir compte également de l'asymétrie de la distribution car "un résultat pire que l'espérance mathématique peut être craint plus qu'un résultat meilleur n'est désiré". (1) Cette suggestion ne semble pas avoir encore reçu d'application concrète. On supposera donc que l'agent prévoit l'espérance mathématique  $E(v_t)$  et la variance  $\text{Var}(v_t)$  de la valeur finale brute du placement et les caractères  $E(r_t)$  et  $\text{Var}(r_t)$  du taux de rendement correspondant.

Une seconde caractéristique du taux de rendement  $r_t$  est l'existence d'une liaison entre  $r_t$  et la durée du placement. Cette liaison présente un double aspect. Tout d'abord, il existe des instruments de placement à court terme, et d'autres adaptés aux placements à long terme. La distinction a un fondement technique : les instruments du premier groupe sont des créances qui viennent à maturité au terme de périodes brèves ; le prototype est le Bon du Trésor. Effectuer un placement à court terme au moyen de ces instruments présente un risque réduit - la dispersion de  $r_t$  est faible. Par contre, pour effectuer un placement à long terme par leur moyen, il faut prévoir le renouvellement de ces bons, dans des conditions incertaines ;  $r_t$  est alors beaucoup plus incertain.

---

(1) J.R. HICKS, 35 page 793.

De même, le rendement des instruments de placement à long terme, comme les obligations, a une dispersion plus élevée à court terme qu'à long terme. Ceci constitue un premier lien entre le taux de rendement et la durée du placement : la liaison affecte principalement la dispersion du taux.

D'autre part, l'achat et la vente d'un actif donnent lieu à des frais, variables selon les actifs. Ces frais réduisent le taux de rendement : si nous entendons par taux de rendement net la relation entre la contrevaletur finale en monnaie d'une quantité de monnaie initialement placée, et cette quantité, nous pouvons écrire

$$(1 + r'_t)^t = (1 + r_t)^t (1 + g)^{-2}$$

où  $r'_t$  est le taux de rendement net, et  $g$  les frais proportionnels attachés à chaque transaction (1). Il est clair que  $r'$  est d'autant inférieur à  $r$  que la durée de placement est brève.

b) Le rendement d'une combinaison d'actifs.

Négligeons provisoirement la liaison entre taux de rendement et durée de placement, en supposant par exemple que tous les placements sont effectués jusqu'à une même date et qu'initialement tout l'avoir du ménage est détenu sous forme monétaire. On peut alors exprimer comment le rendement aléatoire  $R_t$  (taux brut) ou  $R'_t$  (taux net) d'un ensemble de placements se déduit des rendements propres à chaque placement.

---

(1) En réalité, TOBIN s'intéresse peu à ce point, auquel HICKS attache une grande importance, comme on le verra ci-dessous.

Nous désignons chaque instrument de placement par l'indice  $i$ . Une combinaison  $j$  des divers placements se caractérise par le vecteur  $P_j$  exprimant la part  $p_j$  de chacun d'eux dans le total.  $E(v_i)$  et  $\text{Var}(v_i)$  représentant la valeur finale du placement  $i$  - on néglige ici l'indice  $t$ . On peut, selon H. MARKOWITZ écrire qu'à une combinaison  $p_j$  est associée une valeur finale selon les relations :

$$E_j(v) = \sum_i P_{ij} E(v_i) \quad \text{et}$$

$$\text{Var}_j(v) = \sum_i p_{ij} \text{Var}(v_i) + 2 \sum_{i,k} p_{ij} p_{kj} \sigma(v_i) \sigma(v_k) \rho(v_i, v_k)$$

pour  $i \neq k$  ( $\sigma$  exprime l'écart-type et  $\rho$  le coefficient de corrélation).

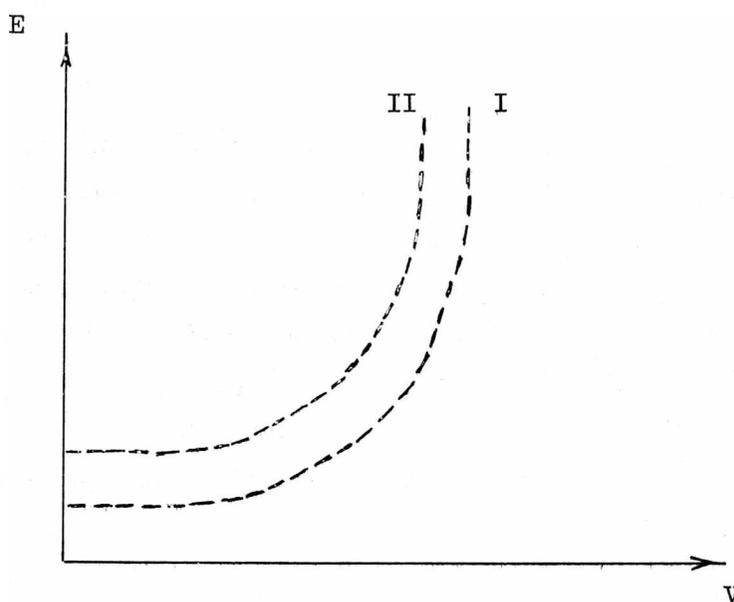
La conclusion que tire MARKOWITZ de cette étude, et que TOBIN reprend pour son compte, est que la combinaison de plusieurs variables aléatoires peut avoir, à espérance mathématique égale, une dispersion inférieure à celle de chacune de ces variables, à condition toutefois qu'il n'existe pas de corrélation positive forte entre les variables ainsi associées.

Ce résultat est fort intéressant, car il donne un fondement théorique à la pratique de la division des risques.

c) Les préférences du "décideur et le choix d'un actif.

Les préférences du décideur peuvent s'exprimer au moyen de courbes d'indifférence définies sur l'espace espérance mathématique - variance du taux de rendement.

Dans le cas général, la pente de ces courbes est positive et croissante, traduisant une "aversion au risque" ; on peut cependant concevoir l'existence de courbes de pente négative qui traduisent alors un "amour du risque". Ces courbes sont établies directement, lorsqu'on raisonne en termes d'utilité ordinaire(1). Lorsqu'on raisonne en termes d'utilité cardinale, il faut soit imposer une forme quadratique à la fonction d'utilité, soit supposer que la fonction de répartition de la variable aléatoire est normale (2).



Dans ce même espace E - V peuvent se représenter les caractères des taux de rendement des combinaisons correspondant aux divers  $P_j$ . La confrontation avec les courbes d'indifférence définit alors la combinaison optimale.

---

(1) J.R. HICKS, 36 page 22

(2) J. TOBIN, 87 pages 19 - 20.

d) Les conclusions de TOBIN.

Sur la base d'une analyse proche de celle-ci, J. TOBIN explique la diversification des portefeuilles par deux raisons.

La diversification a d'abord pour objet de réduire la dispersion du rendement des actifs : c'est à dire qu'elle a pour principe l'aversion au risque.

D'autre part, TOBIN reconnaît que la durée prévue pour le placement n'est pas la même pour tous les placements : il voit dans cette circonstance un autre principe de diversification : "une explication de la diversification est ... l'interaction de l'imperfection des marchés des actifs et de l'ensemble des objectifs d'accumulation diversement datés". (1)

Mais en réalité, l'"imperfection des marchés" désigne dans son exposé, non l'existence de coûts de transaction, mais principalement la liaison entre dispersion du taux de rendement et durée de placement.

Que signifie alors l'existence de ces objectifs datés ? Elle constitue une étape dans la détermination du taux de rendement des actifs : "le classement des actifs est souvent, non une propriété absolue des actifs eux-mêmes, mais une propriété dépendante des dates des objectifs d'accumulation de l'investisseur". (2)

Nous sommes alors ramenés après ce détour à la diversification en vue de réduire le risque.

---

(1) J. TOBIN, 87, page 11

(2) J. TOBIN, 87, page 41.

La théorie de TOBIN se fonde ainsi principalement sur le motif d'aversion au risque, celui-ci étant la dispersion du rendement des actifs.

e) Les limites de cette théorie.

Ceci étant, la T.C.P. paraît appeler deux observations : la première concerne la définition du portefeuille ; la seconde l'intégration du temps et de la liquidité des actifs.

.1. La définition du portefeuille emploie en fait un double critère. Le portefeuille, c'est un ensemble d'actifs détenu en vue de son rendement, et c'est au niveau de cet ensemble que se définit la fonction de préférence du ménage. D'où la seconde définition : le portefeuille est l'ensemble des actifs détenus en proportion de cet ensemble afin de lui conférer un rendement optimal.

Ces deux définitions sont très proches en apparence, car TOBIN se place dans le cas limite où elles se recouvrent entièrement. Il n'en est pas nécessairement ainsi. Supposons qu'un ménage possède une maison qu'il occupe, des actions, de la monnaie. La maison a été héritée de la grand-tante : elle a une valeur sentimentale ; il n'est pas question de la vendre pour acquérir des actions, motif pris que cela améliorerait le rendement de l'ensemble. Aussi est-ce compte tenu de sa présence que le ménage choisit actions et monnaie afin d'optimiser ce rendement. Dans cet exemple, selon la première définition, le portefeuille est l'ensemble maison-actions-monnaie ; selon la seconde, il comprend seulement actions et monnaie. Il nous semble souhaitable de parler de portefeuille en ce second sens et dans le premier sens, de parler de patrimoine. En fait, l'hypothèse de TOBIN est que tout le patrimoine est un portefeuille, c'est à dire qu'il n'existe pas d'actifs demandés autrement qu'en relation avec les propriétés pécuniaires des autres actifs.

.2. L'analyse de TOBIN porte principalement sur la dispersion du rendement aléatoire : elle intègre mal le temps. Celui-ci n'intervient que pour préciser cette dispersion. Mais l'incertitude des dépenses à engager à une date future, la liquidité des actifs et les besoins d'encaisse de transaction ne sont pas prises en compte. On ne peut guère supposer que toute la monnaie détenue par le ménage le soit pour les seuls besoins de la diversification. Il faudrait alors expliquer quelle est la relation entre encaisse de transaction et portefeuille : en est-elle exclue, ou en fait-elle partie ?

C'est à ce problème que s'intéresse particulièrement HICKS.

#### B. - L'ANALYSE DE HICKS : LE PROBLEME DE LA LIQUIDITE.

En analysant trois conférences de J.R. HICKS intitulées "les deux triades", nous avons un double objectif : étudier le concept de liquidité et préciser le domaine d'application du choix de portefeuille. Sur ces deux points, la pensée de HICKS est très vigoureuse, et ceci d'autant plus qu'après sa "Suggestion pour simplifier la Théorie de la Monnaie" et son étude sur la "Liquidité" "les deux triades" apparaît comme un effort de synthèse (1).

##### a) La notion de liquidité.

HICKS propose une définition particulière de la liquidité. Après avoir insisté sur son caractère relatif - caractère qui n'est pas méconnu par KEYNES (2) -, il cherche un critère correspondant et le trouve dans l'existence des coûts de transactions. Des coûts de transaction existent, qui obligent l'investisseur à s'engager pour une certaine durée de placement. La formulation choisie par HICKS est la suivante : en raison de ces coûts, les perspectives de

---

(1) J.R. HICKS, 36 "The Two Triads" et "A suggestion for Simplifying the Theory of Money" reproduit de *Economica*, 1935 ; 35 "Liquidity".

(2) Voir note (\*) page suivante.

rendement net d'un actif sont différentes suivant qu'au moment du choix les fonds à employer sont déjà placés (la décision est alors de les maintenir, ou non), ou ne le sont pas encore (la décision est alors de les placer ou de les conserver sous forme monétaire). Le différentiel de rendement net imputable à cette alternative constitue la mesure de la liquidité du placement : plus il est important, moins le placement est liquide. Le "Kink" ainsi défini a une grande importance : en effet, le décideur a besoin d'actifs liquides - pour lesquels le différentiel de rendement est faible - et cela pour deux raisons. Il peut être nécessaire de vendre au bout d'une semaine pour régler une dépense importante ; la préférence correspondante pour les actifs liquides répond au motif de précaution. Il peut également s'avérer nécessaire de vendre pour bénéficier d'un mouvement des taux de rendement : la préférence correspondante répond au motif de spéculation. Le problème auquel se trouve confronté l'épargnant est de choisir entre un placement plus liquide, pour pouvoir faire face à ces besoins de monnaie, et un placement moins liquide - de rendement éventuellement plus élevé - mais en courant le risque de ne pouvoir y faire face.

Ce problème - type dépasse donc la simple option monnaie - titres : c'est toute la structure des placements qui est gouvernée par la préférence pour la liquidité.

b) La composition fonctionnelle du patrimoine.

A cette extension du champ d'application de la préférence pour la liquidité, HICKS lie l'extension des motifs keynésiens de détenir une encaisse. "Le classement keynésien est un classement par fonction, ou destination"(1). Aux trois fonctions keynésiennes : transaction, précaution, spéculation, HICKS fait ainsi correspondre une division du patrimoine qui s'inspire également des intuitions de sa "Suggestion pour simplifier la Théorie de la Monnaie" :

---

(\*) J.M. KEYNES, 39 page 257 : "Il est clair qu'il n'existe pas d'étalon absolu de la liquidité mais qu'il y a seulement une échelle de liquidité".

(1) J.R. HICKS, 36 page 38.

- les actifs circulants, requis pour l'activité courante du décideur,
- les actifs de réserve "détenus en vue des urgences qui peuvent apparaître à l'avenir,"
- les actifs d'investissement, "détenus exclusivement en raison du profit qui en est attendu en son temps". (1)

L'encaisse de transaction est un actif circulant : toute encaisse additionnelle est automatiquement un actif de réserve, et "ainsi ce n'est que par son incidence sur le "portefeuille" d'actifs de réserve qu'elle peut avoir un effet." (2)

En ce qui concerne les actifs de réserve, "on peut clairement identifier la demande d'encaisse de précaution avec la demande de monnaie comme actif de réserve, mais ce qui est vital en l'occurrence, c'est que l'encaisse détenue comme actif de réserve peut trouver un substitut dans d'autres formes de réserves. Il y a ainsi en ce domaine une sélection sur la gamme de liquidité." (3)

Les actifs d'investissement n'ont pas besoin d'être liquides, et il n'est pas même nécessaire de calculer leur plus-value : "Le choix entre ces investissements pourrait ... procéder de manière très proche des principes qui ont été exprimés dans notre théorie de choix de portefeuille". (4) Si les coûts de transaction sont assez faibles, de la monnaie pourra être détenue, afin de spéculer, c'est à dire de "diriger son portefeuille". (5)

---

(1) J.R. HICKS, 36 page 39

(2) id. page 40

(3) id. page 41

(4) id. page 43

(5) id. page 44.

c) La place du choix de portefeuille dans ce schéma.

L'analyse de HICKS conduit donc à opérer une partition du patrimoine selon le critère de la contrainte de liquidité. La monnaie, actif le plus liquide, se définit ici par le fait qu'elle ne subit pas de coûts de transaction ; cela est assez différent de la conception qu'en a la T.C.P. pour laquelle la monnaie est l'actif "certain". En réalité, HICKS ne rejette pas l'analyse que fait la T.C.P., mais lui donne un champ d'application limité.

.1. Dans son article "Liquidity" de 1962, il estimait que la préférence pour la liquidité et aversion au risque se confondent : "un ensemble de courbes d'indifférence entre l'espérance mathématique et l'écart-type (du rendement) ... traduit la préférence pour la liquidité au sens plein" (1). Il reprend la même considération dans "les deux triades" (2), mais estime qu'elle ne correspond qu'au motif de spéculation et néglige le motif de précaution ; ou, en des termes qui lui paraissent équivalents, qu'elle ne retient de la monnaie que sa certitude et oublie l'absence de coût de transaction. D'où, estime-t-il, expliquer la demande de monnaie dans les termes précédents n'est jamais qu'expliquer une partie de cette demande ; précisément, c'est oublier l'encaisse de précaution, les actifs de réserve.

.2. Dans ces conditions, le choix de portefeuille ne lui paraît régir que la composition d'un sous-ensemble du patrimoine. Il existe par ailleurs une demande volontaire d'encaisse liquide et semi-liquide, indépendante de la composition du portefeuille. Mais comment se déterminent les parts respectives de cette encaisse et du portefeuille ? N'y a-t-il pas à cet égard matière à un calcul et à un pari ? HICKS ne nous répond pas sur ce point.

---

(1) J.R. HICKS, 35 page 796

(2) J.R. HICKS, 36 page 31.

Son analyse n'est pas conduite en termes de coût aléatoire de défaut de liquidité. Ce n'est donc pas seulement pour des raisons techniques que le patrimoine se partage ainsi en trois composantes, mais bien parce que le ménage y voit trois fonctions distinctes et irréductibles. (1)

d) Conclusion.

Dans cette perspective, le premier effet de la rationalité de l'agent est de définir le montant des ressources dont il a besoin au titre des deux premières fonctions - transactions et réserve - et de gérer le solde le mieux possible. Son plan consiste ainsi primordialement à s'assurer les réserves nécessaires. Le montant des réserves désirées s'exprime vraisemblablement en termes d'un multiple des dépenses périodiques. Il est fonction de la préférence pour la liquidité, qui traduit alors en définitive la volonté d'être toujours en possession de moyens de paiement suffisants. La même préférence conduit à placer ces réserves en actifs liquides, au sens de HICKS.

L'acquisition d'actifs d'investissement est subordonnée à la constitution préalable de réserves ; celles-ci étant acquises, l'élasticité de ces actifs par rapport à la fortune devient supérieure à l'unité : cela peut expliquer la présence d'un "effet de fortune".

---

(1) Notons que cette analyse de HICKS donne du relief à celle de TOBIN (86) : en distinguant préférence pour la liquidité et choix de portefeuille, il se peut que ce soit ce problème que TOBIN entendait poser.

- CONCLUSION -

Pour les auteurs que nous avons examinés, la stratégie patrimoniale du ménage est essentiellement une stratégie pécuniaire. Cette stratégie trouve son expression élaborée chez TOBIN et HICKS. Ces auteurs se ~~séparent~~ toutefois sur un point très important : tandis que pour le premier tous les actifs ont la même fonction, et sont tous demandés en proportion de leur total, pour HICKS, il existe des fonctions pécuniaires hétérogènes.

Cette conception de la stratégie patrimoniale du ménage permet d'expliquer l'existence d'un effet de fortune. L'explication est quelque peu différente chez TOBIN et chez HICKS. Selon l'analyse de TOBIN, la valeur du patrimoine conditionne sa composition, car elle permet, en divisant les risques, d'acquérir des actifs plus incertains. Selon l'étude de HICKS, cependant, cette explication est insuffisante : ce n'est pas seulement la valeur de la fortune, mais aussi sa valeur, relative à celle de la consommation périodique du ménage, qui fournit la variable explicative désirée ; ce n'est en effet qu'au delà d'un certain seuil de réserves que le ménage gère ses actifs comme un portefeuille.

Malgré cette différence importante, ces deux auteurs ont le point commun d'ignorer l'existence possible de préférences réelles pour la nature des placements : les placements n'ont, selon eux, qu'une signification pécuniaire. C'est pourquoi :

- leur analyse n'explique pas la présence d'une hiérarchie des placements prioritaires,
- le choix de placement et le choix de consommation sont chez eux deux problèmes distincts : l'épargne n'apparaît pas comme un flux de demandes.

Divers auteurs ont cherché à intégrer l'existence de préférences réelles dans la description des choix patrimoniaux du ménage ; parmi ceux-ci, nous citerons M. FRIEDMAN et A. WOLFELSPERGER.

.1. M. FRIEDMAN s'efforce dans la "Reformulation de la Théorie Quantitative" de présenter le choix patrimonial comme un choix ayant la même logique que celui du consommateur : "la détention d'un type d'actif, de préférence à un autre, implique l'apparition d'une différence dans la composition du flux de revenu, et ce sont essentiellement ces différences qui sont fondamentales quant à l'"utilité" d'une structure particulière de patrimoine" ; si bien que le choix patrimonial porte sur des objets différents en termes réels et que "comme la théorie coutumière du choix du consommateur, la demande de monnaie (ou de quelqu'autre actif particulier) dépend de trois groupes essentiels de facteurs : les dimensions du patrimoine... ; le prix et le rendement de cette forme de patrimoine et des autres formes ; et les goûts et les préférences du consommateur." (1)

Cette théorie présente évidemment une différence essentielle par rapport à celle de TOBIN, puisque le choix y dépend au moins autant de préférences réelles que d'un calcul financier. Il faut relever cependant que le processus décrit par FRIEDMAN est un processus d'optimisation sous une contrainte propre : la valeur du patrimoine ; la dichotomie entre demande de placement et demande de consommation demeure toute entière.

.2. A. WOLFELSPERGER (2) traite particulièrement de la demande de biens durables. Ceux-ci, observe-t-il, sont des actifs physiques qui ont aussi une nature "financière" car ils sont durables et indivisibles. Comme actifs physiques, les biens durables sont des biens analogues aux actifs de production de l'entreprise. WOLFELSPERGER étudie alors le "foyer comme unité de production", et montre comment le choix d'un certain mode de vie par le ménage entraîne la demande de l'usage de biens durables.

---

(1) M. FRIEDMAN, 27

(2) A. WOLFELSPERGER, 91.

Cet usage peut résulter, soit de la propriété, soit de la location de ces biens ; mais la première solution est moins onéreuse (1). La différence de coût entre ces deux solutions caractérise le "rendement" des biens durables, et définit ceux-ci comme actifs financiers, d'ailleurs peu liquides (2). Le choix entre les deux solutions dépend ainsi du rendement des biens durables, compte tenu de celui des autres actifs.

WOLFELSPERGER introduit donc bien dans son analyse des préférences réelles pour certains actifs, mais ne donne pas à ces préférences de force opératoire du point de vue du choix patrimonial. Il en est ainsi parce qu'il ne retient la différence entre location et auto-production que pour son coût différentiel, sans y attacher de différence dans la nature du service ainsi obtenu. Pour cette raison, son analyse du choix patrimonial est en réalité du même type que celle de TOBIN.

Au total, de WALRAS à HICKS, c'est surtout le calcul pécuniaire qui détermine le choix du ménage. Dans le chapitre suivant, nous formerons une hypothèse nouvelle : la demande de biens capitaux est une demande "réelle" qui ne considère pas seulement le rendement financier des actifs. Nous proposerons en conséquence une interprétation du choix patrimonial qui a quelque affinité avec celle de FRIEDMAN et WOLFELSPERGER, mais qui reconnaît dans l'épargne une demande de biens. De ce point de vue, ce qui nous sépare le plus des auteurs que nous avons passés en revue est que nous ne croyons pas qu'il faille établir une dichotomie entre la décision d'épargne et la décision de placement.

---

(1) A. WOLFELSPERGER, 91 page 10

(2) id. page 91

SECONDE PARTIE

L'ANALYSE DU CHOIX PATRIMONIAL

---

- INTRODUCTION -

On peut former l'hypothèse que les ménages se fixent des objectifs patrimoniaux déterminés, qu'ils s'efforcent d'atteindre, compte tenu de leurs capacités financières et de leurs objectifs pécuniaires. On peut donc supposer qu'ils demandent des biens de placement tout aussi différenciés que le sont les biens de consommation et en déduire qu'il n'y a pas dichotomie entre décision d'épargne et décision de placement.

Les conceptions théoriques que nous avons rapportées se fondent sur l'hypothèse toute différente que le ménage est un agent financier. Hypothèse acceptable sous réserve d'un examen plus approfondi, si c'est des ménages les plus fortunés qu'il s'agit : nous avons vu que ces ménages semblent avoir un comportement particulier. Hypothèse peu satisfaisante si l'on entend décrire les choix du plus grand nombre des ménages, pour deux raisons : d'une part, parce qu'il paraît difficile de la réconcilier avec des faits d'une importance telle que la forte demande de logements par des ménages jeunes ; d'autre part parce qu'elle conduit à une notion de bien économique exorbitante du droit commun en théorie néo-classique.

La théorie néo-classique se met en réalité très peu en peine de définir la notion de bien économique. WALRAS n'en parle pas ; HICKS non plus (1); MARSHALL y consacre bien un chapitre (L.I ch.II), mais ne va pas très loin. Ce n'est guère que chez les Autrichiens que J.A. SCHUMPETER trouve quelques précisions (2).

Il en est ainsi car cette question, dès que l'on a dépassé la controverse utilitariste, devient de peu d'intérêt. Comme le note SCHUMPETER, la notion d'utilité n'est que le pivot d'une logique pure : c'est une invention permettant d'éviter la question de savoir en quoi et pour quoi des choses sont utiles. C'est pour cette raison que nous parlions ci-dessus d'une notion de bien "exorbitante" du droit commun : la T.C.P. précise en quoi les biens de placement sont utiles.

Prenant appui sur cette simplification radicale, la théorie résoud le problème des relations entre l'aspect qualitatif et la valeur d'échange des choses en supposant que ces relations se définissent dans la psychologie de chaque individu. C'est d'abord JEVONS qui écrit :

$$u = u(x_1) + u(x_2) + \dots + u(x_n)$$

formulation qu'EDGEWORTH amende en :

$$u = u(x_1, x_2, \dots, x_n) \quad (3)$$

Utilisant de telles fonctions, la théorie cherche à déterminer le système des prix. Elle montre qu'il est possible de définir un prix pour chaque bien et un seul. Mais pour passer de ce résultat formel aux applications, il faut encore s'entendre sur la notion de bien.

---

(1) Mais HICKS soulève le problème : 34 bis, ch.I

(2) J.A. SCHUMPETER, 82 page 910

(3) P.A SAMUELSON, 78 bis, page 138.

A. - BIENS COMPLEXES ET BIENS COMPOSITES.

Qu'une orange soit sucrée ne suffit pas pour qu'elle soit un bien : il faut encore que j'aie besoin de sucre. La valeur d'usage d'un objet n'est pas une caractéristique "objective" de ce bien : elle n'apparait que dans la relation de cet objet à un individu. C'est la vieille histoire du diamant de SMITH. Disons donc qu'il y a bien dès lors qu'un objet reçoit une place dans le cadre du plan d'un individu. F. PERROUX écrit ainsi que sont utiles "d'abord et subjectivement les choses qui valent parce qu'elles satisfont les besoins et les pulsions élémentaires ... c'est à dire ... les choses qui sont désirées, qui répondent à des goûts, qui déclenchent une initiative du sujet". (1)

Or le plan d'un sujet peut embrasser un objet en vue de plusieurs emplois simultanés : cet objet devient un bien "complexe" ; ou ne concevoir l'emploi d'un objet que dans son association avec d'autres objets : il s'agit alors d'un bien "composite".

.1. Pour examiner le cas du bien complexe, référons nous au logement. Soit H l'immeuble dont la valeur d'échange est V.H ; soit L le service de logement perçu en nature (désignons le par L.N) ou en monnaie L.M. Au service en nature L.N peut être associé un loyer fictif L.F.

Correspondant à L.N et L.M, nous appelons H.J l'immeuble dont le propriétaire a la jouissance, et H.R celui qu'il loue afin d'en tirer un rapport. La question est d'analyser H.J et H.R. Ce sont là deux emplois d'un même objet, H ; faut-il, ou du moins peut-on y voir deux biens différents ?

---

(1) F. PERROUX, Encyclopédie Française T. IX page 9041.

Quel que soit l'emploi de H, H a une valeur V.H. La propriété de H est d'abord utile parce qu'elle est propriété de V.H. Les facteurs qui expliquent que cette dernière soit utile peuvent s'analyser avec plus ou moins de détail. Peut-être certains facteurs sont-ils spécifiques au fait que V.H ait pour support un actif immobilier, d'autres au contraire propres à la valeur V.H "en-soi" : cela importe peu pour le moment. Ce qui importe est que cet aspect de l'utilité du logement H se retrouve dans chacun de ses emplois.

D'autre part, si H est employé en jouissance (H.J), il procure le service en nature L.N, et s'il est employé en monnaie, le loyer L.M.

Est-il correct de dissocier l'utilité de H en une utilité de V.H et une utilité de L.N ou L.M ? Certainement pas, pour deux raisons . D'une part, parce que ce serait recourir à une formulation du type de celle de JEVONS, extrêmement restrictive. D'autre part, parce que L.N en soi n'existe pas ; L.N n'existe qu'en liaison avec la propriété de H, et c'est ce qui condamne la formulation de JEVONS. On a donc  $u(V.H, L.N)$  d'une part, et  $u(V.H, L.M)$  d'autre part (1).

Mais les biens (V.H, L.N) et (V.H, L.M) ne sont-ils pas identiques ? Il en est ainsi si (V.H, L.F) et (V.H, L.N) sont identiques, et si (V.H, L.F) et (V.H, L.M) le sont. L.F c'est le loyer fictif : ce peut être :

- le loyer que le propriétaire retirerait de H s'il le louait,
- le loyer tel que  $u(V.H, L.F) = u(V.H, L.N)$ , c'est à dire, le revenu supplémentaire tel que le niveau d'utilité du propriétaire soit le même, qu'il occupe ou qu'il loue son immeuble, ou, plus précisément, le loyer qu'il faudrait consentir à un propriétaire occupant pour le décider à vous laisser sa place.

---

(1) En fait, on a  $u(x_1, x_2, \dots, V.H, L.N, \dots, x_n)$  pas plus qu'on ne dissocie V.H et L.N au sein du complexe (V.H, L.N), on ne dissocie (V.H, L.N) au sein du complexe formé par l'ensemble des biens. L'expression  $u(V.H, L.N)$  n'est qu'une commodité d'écriture.

Ces deux expressions comparent des quantités de même nature : la première est la valeur d'échange du service, vendu indépendamment du bien capital. La seconde la valeur d'échange du service, vendu fictivement avec le bien capital. Ces deux expressions sont-elles égales ?

La théorie pure ne peut pas répondre à cette question qui est d'ordre empirique : car elle ne peut pas dire si la valeur d'usage du service du logement loué est égale à celle du service du logement possédé. Elle ne peut faire l'hypothèse de comportement, que, si les marchés sont de concurrence pure et parfaite, il en est ainsi : c'est une hypothèse de comportement, non un postulat logiquement nécessaire.

Admettons que la réponse soit négative. Il en résulte que  $u(V.H, L.M)$  et  $u(V.H, L.F)$ , dans la seconde interprétation de  $L.F$ , sont qualitativement semblables, mais quantitativement différents ;  $u(V.H, L.F)$  et  $u(V.H, L.N)$  sont qualitativement différents et quantitativement égaux ; donc  $u(V.H, L.N)$  et  $u(V.H, L.M)$  sont quantitativement différents. Un même objet, en même quantité, peut-il procurer au même individu des utilités différentes ? Cela n'est pas possible : il faut donc que  $(V.H, L.M)$  et  $(V.H, L.N)$  soient des biens différents.

Ceci, il importe de le souligner, n'est nullement en contradiction avec la théorie néo-classique, bien au contraire, c'en est la stricte application. En posant l'hypothèse qu'il faut tenir compte de l'emploi qui est fait des biens, nous ne nous écartons donc pas du courant le plus constant de l'analyse.

.2. Le cas des biens composites est évidemment celui du portefeuille : la T.C.P. explicite comment un bien est formé à partir de plusieurs objets, c'est à dire en quelque sorte et sur un point particulier, comment on passe de la formulation de JEVONS à celle d'EDGEWORTH.

B. - APPLICATIONS.

Ces remarques simples permettent d'une part de préciser dans quelle perspective il faut chercher à définir une représentation du choix patrimonial, d'autre part d'éclaircir la place de la T.C.P. dans une telle représentation.

.1. Pour représenter le choix patrimonial, il importe de ne pas confondre objet et bien. Il n'y a de demande que pour des biens, c'est à dire des objets utiles. Mais l'utilité n'est pas une caractéristique propre aux objets, elle est une caractéristique des objets dans un emploi donné. De la sorte, entre "objet" et "bien", il y a déjà place pour un processus de choix, le choix d'un "mode d'emploi" ; bien plus, il faut alors poser que l'analyse de la demande d'objets doit se déduire de celle de la demande de biens, et doit pour cela reconnaître l'emploi auquel sont destinés les objets.

L'idée centrale d'une représentation du choix patrimonial est qu'il existe un plan pour lequel le ménage définit les grands objectifs qu'il entend atteindre, et que, dans l'exécution de ce plan, il choisit des actifs correspondant à ces objectifs.

.2. Parmi ces grands objectifs, figure celui de disposer d'une "fortune" utilisable à toutes fins utiles. Cette "fortune" prend la forme d'un portefeuille, et la place naturelle de la T.C.P. est, au premier abord, d'indiquer comment est composé ce portefeuille. Ainsi le ménage choisirait à un niveau supérieur entre différents biens simples ou composites, dont le portefeuille, et à un second niveau, entre différents objets composant le portefeuille.

La situation est légèrement compliquée par l'existence de ces biens complexes que sont le logement et la monnaie. Si nous ne réduisons pas H à son expression H.R, logement de rapport, nous ne pouvons non plus exclure que la propriété de H soit propriété de V.H et satisfasse par là au besoin de "fortune".

La solution possible est de considérer que le logement de jouissance est du point de vue de la gestion pécuniaire du patrimoine, une donnée à laquelle s'ajuste la composition du portefeuille ; de même pour l'encaisse.

Cette solution est-elle justifiée ? Il est certain que du point de vue de la rationalité, enseignée par la T.C.P., un tel mode de gestion n'est pas optimal. Si le comportement effectif de l'épargnant relève d'une telle rationalité, cette solution n'est pas très satisfaisante, et du même fait, notre "idée centrale" ne l'est pas non plus. Par contre, s'il apparaît, comme le suggèrent les remarques du chapitre I, que l'épargnant recherche des résultats satisfaisants et non des résultats maximaux, alors cette solution peut être retenue.

#### C. - PLAN.

Dans ces conditions, notre exposé s'ordonne en deux étapes.

La première est consacrée au développement de l'"idée centrale" ci-dessus. On s'efforce donc de dégager la notion de plan patrimonial, en termes généraux, et d'en préciser les aspects financiers.

La seconde s'attache aux conditions de la formation et de la mise en oeuvre du plan. Il est évident qu'elle est très importante. Il s'agit d'une part de compléter le développement précédent en montrant comment le plan patrimonial est un aspect de la conduite économique totale de l'individu, et doit se comprendre dans l'analyse des rapports entre l'individu et son environnement. Ces précisions sont d'un point de vue pratique celles qui intéressent le plus directement la définition d'une politique de l'épargne. Il s'agit, d'autre part, de montrer que les ménages acceptent effectivement d'avoir une gestion pécuniaire non optimale : et ceci est une confirmation, a posteriori en quelque sorte, de l'opportunité de notre hypothèse.

### Chapitre III. - L'ANALYSE DU PLAN PATRIMONIAL.

Le patrimoine est un ensemble de biens durables ; c'est un ensemble dont la valeur est telle qu'il faut plusieurs périodes pour l'accumuler. Constituer progressivement cet ensemble, ou ne pas le dépenser, suppose qu'il y ait une utilité qui soit le fait de l'ensemble de ses composantes et de chacune d'elles.

Nous allons avancer ici que le patrimoine est un ensemble coordonné d'éléments hétérogènes. Hétérogènes, ces éléments le sont essentiellement parce qu'ils remplissent des fonctions différentes : l'un procure le service du logement, l'autre assure la retraite, etc... : chacun de ces éléments est un produit, et la plupart, mais pas tous, sont demandés pour eux-mêmes, pour remplir leur fonction particulière.

Mais une collection de biens divers n'est pas un patrimoine : pour qu'il y ait patrimoine, il faut que cette collection ait une unité. Celle-ci est le fait du plan qui, embrassant tous les éléments et les fonctions qu'ils remplissent, assure leur coordination. L'unité du patrimoine résulte de l'existence d'un plan patrimonial, auquel on peut reconnaître deux dimensions principales.

Ce plan définit en premier lieu les objectifs poursuivis par le ménage. Le patrimoine ne se constituant que progressivement, le ménage doit choisir de réaliser certains objectifs avant d'autres ; il doit éventuellement décider de l'abandon de certains objectifs déjà atteints. En ce sens, le plan est essentiellement dynamique : il définit la chronologie des projets du ménage au cours de la vie.

Le plan cherche ensuite à réaliser ces objectifs au moindre coût : c'est aussi un plan financier. A chaque instant, compte tenu des contraintes qu'impose la volonté de réaliser des fonctions non pécuniaires, compte tenu aussi du savoir-faire et de l'information limités du ménage, il oriente l'aménagement du patrimoine en vue d'un rendement pécuniaire optimal.

Ce sont là les centres d'intérêt de ce chapitre.

Après avoir précisé la notion de patrimoine, (section I), on étudie l'existence des fonctions patrimoniales non pécuniaires (section II). On cherche alors à comprendre comment l'accomplissement de ces fonctions constitue une contrainte pour la recherche du rendement pécuniaire (section III), avant d'aboutir enfin à l'étude de la demande d'actifs (section IV).

- SECTION I. -

NATURE ECONOMIQUE DU PATRIMOINE

Nous pouvons appeler patrimoine l'ensemble des éléments d'actif et de passif dont dispose le ménage. Cette définition est purement statistique. Une définition économique du patrimoine doit essentiellement montrer que tous ces éléments sont embrassés et coordonnés par le plan d'un sujet décidant : c'est l'existence de ce plan d'ensemble unique qui définit le patrimoine ; en son absence, le bilan du ménage n'est qu'une collection de biens sans signification intrinsèque.

A. - LE PATRIMOINE : EXPRESSION DU PLAN DU MENAGE.

Selon F. PERROUX, "le "capital en soi" n'existe pas. Il naît en même temps que le plan d'un sujet qui emploie des biens pour en tirer un effet économique... Il se caractérise comme un ensemble lié et complémentaire de biens ou de titres à des biens qui, par un emploi indirect, permet à un sujet de maintenir à un niveau déterminé un flux de services directs. Le capital consiste en la combinaison de biens réels et d'un calcul ou d'un pari en termes de prix... (il) est un ensemble ordonné à une fin et organisé pour l'attendre." (1)

---

(1) F. PERROUX, 71.

Aux termes de cette définition essentielle, ce sont à la fois l'hétérogénéité des biens et l'unité du plan qui en détermine l'emploi qui définissent la réalité du capital, ou, en ce qui concerne les ménages, du patrimoine. De son côté, K.E. BOULDING (1) adopte une conception très voisine de celle-ci : il se propose d'utiliser "le concept de bilan et de situation comme l'outil analytique essentiel" car "le concept de "structure d'actifs" ou bilan peut s'appliquer avec des degrés différents de valeur signifiante à n'importe quel organisme social... Le bilan est à la firme ce que son "état" est au corps : il décrit la structure de la firme en termes des quantités diverses de ses parties". (2)

L'auteur développe ainsi dans les premières pages de son ouvrage comment la diversité de nature des services rendus par les actifs, et aussi la valeur globale du bilan ont également un sens pour le ménage : la stratégie de celui-ci n'est pas seulement une stratégie réelle, définissant la nature des services désirés, elle est aussi une stratégie pécuniaire.

#### B. - L'HETEROGENEITE DES ELEMENTS DU PATRIMOINE.

Ce n'est pas par leur nature que les objets sont économiquement divers : c'est parce qu'ils sont soumis à des plans d'emploi distincts. L'économicité d'un bien est le fait de l'insertion de ce bien dans le plan d'un agent.

En effet, par eux-mêmes, les objets sont infiniment divers ; la multiplicité des critères qui les différencient est telle que toute comparaison de deux d'entre eux est exclue. Pour qu'une telle comparaison puisse intervenir, il est nécessaire que soit préalablement défini le critère de différenciation sous lequel

---

(1) K.E. BOULDING, 2, préface à la seconde édition.

(2) K.E. BOULDING, 2, page 27.

elle s'opère. Le choix de ces critères dépend de la fonction assignée à l'objet, de la finalité poursuivie à travers son emploi. Décrire l'hétérogénéité des biens, c'est donc décrire les fonctions que remplissent ces biens.

a) L'emploi réel ou pécuniaire des biens.

Il paraît intéressant de classer les fonctions assignées aux biens sous deux grandes rubriques :

.1. Il existe des biens qui sont employés principalement en vue d'un résultat pécuniaire. En les détenant, l'agent est indifférent à leur nature en tant qu'objet. Comme le dit HICKS : "Bien que le problème de choix de portefeuille ait des analogies avec celui du choix du consommateur, il existe une différence fondamentale. Le consommateur achète de la limonade parce qu'il aime la limonade, mais l'investisseur n'achète pas I.C.I. parce qu'il aime I.C.I." (1)

De ce point de vue, il existe une variété limitée de critères de différenciation : le taux espéré de rendement et sa dispersion, les conditions de l'échange de l'actif, etc... Deux situations doivent alors être distinguées, qui peuvent d'ailleurs co-exister. Dans la première, c'est la recherche du rendement pécuniaire optimal qui constitue l'objectif unique. Dans ce cas, la gamme des placements possibles a priori est assez large, et surtout - c'est un apport essentiel de la T.C.P. - ces placements sont demandés en portefeuille, c'est à dire non pour leur rendement propre, mais pour leur contribution à celui de leur ensemble. La seconde situation, au contraire, est celle dans laquelle d'autres objectifs prévalent, tel celui d'assurer une retraite, etc... Dans ce cas, les placements ne sont plus demandés en portefeuille, mais pour leurs caractéristiques propres à cet objectif particulier.

---

(1) J.R. HICKS, 36, page 104.

.2. D'autre part, il existe des emplois de biens tels que les caractéristiques extra-pécuniaires des objets ne sont pas indifférentes à l'agent. De tels biens ont alors une finalité "réelle". Cette catégorie d'emplois pose plusieurs problèmes.

- Alors qu'il existe une finalité pécuniaire qui peut être commune à plusieurs actifs, les emplois réels sont en général qualitativement distincts et spécifiques à chaque actif. La notion de demande en portefeuille ne saurait donc s'appliquer à leur égard.

- Les biens réels ont simultanément une finalité "pécuniaire" non négligeable : il en va ainsi par exemple du logement ou des actifs d'entreprise individuelle. On hésite alors à déterminer quelle finalité doit être considérée comme primordiale. Cette question ne présente en réalité qu'un faible intérêt : l'essentiel est que l'existence d'une finalité réelle non négligeable assure que ces biens ne sont pas demandés en portefeuille.

En définitive, la distinction entre emplois "réels" et emplois "financiers" conduit à une autre distinction importante : celle entre demande en portefeuille et demande, a contrario, autonome.

b) Demande en portefeuille et demande autonome.

Le fait de choisir des actifs dans le cadre de fonctions déterminées qui leur sont assignées conduit à distinguer des actifs fonctionnellement hétérogènes, et des actifs techniquement hétérogènes.

Des actifs sont techniquement hétérogènes quand ils diffèrent par des critères secondaires, au sein d'une fonction commune. C'est le cas par exemple de deux titres boursiers, ou, en général, de deux éléments de portefeuille : le plan de l'agent consiste alors à jouer de leurs différences techniques, pour atteindre une optimisation de leur résultat commun.

Des actifs sont fonctionnellement hétérogènes quand ils remplissent des fonctions différentes. C'est le cas par exemple de l'encaisse et des biens durables. Dans ce cas, le choix entre actifs est un choix entre les fonctions assumées par ces actifs.

En bref, la demande de groupes fonctionnellement hétérogènes d'actifs est autonome ; pour un groupe d'actifs fonctionnellement homogène, la demande de chaque actif est une demande en portefeuille. Il est clair que ces différences ne s'attachent pas aux actifs eux-mêmes, mais aux actifs tels qu'ils sont insérés dans un plan d'emploi : c'est là ce qui fait l'importance de la notion d'"économicité" des biens.

#### C. - L'UNITE DU PLAN PATRIMONIAL.

Ceci étant, il existe plusieurs manières de définir l'unité du plan qui associe des actifs techniquement ou fonctionnellement hétérogènes.

##### a) Une contrainte budgétaire.

Le premier principe utilisable est celui de l'unité d'une contrainte budgétaire patrimoniale : à un moment donné, le patrimoine a une valeur globale donnée, et le ménage affecte cette richesse de manière à égaliser l'utilité marginale de ses différents emplois.

Ceci est la version néo-classique, reprise récemment par M. FRIEDMAN ; nous avons vu que la T.C.P. en a donné une autre interprétation en définissant cette contrainte par la valeur du portefeuille.

Pour familière que soit l'introduction de ce principe, elle n'en constitue pas moins une hypothèse de comportement discutable. Elle suppose que la

contrainte ait un sens dans la psychologie du ménage : celui-ci considère l'ensemble de ses éléments de bilan comme une "masse de manoeuvre" à répartir entre différents emplois. A l'encontre de cette hypothèse, on pourrait objecter que les éléments de bilan étant fréquemment indivisibles, le raisonnement marginaliste s'applique mal à cette situation. B. PIGANIOL (1) a montré qu'il n'est pas possible de tenir compte de cette difficulté. On pourrait également objecter que ces éléments sont durables et que la demande qui les concerne est une demande en termes de stock : mais pour tenir compte de ce point, il suffit de supposer que la fonction d'utilité du décideur présente un certain caractère de permanence. Cette hypothèse ne paraît donc pas poser de difficulté formelle majeure.

Les difficultés qu'elle pose sont relatives à la définition de l'épargne qu'elle implique : elle suppose implicitement que la décision d'épargne vise à "détendre" la contrainte budgétaire patrimoniale, c'est à dire qu'elle est une décision d'ajouter à la valeur du patrimoine. A contrario, cette décision n'est pas une décision d'acquérir un bien nouveau ; choix patrimonial et décision d'épargne sont bien distincts. Le choix est donc fait de certaines motivations de l'épargne, et, à travers elles, on suppose que le ménage est un calculateur très sensible à l'incidence pécuniaire de ses décisions.

Cette philosophie implicite apparaît clairement dans un article bien connu de MODIGLIANI et BRUMBERG (2). Les auteurs supposent que la fonction du patrimoine est de répartir les ressources de l'agent dans le temps de manière que la séquence de ses consommations périodiques soit optimale selon une fonction d'utilité

$$u = u(c_1, \dots, c_n)$$

où  $c_i$  représente la consommation de chaque période.

---

(1) B. PIGANIOL, 72

(2) MODIGLIANI et BRUMBERG, 64.

La même perspective est retenue dans la "Théorie de la Fonction de Consommation" de M. FRIEDMAN (1) ; l'hypothèse de cycle de vie des auteurs ci-dessus y est remplacée par une hypothèse de proportionnalité. Cette transformation est liée à l'introduction de l'incertitude et d'un taux d'intérêt non nul ; elle correspond à celle de nouvelles fonctions patrimoniales: en particulier l'assurance et la recherche du revenu ; elle ne change pas fondamentalement la philosophie de l'explication.

En résumé, la démarche qui fonde l'unité du plan patrimonial sur l'existence d'une contrainte budgétaire spécifique conduit à proposer une certaine interprétation de la dynamique du patrimoine. Cette interprétation est intéressante, mais elle est assez formelle ; elle ne renseigne pas sur l'évolution des choix patrimoniaux ; elle postule un comportement d'épargne dont le pouvoir explicatif est limité.

b) Par contraste, on peut chercher à définir le plan patrimonial par la coordination d'objectifs hétérogènes. On suppose alors que, les ressources du ménage étant limitées, le ménage doit choisir de satisfaire certains objectifs en priorité. En termes de flux, l'évolution de la demande traduit l'évolution des priorités nouvelles. En termes de stock, la composition du patrimoine traduit la réalisation de priorités anciennes, correspondant à des objectifs qui ne sont pas abandonnés. L'intérêt principal de cette hypothèse tient dans la conception de la dynamique patrimoniale à laquelle elle conduit.

En ce qui concerne l'épargne, cette hypothèse voit dans sa fonction une demande de biens ; cette demande peut d'ailleurs être simultanément une demande pour la valeur de ces biens, comme dans l'hypothèse de MODIGLIANI, ou même avoir pour objet des actifs financiers. L'essentiel est qu'il s'agit d'une demande "pour" quelque chose, pour l'accomplissement d'une fonction donnée :

---

(1) M. FRIEDMAN, 28.

"Les individus se mettent à épargner pour quelque chose - pour mieux se réaliser ou pour financer des loisirs, pour l'éducation ou la carrière de leurs enfants...- et n'épargnent pas uniquement pour s'assurer contre une éventualité désagréable". (1)

On peut donc agir sur le taux d'épargne en promouvant ses emplois.

En ce qui concerne le patrimoine, cette hypothèse y voit un ensemble de moyens par lesquels le ménage cherche à atteindre un objectif, un certain mode de vie. La cohérence de la structure patrimoniale est celle des projets du ménage, projets qui trouvent leur origine en grande partie dans la relation du ménage à son environnement. C'est donc finalement d'une étude de caractère psycho-économique qu'est justiciable la composition du patrimoine. De plus, cette hypothèse suggère que l'analyse ne doit pas s'effectuer en termes d'actifs, mais en termes de fonctions : d'une part, la demande de ces actifs prend son sens dans la fonction qui leur est assignée ; d'autre part, l'association d'actifs fonctionnellement homogènes mais techniquement hétérogènes constitue un autre problème.

#### - CONCLUSION -

C'est cette dernière hypothèse que nous retenons : à travers ses actifs, le ménage vise la réalisation d'un certain mode de vie. Ses choix expriment la chronologie de ses projets ; et c'est à la lumière de chaque projet qu'il faut comprendre la demande des actifs correspondants.

Nous allons expliciter ces points ci-dessous.

Dès à présent, il est clair que la principale difficulté présentée par cette perspective est de dégager la rationalité pécuniaire qui, par delà la diversité des projets, ne peut manquer d'influencer leur réalisation : ce sera la matière de la section III.

---

(1) E.A LISLE, 51 page 15.

- SECTION II. -

LA DIVERSITE DES FONCTIONS PATRIMONIALES

La théorie des choix de portefeuille suppose que la connaissance d'une fonction d'utilité dont les arguments sont l'espérance et la dispersion du rendement suffit à déterminer les choix du ménage. La T.C.P. suppose qu'il en est ainsi, car elle postule que c'est la recherche de ce rendement qui motive le choix d'actifs. Nous allons, dans cette section, proposer une conception plus générale, en exposant,

- que des actifs sont demandés parce qu'ils permettent au ménage de réaliser un certain mode de vie,
- que parmi ceux dont la détention répond à un projet pécuniaire, il en existe qui sont demandés pour réaliser un projet pécuniaire spécifique, dont tous les aspects ne sont pas exprimés en termes de simple rendement.

A. - NATURE DES FONCTIONS PATRIMONIALES.

La difficulté qui se présente dès que l'on veut dépasser la simplification postulée par la T.C.P. est d'éviter d'être entraîné dans la description de fonctions spécifiques multiples. De fait, une nomenclature fonctionnelle adaptée aux besoins de la promotion commerciale des instruments de placement et de l'épargne peut gagner à un détail qui n'est pas nécessaire ici, car ce que nous voulons dégager est l'incidence de la spécificité des fonctions patrimoniales sur la demande des actifs. De ce point de vue, il peut être présumé que, si tous les actifs ont une fonction pécuniaire (point c), certains ont aussi une fonction réelle (a) et que la fonction pécuniaire des autres est spécifique (b).

a) Les fonctions "réelles".

Nous dirons que les actifs ont une fonction réelle lorsqu'ils permettent au ménage d'exercer une profession déterminée, ou de bénéficier de services particuliers, et que c'est dans ce but qu'ils sont détenus. Ces actifs sont donc des actifs physiques, sauf dans un cas particulier examiné ci-dessous ; mais tous les actifs physiques n'ont pas une fonction réelle : seuls en ont une les actifs détenus par le ménage pour jouir d'un mode de vie défini par un statut de consommation et un statut professionnel.

Cette proposition appelle diverses remarques.

- Parler d'un statut de consommation, c'est opposer les services d'un bien capital que possède le ménage à ceux d'un même bien qu'il loue. La comparaison ne porte pas sur le coût du service en chaque cas : elle porte sur sa nature ; on suppose le service qualitativement différent, pour le ménage, dans l'un et l'autre cas.
- En général, c'est à dire dans le cas des professions libérales et dans celui des entrepreneurs individuels, il est possible d'isoler dans le bilan du ménage les actifs physiques professionnels, et il y a confusion de fait, en ce qui concerne les actifs financiers, entre ceux du ménage es qualité et ceux de l'entreprise. Ce n'est que dans le cas de gérants de sociétés que l'actif permettant la jouissance du statut non salarial a une forme financière.
- Hormis cette exception, les actifs à fonction réelle sont des actifs physiques. Cette restriction est en réalité destinée à mieux préciser la nature des fonctions réelles. Les actifs dont la fonction est réelle sont des actifs employés de telle manière que le ménage ne peut s'en défaire s'il ne consent pas à changer de mode de vie.

b) Les fonctions pécuniaires.

Les autres actifs détenus par le ménage le sont parce que leur fonction est pécuniaire. Nous entendons par là que c'est principalement parce que ces actifs ont une valeur d'échange qu'ils font l'objet d'un plan d'emploi. Cela n'implique nullement qu'il n'existe pas d'autres caractéristiques contribuant à définir ce plan. Pour le comprendre, il faut préciser en quoi la richesse est utile au ménage.

- On peut d'abord accumuler et détenir des actifs à fonction pécuniaire afin de financer progressivement un projet de dépense indivisible. De tels projets sont les opérations immobilières, les vacances, l'installation des enfants etc... Tout ménage a, ou peut avoir, de tels projets ; il devient intéressant de les singulariser lorsqu'une date est décidée pour leur réalisation (1). En effet, en ce cas, le projet devient un objectif précis capable de polariser un effort du ménage. Or, fait important, il semble que les dates de réalisation ne puissent être fixées longtemps à l'avance. Ce fait est établi par les études du C.R.E.P., ainsi que par KATONA (2). Il ne lui est pas étranger que, selon M. FRIEDMAN, (3) les ménages ne sachent guère former une prévision opérationnelle de leur revenu au delà de trois ans. La durée de la période considérée va en principe de trois à cinq ans pour les projets immobiliers, de 0 à 6 mois pour les vacances et les achats de biens durables. De ce fait, les ressources affectées à ces emplois sont placées à court terme.

- Une autre perspective est d'accumuler des réserves pour garantir l'éventualité de dépenses urgentes et accidentelles. De telles dépenses, souvent subies plus que désirées, se singularisent par l'impossibilité de prévoir leur date de réalisation, et la grande incertitude de leur montant.

- La volonté de léguer un héritage, le désir d'assurer des ressources pour la retraite sont des motifs généraux de détenir la richesse. Ces objectifs peuvent être atteints par des moyens spécifiques : ce sont les droits sur les systèmes de retraite ou d'assurance vie. Le recours à de tels moyens présente des caractères particu-

---

(1) Ce critère est suggéré par R. COSTE, 9

(2) G. KATONA, 38, page 26 sq

(3) M. FRIEDMAN, 28, page 221.

liers ; pour certaines professions - celle des salariés en particulier - il est institutionnalisé ; de toute manière, ces actifs servent ces objectifs spécifiques et nul autre, et le choix qui en est fait est irréversible ; enfin, ils apparaissent comme les moyens privilégiés de réaliser ces objectifs. Pour ces raisons, le désir d'acquérir de tels droits peut être considéré comme un projet spécifique du ménage.

- Restent enfin les raisons de détenir de la richesse sans but précis, c'est à dire en fait pour un ensemble de buts simultanés. La fortune peut être une fin en soi ; elle peut être plus pratiquement le moyen d'accroître la liberté d'action du ménage (1) ; elle correspond alors à la préparation de projets dont l'échéance non déterminée est trop lointaine pour qu'il s'agisse de projets spécifiques.

Cette typologie des raisons d'accumuler de la "richesse" est par elle-même une typologie non pécuniaire ; elle permet de déterminer l'intérêt des caractères particuliers des placements.

- Aux deux premiers motifs exprimés ci-dessus, correspondent des actifs dont la caractéristique est de pouvoir être transformés en monnaie sans perte à brève ou très brève échéance. Il s'agit là d'une exigence imposée par la nature de ces projets. Si de tels projets sont suffisamment individualisés dans l'ensemble des motifs de détenir de la richesse, il y a lieu de penser qu'une demande spécifique existe pour des actifs ayant cette propriété. En d'autres termes, parce que certains emplois de la fortune sont satisfaits par des actifs assez liquides, la liquidité devient une caractéristique fonctionnelle spécifique des actifs pécuniaires : il existe une demande d'"actifs liquides" qui est une des demandes d'actifs du ménage plus qu'une caractéristique générale de leur patrimoine.

---

(1) E.A. LISLE, 52 page 13.

- Au troisième motif correspond par définition une classe déterminée d'actifs.

- Ainsi, loin de constituer un ensemble homogène dont la structuration ne se comprend que dans le cadre d'un portefeuille unique, il existerait des classes d'actifs pécuniaires fonctionnellement distinctes.

c) La signification pécuniaire des actifs réels.

A cette circonstance vient s'ajouter un autre élément : les actifs fonctionnellement réels du patrimoine sont durables et, de ce fait, ont une signification pécuniaire. De plus, ils ont un taux de rendement déterminé, qui reflète simultanément leur usure, leur plus value, et comme le suggère A. WOLFELSPERGER (1), la différence entre le coût de leur service et le coût du même service obtenu par location.

Par ces deux caractéristiques pécuniaires, ces actifs satisfont au quatrième motif de détention défini ci-dessus. Mais dans ce cadre, et parmi les autres actifs satisfaisant aux mêmes motifs, ils présentent la caractéristique d'être non négociables : leur fonction réelle interdit en effet qu'en l'absence d'un changement fondamental du mode de vie, ils puissent être réalisés. De plus ces actifs sont, par définition, choisis en fonction de leurs caractéristiques réelles.

Au total, dans la mesure où le patrimoine est autre chose qu'une masse de manoeuvre aux éléments indistincts, c'est à dire dans la mesure où il est l'association d'éléments fonctionnellement spécifiés, l'ensemble des actifs n'est pas un continuum de valeurs différent par leur seul rendement, mais un ensemble de produits caractérisés et spécifiques par leur aptitude à remplir des fonctions déterminées.

---

(1) A. WOLFELSPERGER, 91.

B. - DETERMINATION DE LA DEMANDE D'ACTIFS.

Admettre que les actifs remplissent des fonctions patrimoniales spécifiques, c'est admettre qu'ils sont des biens demandés pour eux-mêmes, et non comme simples avatars d'un instrument idéal de placement. Demandés pour eux-mêmes, les actifs le sont alors au sein d'une contrainte budgétaire unique qui englobe tant leur demande que celle des biens de consommation. On peut donc appliquer à leur demande le schéma formel des choix du consommateur ; toutefois, cette transposition rencontre deux difficultés particulières.

a) Le principe de la demande d'actifs.

Dans une première étape, on peut ignorer ces difficultés. Ceci conduit d'une part à ne pas tenir compte des liaisons existant entre les actifs, qui résultent de leur fonction pécuniaire commune ; d'autre part, à supposer l'existence de biens fictifs, dont chacun est adapté à la réalisation de chacune des fonctions patrimoniales énumérées ci-dessus.

Dans ces conditions simplifiées, plusieurs représentations du problème de choix sont possibles.

- Le choix concerne l'affectation des ressources d'une seule période. La contrainte budgétaire est alors déterminée par les recettes de la période, auxquelles s'ajoute la contrevaletur monétaire du patrimoine initial. Sous cette contrainte, le ménage peut demander des biens de consommation et des biens patrimoniaux. Certains de ces derniers cependant, sont indivisibles ; le ménage peut pallier cette indivisibilité en demandant des provisions spécialement affectées à leur acquisition. L'utilité de telles provisions découle de celle des biens auxquels elles sont affectées, compte tenu de la nécessité de retarder leur acquisition effective.

- Le choix concerne un ensemble de périodes : ensemble suffisamment large pour que malgré leur indivisibilité, les actifs patrimoniaux puissent être financés dans le cadre de la contrainte budgétaire correspondante. Celle-ci est déterminée par la contrevaleur en monnaie du patrimoine initial du ménage, et par la somme actualisée de ses recettes périodiques. Le ménage demande sous cette contrainte un ensemble de biens de consommation et des éléments de patrimoine.

Chacune de ces manières de poser le problème pose des difficultés très sérieuses. En ce qui concerne la contrainte budgétaire, il est clair que, dans la seconde problématique, elle n'est rigoureusement définie qu'après que les choix d'emploi ont été effectués ; en ce qui concerne le prix des actifs, il est clair que ce prix n'est pas unique, mais diffère selon qu'initialement l'actif en question figure déjà ou non dans le patrimoine. En ce qui concerne l'utilité de chacun des objets du choix, elle dépend de la date à laquelle ces objets peuvent être acquis, date qui ne peut être définie avant que le choix soit fait.

Il existe sans doute une solution à ces difficultés, mais une solution formelle seulement. Ce n'est pas là que peut résider l'intérêt de ces problématiques, qui tient tout entier dans l'idée qu'il n'existe qu'un seul ensemble d'objets patrimoniaux ou de consommation, et non deux sous-ensembles.

L'utilité de chaque actif patrimonial explique ainsi non seulement la composition du patrimoine, mais aussi son importance : au lieu d'être essentiellement une addition à la valeur du patrimoine, l'épargne est un sous-ensemble des demandes du ménage. Par delà ce principe, toute précision "expliquant" les choix du ménage en termes de taux de substitution et de rapports de prix est formelle : c'est en réalité à la notion de choix de structure qu'un effort d'explication devra recourir (1).

---

(1) cf. infra section IV.

b) La cohérence pécuniaire des choix.

Le formalisme de la méthode et les difficultés qu'elle rencontre ne sont pas les seules raisons pour lesquelles il convient de chercher à dépasser la simple extension de la problématique classique des choix du consommateur. Il y a à cela une autre justification déterminante : cette méthode ne rend pas compte de la cohérence pécuniaire des demandes d'actifs.

Au total, il faut donc retenir que, s'il existe des fonctions patrimoniales spécifiques, et dans la mesure où elles existent,

- la dichotomie introduite habituellement entre choix de consommation et choix de placement doit disparaître,
- l'analyse de la demande de placements doit prendre en compte les caractères spécifiques des fonctions qui leur sont assignées,
- cette analyse doit également tenir compte de la stratégie proprement pécuniaire du décideur.

c) Les objections présentées à l'existence de fonctions patrimoniales spécifiques.

En réalité, les théories dont nous avons fait état au chapitre précédent admettent toutes que le choix patrimonial est distinct du choix de consommation et s'exerce sous une contrainte budgétaire spécifique. Toutes ces théories supposent donc que l'épargne est d'abord une non consommation, une addition à la valeur du patrimoine ; elles ne reconnaissent pas que son emploi puisse être décidé en même temps que sa formation, ou même être le moteur de celle-ci.

Cette conception est très nettement formulée par L. WALRAS dans un passage que nous avons cité (1). Pour lui, le mode d'obtention du service d'un capital est indifférent à la nature de ce service.

---

(1) WALRAS, 58 paragraphe 231.

Le revenu fictif procuré par l'usage d'un logement que l'on possède s'estime donc correctement par le prix de marché de la location. Formulée dans le contexte très particulier de l'économie pure, cette position ne soulève pas de difficulté.

Raisonnant dans un cadre plus concret, A. WOLFELSPERGER considère qu'il existe une différence de coût entre le service acheté par location du capital, et le service produit par le propriétaire de ce capital. Mais l'auteur interprète cette différence simplement comme une différence de rendement des actifs : il pose donc le problème du choix en termes de simple calcul pécuniaire.

Il est également possible de voir dans le mode d'obtention du service une caractéristique définissant sa nature. En ce cas, le revenu fictif doit s'estimer à une valeur différente du prix de la location du capital. La différence entre l'utilité du service obtenu directement et celle du service acheté peut alors s'exprimer par l'utilité de la différence de rendement du bien capital, et le problème peut s'exposer encore en termes de rendement.

Ce sont là des conceptions différentes de celle que nous avons exposée. Celle-ci, en résumé, dit qu'il existe une différence dans la nature du service, selon son mode d'obtention, et que cette différence entraîne une différence dans la nature du bien, selon les fonctions qui lui sont assignées. Dans ces conditions, les biens capitaux sont de nature hétérogène et irréductible à de simples variétés d'instruments de placement pécuniaire.

Le choix entre ces conceptions se justifie essentiellement par des considérations d'ordre empirique : en théorie, chaque conception peut être retenue, si elle est appliquée avec cohérence. La question empirique est double :

- Existe-t-il effectivement une différence dans la nature du service, selon la manière dont il est obtenu ?
- Cette différence se répercute-t-elle sur celle du bien capital, selon l'emploi qui en est fait ?

Il convient, croyons nous, d'apporter une réponse positive sur ces deux points : l'expérience française et étrangère montre en effet qu'une très grande partie de l'épargne est liée directement à des raisons d'investir, selon l'expression de DUESENBERRY (1) ; cette hypothèse permet d'autre part d'expliquer que la propension à épargner des ménages accédant à la propriété soit particulièrement élevée\* ; elle permet également d'expliquer l'existence d'un effet d'âge et la faible sensibilité des ménages aux incitations financières.

---

(\*) C.R.E.P., 12 T.II page 18 sq.

(1) J. DUESENBERRY, 19.

- SECTION III. -

L'UNITE DU PATRIMOINE

---

- A -

LES FONCTIONS PECUNIAIRES

F. PERROUX, rappelons-le, caractérise le capital par l'hétérogénéité de ses composantes et par l'unité du plan qui les emploie. C'est ce second point qu'il nous importe d'examiner maintenant. Il s'agit là d'un problème complexe.

L'unité du patrimoine a en effet deux fondements. D'une part, chacune de ses composantes a une signification pécuniaire ; et il existe une stratégie correspondante du ménage qui cherche à optimiser le rendement de l'ensemble du patrimoine. D'autre part, ces composantes ont des fonctions réelles ou des fonctions pécuniaires spécifiques : un autre aspect du plan patrimonial est de définir les objectifs prioritaires.

C'est le premier de ces aspects du plan qui fait l'objet de cette section. Nous l'étudierons de la manière suivante :

- Nous nous plaçons d'abord dans le cas idéal d'un ménage dont le comportement financier est très rationnel. Ce ménage, tout en subissant diverses contraintes, cherche à optimiser le rendement de son patrimoine, alors même que cela exige de sa part une activité de calcul et d'information très importante.

- Dans un second temps, nous modifierons les conclusions précédentes pour traiter le cas plus courant du ménage qui accepte de poser des hypothèses simplificatrices, quitte à ce que le rendement de son patrimoine ne soit pas optimal.

A. - COMPORTEMENT DU MENAGE TRES CALCULATEUR.

Le ménage idéal de la T.C.P. cherche à optimiser le rendement de son patrimoine. Il en ajuste la composition de manière à ce que le couple espérance - dispersion qui en décrit le rendement soit le couple préféré. Cette sélection s'opère sous une double contrainte : contrainte imposée par la valeur du patrimoine ; et contrainte imposée par la nécessité de devoir prélever sur lui les sommes nécessaires pour effectuer divers règlements en monnaie.

On supposera ici que la valeur initiale du patrimoine est déterminée, c'est-à-dire que l'on n'étudiera pas l'éventualité du recours à l'emprunt. L'introduction de la possibilité d'emprunter aurait pour principal effet de compliquer les notations, sans modifier les conclusions.

La nécessité de devoir prélever sur le patrimoine pour effectuer des règlements en monnaie constitue la contrainte de liquidité. Cette contrainte est ignorée par la T.C.P., ou tout au moins dans les exposés qu'en donnent MARKOWITZ et TOBIN. Nous commencerons par en exposer la nature ; puis, nous en montrerons l'interprétation en termes de rendement.

a) La contrainte de liquidité.

Le patrimoine possédé par le ménage à un instant donné est destiné à être éventuellement dépensé en partie, soit pour pallier une insuffisance temporaire ou durable des recettes courantes, soit pour réaliser un projet patrimonial donné.

Pour cela, il faut qu'une partie du patrimoine soit alors convertie en monnaie. Il convient que cette conversion ne soit pas l'occasion d'une perte, et cela entraîne une contrainte dans le choix des actifs : tous les actifs ne peuvent être cédés sans perte à tout moment.

Pour définir la contrainte de liquidité, il faut donc définir d'une part dans quelles conditions le patrimoine doit être dépensé : c'est l'échéancier des dépenses ; d'autre part, dans quelles conditions les actifs peuvent être convertis sans perte en monnaie : c'est la question de leur période de liquidité.

#### .1. L'échéancier des dépenses.

Abordons le premier problème par le moyen d'un exemple simplifié. Soit un ménage possédant à la fin de l'année 0 un patrimoine de 60.000 F sous forme de monnaie. Ce ménage prévoit pour les années à venir des recettes courantes  $R_t$  constantes égales à 20.000 F, et des dépenses courantes  $D_t$  également constantes, égales à 15.000 F, accrues pour les années 2 ( mariage d'un enfant : 20.000 F ), 5 ( vacances : 10.000 F ) et 10 ( achat d'une résidence secondaire pour les enfants qu'il aime décidément beaucoup : 50.000 F ) par des dépenses exceptionnelles.

L'excédent courant de ses recettes sur ses dépenses  $S_t$ , ordinairement positif, est donc parfois très négatif :  $S_2 = - 15.000$ ,  $S_5 = - 5.000$ ,  $S_{10} = - 45000$ . Cela n'implique par pour autant que la différence devra à chaque fois être couverte en prélevant sur le patrimoine initial : il n'en sera ainsi qu'en 2 et en 10 ; en ce qui concerne  $S_5$  en effet, les excédents positifs de  $S_3$  et  $S_4$  permettent de le couvrir. Ce qui intéresse le ménage n'est donc pas chaque solde  $S_t$ , mais une variable définie à partir de ces soldes. Cette variable,  $P_t$  prend une valeur positive lorsqu'un prélèvement sur le patrimoine initial est nécessaire : on a dans cet exemple :

$$P_2 = - ( S_1 + S_2 ) = 10.000$$

et

$$P_{10} = - \left( \sum_3^{10} S_t \right) = 25.000$$

$P_t$  étant connu, le ménage sait qu'il peut placer son patrimoine initial comme il l'entend, mais que 15.000 F devront en être soustraits dans deux ans et 25.000 F dans dix ans.

Pour représenter formellement cet échéancier de dépenses, on considère les variables aléatoires  $R_t$  et  $D_t$  exprimant les recettes et dépenses du ménage pour la période  $t$ , et  $S_t$  qui en est le solde :  $S_t = R_t - D_t$ .

Le raisonnement utilise trois variables :  $SS_t$ ,  $SS'_t$ , et  $P_t$  qui sont calculées par itération à partir de  $S_t$ .

- On a la valeur initiale  $SS_1 = S_1$

$$\text{Si } SS_1 < 0, \quad SS'_1 = 0 \quad \text{et } P_1 = SS_1$$

$$\text{Si } SS_1 \geq 0, \quad SS'_1 = SS_1 \quad \text{et } P_1 = 0$$

-  $SS_2 = SS'_1 + S_2$  et on a simultanément :

$$SS'_2 = SS_2 \quad \text{si } SS_2 \geq 0, \quad \text{et dans ce cas, } P_2 = 0, \quad \text{et}$$

$$SS'_2 = 0 \quad \text{si } SS_2 < 0, \quad \text{et dans ce cas, } P_2 = SS_2$$

- Donc en général,

$$SS_t = SS'_{t-1} + S_t \quad \text{et}$$

$$SS'_t = SS_t \quad \text{et } P_t = 0 \quad \text{si } SS_t \geq 0$$

$$SS'_t = 0 \quad \text{et } P_t = SS_t \quad \text{si } SS_t < 0.$$

Ceci vise à définir la variable aléatoire  $P_t$  à partir de la séquence des  $R_t$  et  $D_t$ .  $P_t$  est la dépense en  $t$  qui doit être financée par un prélèvement sur le patrimoine initial. L'ensemble des  $P_t$  pour  $t$  allant de la période 0 à l'horizon de la prévision constitue l'échéancier des dépenses recherché.

Chacun des termes  $P_t$  de cet échéancier est une variable aléatoire définie à partir des variables  $R_t$  et  $D_t$  elles-mêmes aléatoires. Ceci complique grandement l'estimation de  $P_t$ . En sens inverse, la prévision n'a à couvrir qu'un horizon limité : au delà d'un certain horizon, tous les placements effectués en 0 sont en effet liquides.

## .2. La liquidité des actifs.

L'existence d'échéances  $P_t$  impose au ménage la contrainte suivante : il faut qu'en  $t$  donné, une partie de ses placements initiaux soit "liquide". Ceci est une contrainte car il existe pour les divers actifs des durées de placement minimales en deça desquelles ces actifs ne sont pas liquides. Appelons cette durée période de liquidité de l'actif. Les raisons pour lesquelles cette période n'est pas nulle sont les unes de caractère technique, les autres le fait du plan de l'agent.

i. Une première raison technique correspond à la notion de liquidité proposée par BALL (1). Selon cet auteur, la liquidité est une relation entre le temps consacré à la réalisation d'un actif et le prix retiré de cette vente, exprimé en pourcentage du prix "normal" de l'actif. Cette conception s'applique bien aux actifs immobiliers. La liaison ainsi définie est naturellement définie en probabilité.

ii. Une seconde raison technique réside dans l'existence de coût de transaction. En raison de ces coûts, le rendement net d'un placement est inférieur à son rendement brut ; et il existe une durée minimale de placement en deça de laquelle le rendement net est négatif. Cette durée est aléatoire, car le taux de rendement brut est incertain.

---

(1) BALL, 1.

C'est sur ce critère que HICKS fonde sa définition de la liquidité. Toutefois, il donne de ce critère une interprétation particulière : sa définition, que nous avons rapportée, se fonde en effet sur les coûts de transaction liés à l'achat de l'instrument de placement. Cette restriction est en principe regrettable, même s'il est vrai que les coûts sont souvent moindres pour la vente que pour l'achat (ex : les S.I.C.A.V., les biens immobiliers).

iii. Une troisième circonstance s'oppose à l'existence de périodes de liquidité nulles, et entraîne au contraire celle de période très longues. En détenant certains actifs, l'agent vise la réalisation d'une fonction patrimoniale déterminée ; il se refuse à vendre ces actifs aussi longtemps que cette fonction lui paraît devoir être accomplie. C'est ainsi que tous les actifs qui ont une fonction réelle sont de ce fait non négociables ; il en va de même, fréquemment, pour des actifs financiers. De tels actifs détenus dans ces conditions doivent être considérés comme absolument non liquides : c'est l'un des biais par lesquels les choix fonctionnels du ménage exercent une contrainte sur sa recherche d'une optimisation pécuniaire.

Chacune de ces trois conceptions conduit à une mesure différente de la période de liquidité de l'actif. En réalité, la troisième ne définit pas une notion relative, mais absolue de la liquidité : elle définit l'existence d'actifs "non-liquides". Nous pourrions donc employer le terme de période de négociation pour exprimer la première conception, et celui de période de récupération pour exprimer la seconde. Il n'y a pas à choisir entre ces deux conceptions : chacune exprime un aspect particulier des obstacles qui empêchent un actif d'être immédiatement réalisable sans perte. Si nous nous plaçons au moment où l'agent prend sa décision de placement, nous voulons désigner par période de liquidité la durée normale pendant laquelle il estime devoir être obligé de maintenir ce placement, sauf à subir une perte. Cette période est une combinaison de la période de négociation et de la période de récupération ; elle n'en est pas tout à fait la somme.

Appelons PL, PN et PR les périodes de liquidité, de négociation et de récupération, qui sont des variables aléatoires dont les espérances mathématiques sont L, N et R respectivement. Soit O la date à laquelle le ménage arrête son plan. La variable PN représente les différents délais  $m_i$  nécessaires avec les probabilités  $p_i$  pour que la pleine valeur du placement soit réalisée ; la décision de réaliser le placement peut être prise avant la date O + R, soit R : elle peut être prise en particulier en R - N ; mais en ce cas, on a la probabilité  $p_i$  pour que la réalisation intervienne avant R, en  $R - N + m_i < R$ , ce qui entraîne une perte. Pour minimiser ce risque de perte, il faut prendre la décision de vendre postérieurement à R - N. PL est donc une variable aléatoire définie selon l'aversion de l'agent au risque, en fonction de PN et PR, et dont l'espérance mathématique est comprise entre R et R - N.

b) La recherche du rendement optimal.

Nous considérons ici un ménage capable de calculer beaucoup pour améliorer le rendement de son patrimoine, et désireux de le faire. Ce ménage possède une fonction d'utilité définie par une carte d'indifférence entre diverses espérances de rendement et les dispersions correspondantes. Son patrimoine initial comprend de la monnaie et des actifs qui, ayant une fonction réelle donnée, sont non-liquides. Son processus de calcul est le suivant :

- déterminer le rendement net d'un actif donné en fonction de la durée pendant laquelle cet actif est placé ;
- évaluer la probabilité pour qu'un Franc marginal puisse être placé pour une période donnée ;
- déduire de ces deux estimations le rendement net anticipé d'un Franc marginal placé en divers actifs ;
- compte tenu du rendement du patrimoine tel qu'il est déjà structuré, et de la fonction d'utilité, choisir l'instrument de placement préféré.

.1. Estimation du rendement net d'un actif placé pour une durée déterminée.

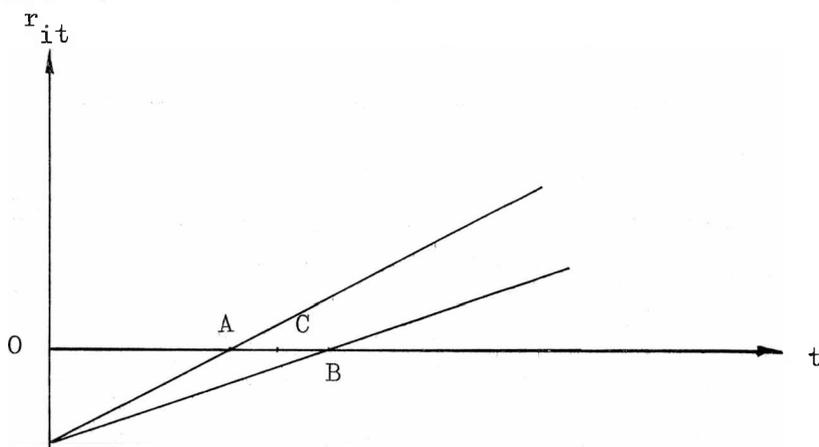
La première étape du processus est de définir le rendement net  $r_{it}$  d'un actif donné  $i$ , lorsque cet actif est acheté en 0 et réalisé en  $t$ .  $r_{it}$  est une fonction du temps car :

-  $E(r_{it})$  est une fonction croissante de la durée de placement, d'une part en raison de l'existence de coûts de transaction, d'autre part parce que le marché donne à certains instruments une rémunération plus favorable parce qu'ils doivent être détenus plus longtemps (ex : les plans d'épargne).

- La dispersion de  $r_{it}$  est fonction de  $t$  car la prévision est parfois plus difficile lorsque  $t$  devient plus grand, et de nouveaux facteurs interviennent, tels que l'évolution des taux d'intérêt et de leur structure.

Un autre caractère important de  $r_{it}$  est le suivant : les valeurs négatives de cette variable aléatoire ne résultent pas directement d'une estimation du rendement brut et des coûts de transaction, mais d'un calcul de coût d'opportunité. En effet, plutôt que de réaliser  $i$  avec perte, le ménage préférera emprunter pour suppléer à l'insuffisance de son encaisse, si le coût de cet emprunt est inférieur à la perte alternative.

En représentant  $r_{it}$  par ses déciles extrêmes, on peut, pour un actif  $i$  établir le graphique suivant :



Ce graphique appelle trois remarques :

- il n'y a aucune nécessité pour que l'évolution de déciles extrêmes de  $r_{it}$  ou l'écart entre ces déciles soient une fonction linéaire croissante de  $r_{it}$ ,
- le taux de rendement net nul a 80 chances sur 100 d'être atteint entre A et B.  $t = A$  et  $t = B$  sont les déciles extrêmes de la période de liquidité de l'actif  $i$ . La graphique montre qu'à cette représentation de la période de liquidité, le ménage peut substituer une "représentation instantanée" : la probabilité pour que  $i$  soit liquide en  $t = C$  est la probabilité pour que  $r_{iC} = 0$ .
- L'estimation de  $r_{it}$  tient compte des frais liés à la réalisation du placement. Ces frais dépendent de la période de négociation, selon la remarque de BALL. On admet, par souci de simplicité, que le ménage, lorsqu'il définit  $r_{it}$ , puisse disposer d'un préavis suffisant pour réaliser la pleine valeur normale de son placement. Alternativement, il faudrait définir  $r_{itp}$  selon la durée du préavis  $p$ .

.2. Evaluation de la probabilité pour que l'actif  $i$  soit placé jusque  $t = h$ .

La seconde étape du processus est de réinterpréter l'échéancier des dépenses. A tout  $t$ , cet échéancier associe un prélèvement  $P_t$ . La question est de savoir si ce prélèvement pourra être opéré sur l'encaisse détenue en  $h$  ou s'il faudra réaliser l'un des autres placements, à commencer par l'actif  $i$  dont on envisage l'acquisition. Si  $i$  est acheté, l'encaisse initiale du ménage se réduit à  $M_0$ .

Appelons  $S P_h$  la somme des prélèvements aléatoires intervenant entre 0 et  $t = h$  compris :

$$S P_h = \sum_{r=1}^h P_r.$$

La probabilité pour qu'il ne soit pas nécessaire de réaliser  $i$  en  $h - 1$  ou auparavant est :

$$P \left[ ( M_0 - S P_{h-1} ) > 0 \right] = l_{h-1}.$$

On définit de même  $l_h$ . La probabilité pour que  $i$  doive être réalisé en  $h$  est donc :

$$(l_h - l_{h-1}) = d l_h.$$

On a évidemment : 
$$l_h + \sum_1^h d l_h = 1$$

### .3. Estimation du rendement effectif de $i$ .

Ceci étant, le rendement effectif de  $i$  dépend de son rendement  $r_{it}$  s'il est placé jusque  $t$  et de la probabilité  $d l_t$  pour qu'il doive être réalisé à cette date. Pour un horizon de placement  $h$ , le rendement  $R_{ih}$  de l'actif est donc :

$$R_{ih} = l_h \cdot r_{ih} + \sum_{t=1}^h d l_t \cdot r_{it}$$

### .4. Choix de l'actif.

Le ménage choisit donc entre des instruments de placement datés, c'est-à-dire placés jusqu'à un terme déterminé. Il choisit le placement marginal dont le rendement  $R_{ih}$  a une espérance mathématique et une dispersion qui, compte tenu du rendement des autres placements, correspond à un rendement optimal du patrimoine (1).

## B. - COMPORTEMENT DU MENAGE CONCRET.

La complexité des calculs exigés par ce processus, et les quantités d'information qu'ils requièrent sont tels qu'il est peu raisonnable de croire qu'il représente la demande effective des ménages.

---

(1) Nous avons raisonné ici en supposant que le patrimoine est initialement détenu sous forme monétaire. Le même raisonnement s'applique s'il en va différemment ; seule la courbe  $r_{it}$  est modifiée.

Il importe donc de dégager quelques hypothèses de comportement qui sont de nature à simplifier considérablement la détermination du choix. Ces hypothèses se rapportent à l'appréciation de la contrainte de liquidité.

a) L'interprétation de la préférence pour la liquidité.

.1. Préférence pour la liquidité et aversion au risque.

L'"aversion au risque" est la description de la préférence du ménage envers l'espérance mathématique et la dispersion du rendement d'un ensemble de placements, d'un "portefeuille". La "préférence pour la liquidité", selon le schéma du paragraphe précédent, ne traduit pas autre chose. En effet :

- d'une part l'aversion au risque se rapporte au rendement effectif, c'est-à-dire, compte tenu de la contrainte de liquidité ; nous pourrions parler de "rendement liquide";

- d'autre part, préférer la liquidité peut signifier : préférer des actifs dont la période de liquidité a une faible dispersion ; ou préférer des actifs dont la période de liquidité a une faible espérance ; ou les deux, le tout en comparant des actifs dont l'espérance de rendement est la même. De tels actifs sont des actifs dont le rendement net a une faible dispersion, ou qui subissent des frais de transaction réduits, ou les deux.

En raisonnant en termes de "rendement liquide" comme dans le paragraphe précédent, il n'y a donc pas lieu de voir dans ces deux formules l'expression de deux attitudes distinctes du "décideur".

.2. Le sens d'une préférence pour les actifs liquides.

En pratique cependant, chacune de ces notions tend à recevoir un contenu spécifique ; le ménage privilégiant certains actifs pour affronter la contrainte de liquidité. Il en est ainsi pour deux raisons.

- Il s'agit d'abord de réduire la complexité des calculs conduisant à l'estimation du rendement effectif. La difficulté de cette estimation est la suivante : il faut prévoir non seulement le rendement net d'un placement maintenu jusqu'en  $t = h$ , mais aussi la probabilité pour que ce placement soit réalisé en tout  $t$  compris entre 0 et  $h$ , et le rendement net correspondant. Si par hypothèse cette probabilité est nulle, l'estimation du rendement effectif est simplifiée. En fait, cette probabilité ne peut être nulle, puisqu'il n'y a pas de borne a priori aux valeurs de  $P_t$  ; elle peut néanmoins être assez faible pour être négligée. C'est la probabilité pour que l'encaisse  $M_0$  ou ses substituts soient supérieurs à la somme  $\sum P_h$  des prélèvements  $P_t$  de 0 à  $h$ . Elle dépend donc de  $P_t$  et de  $h$  ; et de  $M_0$  ou de ses substituts. Pour que cette probabilité soit assez faible pour être négligée, il faut que le ménage détermine une encaisse initiale suffisante. Le système de préférence qui détermine le seuil de probabilité considéré et les  $P_t$  étant constants, cette encaisse sera d'autant plus considérable que  $h$  sera plus élevé ; c'est-à-dire que les autres éléments du patrimoine auront une période de liquidité plus importante : il y a là une première liaison entre les diverses composantes du patrimoine.

- La seconde raison doit être cherchée dans les caractères mêmes de  $P_t$ .  $P_t$  est l'excédent des dépenses des périodes futures sur les recettes de ces périodes. Cela englobe des dépenses volontaires, des déficits permanents ( à la fin du cycle de vie ), mais aussi des dépenses accidentelles dont la dispersion relative est extrêmement forte. La caractéristique de ces dépenses est d'intervenir sans préavis. Pour cette raison, leur couverture doit être assurée par des placements dont la période de liquidité est très faible. Ceci correspond à des placements qui ont à la fois une faible période de récupération et une faible période de négociation. Toutefois, en pratique, c'est surtout le second point qui importe : la fiction que nous avons adoptée par mesure de simplification, selon laquelle tout le patrimoine est initialement détenu sous forme monétaire peut en effet être abandonnée. Il faut alors remarquer que, au moment de la décision, les frais d'acquisition de nombreux actifs sont déjà couverts. En ce cas, l'essentiel pour qu'ils puissent servir à la couverture des dépenses accidentelles est que leur période de négociation soit très faible.

Voilà donc une caractéristique des actifs qui prend un sens particulier : la demande d'actifs dont la période de négociation est très faible permet de simplifier considérablement les calculs d'optimisation du rendement du patrimoine. Il est donc parfaitement raisonnable, de la part du ménage, de leur donner une fonction patrimoniale spécifique. On peut alors parler de la demande de ces actifs comme d'une demande d'actifs liquides sans pour autant méconnaître que la liquidité est une caractéristique relative, ni que la contrainte de liquidité exerce ses effets sur l'ensemble du patrimoine. Les actifs ne sont pas liquides, en effet, par le seul fait de leur caractère technique, d'ailleurs subjectivement apprécié par le ménage, mais aussi, et surtout, par l'emploi qui en est fait : avant d'être une demande d'actifs déterminés, la demande d'actifs liquides est une demande pour l'accomplissement d'une fonction spécifique ; et la préférence pour la liquidité traduit alors la préférence accordée à l'accomplissement de cette fonction relativement à celle d'autres fonctions (1).

b) L'organisation pécuniaire du patrimoine.

Le ménage concret organise alors son patrimoine en trois catégories fonctionnelles : actifs à fonction réelle ; actifs à fonction de rendement ; actifs à fonction de liquidité. Dans ces conditions, la structuration de son patrimoine peut être décrite dans les lignes de la présentation suggérée par I. CHRISTIN (2), en insistant toutefois sur la coordination des diverses fonctions.

Considérons un patrimoine de faible valeur : un tel patrimoine se compose d'actifs liquides ; il faut qu'il dépasse une certaine valeur pour qu'apparaissent des actifs de rendement ou des actifs à fonction réelle, non liquides. Cette valeur est définie en relation avec le montant  $S P_h$  de l'échéancier cumulé des dépenses  $P_t$  : elle dépend de l'attitude du décideur envers le risque, attitude qui détermine le seuil en deça duquel la probabilité d'un défaut d'actifs liquides est acceptée.

---

(1) A contrario, les actifs de rendement sont des actifs qui sont destinés à ne pas être dépensés. On rejoint là une position de HICKS (Ch. II. Section IV.)

(2) I. CHRISTIN, 4.

En première approximation,  $P_t$  peut être lié au niveau des dépenses courantes  $D_t$  et à l'âge du ménage, celui-ci ayant une incidence sur l'écart  $S_t$  entre recettes et dépenses courantes, d'après la théorie du cycle de vie. On peut donc voir dans le rapport patrimoine / dépenses courantes une première variable explicative de la part des actifs liquides dans le patrimoine :

$$L_t / A_t = f_a (A_t / D_t) ,$$

où  $L_t$  et  $A_t$  sont respectivement les actifs liquides et le patrimoine en  $t$ , et  $a$  l'indice du groupe d'âge du décideur.

La partie du patrimoine, si elle existe, non investie en actifs liquides peut être placée en actifs de rendement ou en actifs à fonction réelle. Dans les deux cas, par opposition aux actifs liquides, il s'agit de placements effectués hors de toute perspective de redépense.

En ce qui concerne les actifs de rendement, leur composition dépend premièrement de leur valeur totale, en fonction de laquelle peut se pratiquer la division des risques. Cette composition est en principe définie selon les principes de la T.C.P. ; toutefois, deux remarques doivent être introduites.

- Des critères de différenciation spécifiques peuvent être introduits, qui brisent l'unité du portefeuille. Un exemple en est fourni par les contrats d'assurance vie.
- Les préférences du ménage ne concernent pas les résultats du seul portefeuille, mais ceux de l'ensemble du patrimoine. De ce point de vue, les actifs liquides, les actifs à fonction réelle et les actifs de rendement spécifiques ont un rendement qui apparait comme une donnée, à laquelle s'ajuste le rendement désiré du portefeuille. En particulier, bien que n'étant pas détenus dans ce but, les actifs liquides assurent une fonction de diversification du portefeuille. Ainsi, en particulier, existe-t-il vraisemblablement une certaine relation de substitution entre portefeuille et actifs liquides ainsi définis : plus le portefeuille est important, en valeur absolue, et plus divisés sont les risques, moindre sera la part relative des actifs liquides dans le patrimoine :

$$L_t / A_t = f_a ( A_t / D_t, A_t ).$$

Toutefois, il est nécessaire d'indiquer que cette relation est une relation que postule l'hypothèse d'une rationalité pécuniaire élevée du décideur. Elle sera d'autant moins vérifiée que celui-ci attachera moins de prix au gain de rationalité pécuniaire que procure un supplément d'effort de calcul, c'est-à-dire, d'autant moins vérifiée qu'il attachera plus de poids à la différenciation fonctionnelle des actifs pécuniaires.

- CONCLUSION -

A ce point, il serait peu profitable, et d'ailleurs très incertain au plan théorique, de spécifier davantage les effets de l'existence de fonctions patrimoniales particulières. Il nous semble que les résultats essentiels de cette analyse sont les suivants :

- .1. Il existe sans doute une rationalité pécuniaire qui détermine la composition du patrimoine de manière à ce que son rendement d'ensemble soit optimal.
- .2. Les difficultés considérables que rencontrent les calculs d'optimisation de cette composition expliquent et justifient que cet objectif dominant soit composé en sous-objectifs, donnant ainsi naissance à des fonctions pécuniaires spécifiques.
- .3. Parmi ces fonctions spécifiques, on trouve celle d'actifs liquides. La définition de cette fonction s'appuie sur un fait technique.- la faible période de négociation des actifs correspondants - et un plan d'emploi - l'intention de redépenser. L'existence de cette fonction contredit la définition théorique de la liquidité. Celle-ci est une définition de la liquidité relative des actifs ; les ménages raisonnent en termes de liquidité absolue de certains actifs. La définition théorique n'est absolument pas infirmée analytiquement par ce fait, mais son emploi requiert une certaine prudence.

.4. Parmi ces fonctions, on trouve également celle de portefeuille : fonctionnellement, le portefeuille est l'ensemble des actifs qui ne sont pas affectés à un emploi spécifique ; sa structure est soumise à l'objectif d'optimisation des résultats du patrimoine, compte tenu de la contrainte imposée par la présence d'actifs ayant une fonction spécifique.

- SECTION IV. -

L'UNITE DU PATRIMOINE

---

- B -

LA COHERENCE FONCTIONNELLE DES STRUCTURES PATRIMONIALES

Pour que le patrimoine soit autre chose qu'une collection de biens hétérogènes, il faut que l'ensemble des actifs forme un tout coordonné par un plan unique. La T.C.P. donne une représentation élégante de cette coordination en introduisant le principe de la division des risques qui entraîne celui de demande de portefeuille. Or, nous avons suggéré dans les sections précédentes qu'en réalité, les actifs sont hétérogènes parce qu'ils remplissent des fonctions distinctes. Du coup, il faut substituer au principe que pose la T.C.P. un autre principe compatible avec l'hétérogénéité des fonctions patrimoniales.

En réalité, le problème de la coordination des éléments du patrimoine est triple :

- le premier aspect est celui de la coordination des objectifs patrimoniaux : à l'intérieur d'un ensemble de ressources limité, il s'agit de définir quelles sont les fonctions prioritaires ;
- le second concerne la gestion pécuniaire du patrimoine : c'est le problème étudié au cours de la section précédente ; la possibilité de définir des fonctions pécuniaires spécifiques apparaissait comme un moyen de simplifier ce problème ;
- le troisième n'a pas encore été évoqué : c'est le choix d'un mode de financement des actifs indivisibles.

Si le ménage a pour objectif prédominant la recherche d'une optimisation du rendement du patrimoine, chacun de ces aspects peut trouver une solution fondée sur un calcul de rendement. Par contre, lorsqu'on fonde une représentation de son plan sur l'hétérogénéité des fonctions patrimoniales, il faut considérer que la solution de chacun de ces problèmes est "inventée" par le ménage, dont elle exprime les projets d'avenir, l'insertion dans un environnement, en un mot, la stratégie d'expansion.

Une telle hypothèse ne constitue pas une innovation théorique : elle constitue l'application au choix du ménage de la notion de "préférence de structure". Cette notion a été élaborée par F. PERROUX et J. WEILLER afin de décrire les caractères particuliers de décisions qui transforment les cadres de l'activité économique, et qui sont fondées, non sur les résultats d'un calcul, mais sur un "pari" mettant en jeu toute la personnalité du décideur.

#### A. - LE PLAN PATRIMONIAL - ENSEMBLE DES CHOIX DE STRUCTURE DU MENAGE.

A chacun des aspects du problème défini ci-dessus, le ménage apporte des solutions qui ne découlent pas d'un calcul de rendement pécuniaire, mais au contraire définissent le cadre de ce calcul. Le principe de ces choix doit être cherché dans le dynamisme créateur du ménage, saisi dans son insertion historique au sein d'un "groupe de référence". D'autre part, et c'est leur seconde caractéristique, ces choix exercent leur influence de manière durable sur tous les aspects de la vie du ménage.

Cette application de la notion de choix de structures appelle plusieurs remarques. Celles-ci concernent d'une part le caractère durable de ces choix, d'autre part leur rationalité économique.

a) Caractère durable des préférences de structure.

Les choix de structure du ménage ne sont ni aisément, ni fréquemment révisés, parce que leur formation met en jeu un complexe d'attitudes et de relations, et affecte de nombreux aspects de sa vie.

Une explication alternative peut être cherchée dans l'indivisibilité des actifs remplissant certaines fonctions : logement, actifs professionnels. Cette indivisibilité signifie en effet que leur introduction ou leur élimination transforme profondément la structure patrimoniale, de sorte qu'elles ne peuvent être décidées que rarement. Une telle explication est insuffisante, pour deux raisons :

- elle réduit le choix structurel à un choix stable, rarement révisé : alors que c'est un caractère essentiel de ce choix que d'être fondé sur des bases extra-économiques, ce dont cette interprétation ne rend pas compte ;
- elle réduit le domaine d'application de ces choix à certains actifs ; en réalité, c'est aussi le choix d'un mode de financement, ou éventuellement le choix d'un type d'actifs particulier pour remplir la fonction de rendement qui mettent en jeu la définition de préférences de structures du ménage.

Par conséquent, si le logement fait l'objet d'une demande constante en termes de stock, ce n'est pas parce que plusieurs années sont nécessaires au financement de cet actif, mais parce que, durant ce temps et au delà, la fonction qu'il remplit demeure prioritaire. De même un portefeuille de valeurs mobilières, bien que divisible, peut faire l'objet d'une demande constante.

b) Rationalité économique des préférences de structure.

Les préférences de structure du ménage sont l'expression du choix qu'il fait en vue de son développement et ne reposent pas essentiellement sur un calcul de rendement. Leur existence implique au contraire que le ménage soit dans l'ensemble peu sensible aux incitations que l'on voudrait créer en modifiant la structure des taux de rendement. Il faut à cet égard introduire deux remarques :

- D'une certaine manière, l'observation que nous avons faite précédemment, en ce qui concerne la fonction "actifs liquides" vaut pour tous les choix de structure. Ceci veut dire que l'on peut sans doute interpréter l'existence de préférences de structure comme un mécanisme permettant de simplifier le processus d'optimisation du rendement du patrimoine. Selon cette interprétation, il y aurait une rationalité pécuniaire implicite des choix structurels du ménage : en particulier, le renouveau de la préférence pour les actifs réels, constaté par C.A. MICHALET depuis l'entre-deux-guerres, et l'attitude plus récente du recours à l'emprunt immobilier pourraient s'interpréter comme des réactions d'adaptation à une situation d'inflation. Cependant cette interprétation peut être trop exclusive : car la préférence de structure exprime aussi une préférence pour les caractères réels de la fonction prioritaire. Elle constitue en fait la synthèse d'une préférence réelle et d'un calcul économique implicite.

- La préférence structurelle pour certaines fonctions correspond à une polarisation de l'effort du ménage en vue de l'accomplissement de cette fonction ; cet effort déborde le cadre du choix entre fonctions patrimoniales ; il concerne aussi les arbitrages entre fonctions patrimoniales et consommation, ainsi que ceux entre travail et loisir.

#### B. - LA DYNAMIQUE DES PREFERENCES DE STRUCTURE.

Les préférences de structure du ménage ne sont pas données une fois pour toutes : elles évoluent, d'une part au cours de la vie, d'autre part d'une génération à l'autre.

Au cours de la vie, le ménage réalise successivement divers objectifs et paraît donc suivre un "cycle de vie". Cette hypothèse est suggérée par E.A. LISLE (1).

---

(1) E.A. LISLE, 52 chapitre 1.

Il nous semble qu'elle appelle plusieurs remarques :

- E.A.LISLE insère l'effort d'épargne dans le cadre d'un "dessein à long terme" du ménage. Il ne semble pas qu'il faille voir là autre chose qu'une figure de style : en effet, si le ménage est sans doute capable de se représenter l'avenir à long terme, cet avenir lui paraît échapper à son emprise. Il forme en réalité une succession de projets discontinus, s'il faut en croire les enquêtes du C.R.E.P. citées ci-dessous.

- Le "cycle de vie" et le "cycle de fortune" se confondent en fait dans une hiérarchie unique des priorités, dont ils sont deux projections distinctes. Cependant, l'âge ou le niveau de fortune ne définissent pas seulement qu'un point donné est atteint sur cette échelle d'objectifs ; ils impliquent aussi que le ménage est inséré dans un certain environnement qui implique des choix de priorités spécifiques. Il faut ainsi distinguer le passage avec l'âge d'un premier objectif à un second, et le renouvellement de l'ordre des priorités.

- Cette hiérarchie peut être profondément transformée d'une génération à l'autre. Une telle transformation s'opère actuellement, liée à l'habitude nouvelle du recours à l'emprunt.

De manière générale, on peut dire que les préférences de structure du ménage ne sont pas définies dans l'abstrait, mais qu'elles traduisent sa perception et ses réactions à son environnement : en cela, elles sont "rationnelles". C'est ce que précise le chapitre suivant.

- CONCLUSION -

Nous avons cherché, dans le cadre de ce chapitre, à préciser les grandes lignes du plan patrimonial du ménage. Ce plan définit des objectifs selon un ordre de priorité, objectifs qui ne sont pas seulement réels ou pécuniaires, mais qui correspondent encore à des fonctions pécuniaires spécifiques.

L'existence de ce plan impose naturellement une certaine rigidité, "inertie" disions nous dans le premier chapitre, aux structures patrimoniales. Il explique que celles-ci ne soient pas essentiellement gouvernées par la recherche du rendement : elles expriment à chaque moment de la vie du ménage comment celui-ci rationalise sa situation économique et sociale.

C'est ce dernier point qu'il nous reste à expliciter : comment se forment des objectifs patrimoniaux ? Comment se choisissent les actifs en vue de certaines fonctions ? Ce sont les questions qu'aborde le chapitre IV.

Chapitre IV. - LA FORMATION DU PLAN PATRIMONIAL.

Dans sa revue des théories des choix de patrimoine (1), C.A. MICHALET soulève plusieurs critiques à l'encontre des théories post-keynesiennes, et en particulier celle-ci : "si peu à peu l'image traditionnelle du spéculateur à la Bourse s'efface derrière celle d'un ordinateur, il n'empêche qu'il existe un moins grand écart entre celui-là et celle-ci qu'entre eux et le placeur". Le placeur - terme sur lequel nous reviendrons - est l'épargnant ordinaire, qui, selon l'auteur, dispose d'un niveau très faible d'information, de ressources très limitées, si bien qu'il redoute la perte plus qu'il ne désire le gain, et qui effectue des placements stables.

Le comportement du placeur n'échappe pas fondamentalement au pouvoir explicatif de la T.C.P. parce que celle-ci propose une solution trop complexe au problème du choix : il lui échappe parce qu'elle élimine ce problème. Reprenant l'hypothèse de comportement de L. WALRAS, elle tombe dans le défaut dénoncé par K.E. BOULDING (2), à savoir qu'elle traite la vie économique comme un secteur de la vie sociale, alors qu'il en est en réalité un aspect. Elle traite le problème du choix comme un problème de calcul : en réalité, le choix et la décision patrimoniale procèdent de la logique de tout choix et toute décision du ménage : réagir à une tension perturbant son équilibre psychologique afin de rétablir cet équilibre.

La décision vient ainsi au terme d'un processus dont on peut analyser les étapes : étape de l'identification de l'origine de la tension ; étape de délibération sur les moyens propres à la réduire ; finalement, action. Qu'il y ait place à chaque niveau de ce processus pour des considérations pécuniaires, soit

---

(1) C.A. MICHALET, 61 page 87

(2) K.E. BOULDING, 2 page 4.

au niveau des motivations, soit à celui du choix des moyens, est très possible et caractérise les aspects économiques de la vie de l'individu. Mais une représentation qui s'en tiendrait là perdrait beaucoup de son pouvoir explicatif.

C'est en effet en analysant comment, à chacune des étapes du processus décisionnel, est mise en jeu la relation du ménage à son environnement que l'on peut chercher à comprendre la formation effective des structures patrimoniales autrement que comme un jeu de hasard ou l'effet d'une rationalité "implicite". On peut en particulier mettre en lumière le point suivant, que la décision patrimoniale est un fait social, le "groupe de référence" fournissant au ménage les normes de son action tant en ce qui concerne les objectifs que le choix des moyens.

En abordant cette analyse, nous poursuivons plusieurs objectifs. Il s'agit d'une part de poursuivre la définition du plan patrimonial, en lui donnant un tour plus concret. Il s'agit d'autre part, en utilisant à cette occasion les enquêtes par interviews du C.R.E.P. de justifier "a posteriori" le choix fait dans l'introduction de cette seconde partie. Il s'agit enfin de dégager quels sont les points d'application d'une politique de l'épargne.

Pour cela, une première section est consacré à l'étude du processus décisionnel du ménage. On y montre que ce processus implique une relation entre le ménage et son environnement, et on en dégage les étapes. On utilise alors les outils ainsi présentés pour préciser, dans une seconde section, quelle part revient aux incitations de caractère financier.

- SECTION I. -

LE PROCESSUS DECISIONNEL DU MENAGE

Pas plus que nous ne l'avons cherché dans le chapitre II., nous ne tenterons ici de donner une vue d'ensemble des travaux par lesquels les psycho-sociologues tentent d'appréhender la formation des décisions. On trouvera dans diverses revues, et en particulier dans deux d'entre elles (1) des éclaircissements compétents sur ces recherches. Il ne s'agit, dans les pages suivantes, que de retenir certains concepts dont l'emploi est particulièrement utile pour le traitement de notre problème.

A. - TOUTE DECISION MET EN RELATION LE DECIDEUR ET SON ENVIRONNEMENT.

La décision du ménage est un fait social : son exercice ne se conçoit pas dans l'abstraction d'un individu coupé de toute histoire et isolé de tout entourage. Elle dépend en effet de buts, qui se fixent en relation avec une situation historique donnée, et d'informations, qui sont perçues à travers cette situation. La description de ce principe fait d'abord appel à la notion de "champ psychologique" qui permet de préciser commodément les caractères de la relation entre le décideur et son environnement ; elle utilise ensuite cette notion pour définir l'action.

---

(1) F.M. NICOSIA, 68 et H.A. SIMON, 84.

a) Le champ psychologique du décideur.

La notion de champ psychologique paraît avoir été élaborée par K. LEWIN (1) (2) qui "a montré que les individus se trouvaient placés dans des "champs" de nature sociale où ils subissaient des attractions, des répulsions, des encouragements ou des contraintes". (2)

La "géographie" du champ psychologique comprend trois zones : la personne, l'environnement - ces deux zones réunies formant l'espace de vie - et une "zone frontière". L'espace de vie est l'ensemble des variables psychologiques - buts, idéaux, motivations - qui interviennent directement dans le comportement de l'individu, à l'exclusion des autres variables de l'univers (3).

L'intérêt de la notion de champ psychologique tient en plusieurs points.

.1. Il n'y a pas de dichotomie entre la "personne" et l'"environnement" ou la zone frontière. En particulier, le champ psychologique inclut des variables dont la personne n'a pas une conscience explicite.

Cette conception est plus large que celle exprimée par KATONA dans les postulats de la psycho-économie (4). Les deux conceptions ne sont pas pour autant contradictoires ; bien au contraire, selon P.L. REYNAUD, il faut attribuer à KATONA le mérite d'avoir introduit les thèses de LEWIN dans l'étude des comportements économiques (5).

---

(1) K. LEWIN, 50

(2) P.L. REYNAUD, 75 page 31

(3) G; FAUCHEUX, 23

(4) G. KATONA, 38 page 34.

(5) P;L. REYNAUD, 75 page 16.

Il faut seulement prendre garde que :

- les variables "psychologiques" ne sont pas indépendantes des variables non "psychologiques" : en particulier les motivations, buts, idéaux etc... de l'individu ne sont pas dissociables de son insertion dans un groupe humain ;
- les "informations" économiques sur lesquelles le décideur fonde son plan sont canalisées par cette relation à un groupe humain.

.2. K. LEWIN appelle "psychologie écologique" l'"étude des relations entre les variables "psychologiques" et non "psychologiques"'(1).

Une application particulière de ce champ d'analyse concerne l'étude du cycle de vie : il s'agit alors de dégager comment l'évolution des revenus, des charges et avoirs du ménage, ressentie et interprétée à travers le groupe auquel le ménage se réfère, entraîne la formation d'objectifs patrimoniaux déterminés. En particulier, il s'agit de faire le partage de ce qui, dans ce processus, doit être imputé à un "effet d'âge" - l'effet de cycle de vie au sens strict, tel que peuvent l'entendre MODIGLIANI et BRUMBERG - et ce qui ressort d'un "effet de génération". Ce dernier traduit la rationalisation, par la génération à laquelle se réfère le ménage, de données nouvelles, en particulier de l'inflation. Le partage de ces effets est extrêmement difficile, en particulier en raison de notre faible connaissance des comportements passés ; il n'en est pas moins important pour toute tentative de prévision des comportements.

.3. La relation entre l'individu et le monde "extérieur" se cristallise en particulier dans son appartenance à un groupe. La théorie du champ psychologique enseigne que le groupe ne se définit pas par l'existence de variables "objectives" ayant une même valeur pour chacun de ses membres, mais par celle d'un système d'interdépendance unissant ses éléments. C'est cette caractéristique qui conduit R.K. MERTON à employer l'expression de "groupe de référence" (2).

---

(1) C. FAUCHEUX, 23 page 16

(2) R.K. MERTON, 59

Cette remarque entraîne que les "variables de tri" qu'utilise couramment l'enquêteur - telles que la catégorie socio-professionnelle, l'âge, etc... - doivent être interprétées non comme des expressions ayant une signification intrinsèque, mais comme des indicateurs de complexes psychologiques et économiques distincts : c'est en réalité le croisement de ces variables qui permet d'approfondir l'analyse ; mais il n'est pas nécessaire d'utiliser une nomenclature très fine (1) ; et le choix de ces variables relève ordinairement d'un certain arbitraire.

.4. L'insertion dans un groupe a la conséquence suivante, qui est particulièrement importante : le groupe transmet à l'individu un certain nombre de normes. SIMON appelle "rôle", "la prescription sociale de certains des éléments, mais pas tous, qui entrent dans le choix de conduite d'un individu". (2). Ces éléments ne sont qu'une partie de ceux que met en jeu le processus de choix ; peut-être faut-il leur accorder une importance particulière, car ils ont pour effet de "filtrer" l'information perçue par le décideur.

L'existence de normes sociales de comportement est fréquemment reconnue dans la littérature, et particulièrement la littérature sur l'épargne. On peut en particulier y rattacher l'effet d'ostentation de DUESENBERY (3) ("Keep up with the Joneses"), dont une version généralisée est fournie par W. PASCHKE : "L'individu prêt à épargner se détermine par référence à une courbe sociale de développement autour de laquelle oscille sa propre situation". (4) On y rattachera de même la remarque de FARREL : il est vraisemblable que "l'incertitude entraîne les gens à abandonner les calculs de maximation en faveur de règles plus conventionnelles... Les gens habitués à des revenus stables pourraient très rationnellement suivre une règle comme "épargnez toujours x % de votre revenu"". (5)

---

(1) MORGAN et LANSING raisonnent ainsi en termes de tranche d'âge plus que d'âge à proprement parler : cf. FERBER, 26 page 126

(2) H.A. SIMON, 84 page 20

(3) J. DUESENBERY, 20

(4) W. PASCHKE, 70 , page 68

(5) FARREL, 22 page 681.

b) L'action réduit les tensions apparues dans le champ psychologique.

Le champ psychologique de l'individu ne se réduit pas à la juxtaposition de diverses variables, mais au contraire est l'ensemble des forces qui unissent ces variables. D'un instant à l'autre, l'équilibre de ces forces peut être perturbé par le déplacement d'une des variables du champ : c'est ce déséquilibre qui entraîne l'action : "On fait l'hypothèse que la conduite (un acte, un choix) est causée par l'interaction des propriétés de l'individu et de l'entourage" (1) ; "le motif de l'action résulte de tensions, et l'action se conclut lorsque la tension est réduite" (2)

L'origine de la tension est le déplacement de la position de l'une des variables du champ : il s'agit donc d'une conception très générale ; cette origine peut tenir à une évolution des goûts du décideur, de sa situation économique, des préférences du groupe auquel il se réfère ; en réalité, elle réside moins dans le changement d'une variable de l'un de ces groupes que du changement relatif des variables de groupes différents (3).

Cette formulation générale reçoit toute sa signification lorsqu'on introduit deux précisions.

.1. Il n'y a action que si la tension dépasse un certain seuil en deça duquel elle n'est pas perçue. Cet état de choses peut être imputé au fait que "le monde perçu est fantastiquement différent du monde "réel" et que "le modèle du monde du décideur n'embrasse qu'une infime partie des caractéristiques significatives de son environnement" et n'en utilise qu'encore moins. (4)

---

(1) NICOSIA, 68 page 76

(2) SIMON, 84 page 10

(3) Un exemple est fourni par la fonction d'utilité de la richesse décrite par FRIEDMAN et SAVAGE, qui comporte une zone atypique : cf. FRIEDMAN SAVAGE, 29

(4) SIMON, 84 page 19.

Cette observation introduit tout naturellement la notion de seuil, notion très complexe que nous n'avons pas à traiter ici. Ce qui nous importe, c'est que l'existence de seuils de réaction a pu être mise en évidence dans le domaine qui nous concerne. C'est ainsi que B. WISSMAN montre qu'il existe une "marge" de variation des taux d'intérêt, au sein de laquelle les variations ne sont pas perçues par les épargnants (1) ; KATONA observe que la prise de conscience de l'inflation a été assez brusque aux Etats-Unis (2) ; PIGANIOL (3) et CHRISTIN (4), dont nous avons précédemment évoqué les thèses, utilisent cette notion de seuil pour expliquer, le premier les évolutions de la demande de biens durables et particulièrement d'automobiles, le second, la structuration des patrimoines.

Il faut donc exercer une force minimale pour obtenir une réaction. La force d'inertie qu'il faut ainsi combattre est d'autant plus importante que la variable que l'on déplace - par exemple le taux d'intérêt - a moins d'importance pour l'équilibre du champ patrimonial. Il y a ici un effet cumulatif : moins le taux d'intérêt a d'importance pour la réalisation des objectifs du décideur, moins son niveau et ses variations sont connus de lui ; c'est pourquoi il est important de différencier les ménages suivant l'importance qu'ils attachent au rendement pécuniaire.

.2. La notion d'équilibre est le complément logique de la notion de seuil : l'équilibre n'est pas une situation unique de l'organisation du champ psychologique, mais une plage ; il n'y a rien de tel qu'un point "maximum" qui serait le point d'équilibre, mais il existe une "zone des résultats satisfaisants" au sein de laquelle les déplacements ne produisent pas de réaction.

---

(1) B. WISSMAN, 90

(2) G. KATONA, 38 page 118 sq

(3) PIGANIOL, 72

(4) CHRISTIN, 4.

La théorie économique des comportements de maximation est ainsi généralement rejetée par les psycho-sociologues, ou par des auteurs tels que BOULDING. P.L. REYNAUD qualifie d'"équilibre total" la notion d'équilibre à laquelle conduit l'économie de seuil : "Ce nom lui est donné parce qu'il s'agit non seulement d'équilibrer des données matérielles, mais de maintenir également des tensions psychologiques en dessous des seuils où elles deviennent perturbatrices." (1)

B. - LES ETAPES DU PROCESSUS DE DECISION.

L'action étant ainsi conçue comme un processus destiné à réduire les tensions apparues dans le champ psychologique, de nombreux schémas ont été établis pour décrire les différentes phases du processus. Ces schémas, dont NICOSIA donne un exposé fort clair, distinguent tous plusieurs étapes : "le processus de décision peut être divisé en trois phases distinctes : (a) la manière dont la possibilité d'une action particulière, par exemple un achat, parvient à l'attention du ménage, (b) la spécification et l'examen des différentes formes d'action (c), le choix effectif"(2). Nous allons préciser ici le contenu de ces phases à l'aide de deux modèles, choisis parmi ceux que présente NICOSIA (3) en raison de leur simplicité ; puis, nous évoquerons certaines implications du schéma ainsi exposé.

---

(1) P.L. REYNAUD, 75 page 61

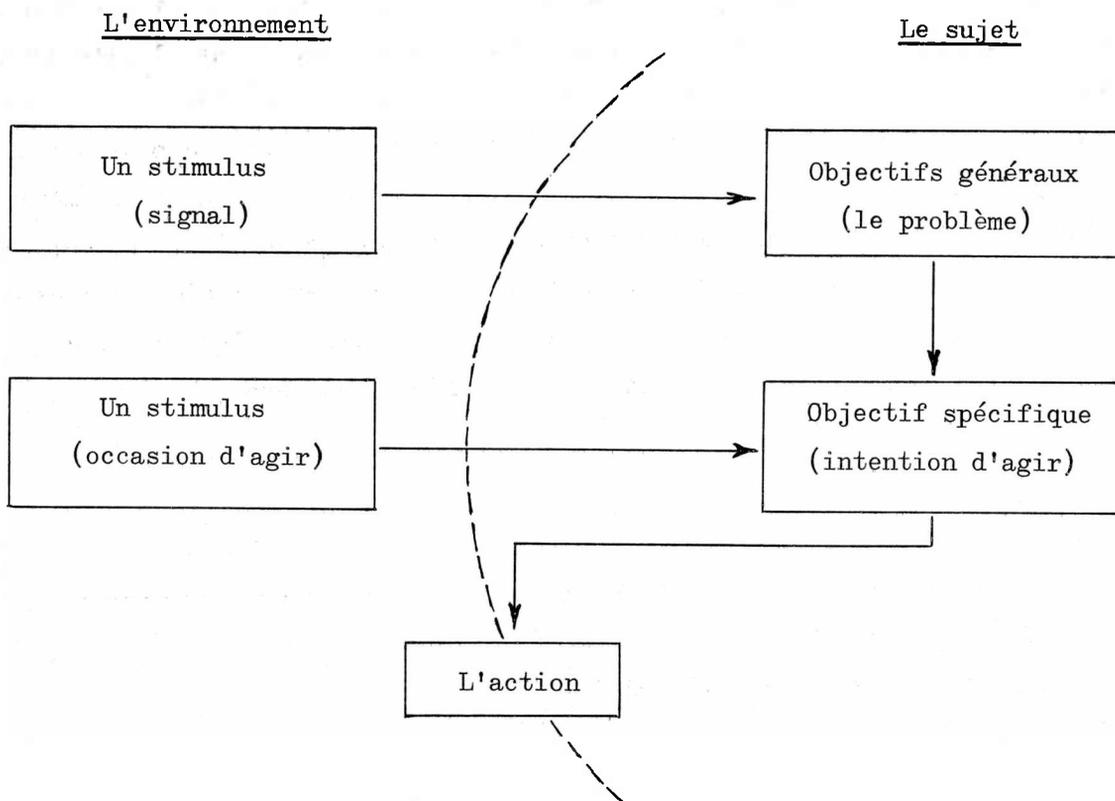
(2) R. FERBER, 26 A.E.R. 1962 page 119

(3) F. NICOSIA, 68

a) Deux modèles de décision.

.1. L'école de WURZBURG.

Selon le modèle de l'"école de WURZBURG", le processus de décision fait appel à trois variables : un objectif général, c'est-à-dire une tâche à accomplir ; un objectif spécifique, exprimant que le décideur est décidé à agir ; un stimulus, ou occasion d'agir, qui déclenche l'action effective. NICOSIA présente ces variables selon le graphique suivant :



L'originalité de ce schéma est de mettre clairement en évidence le processus de "passage par l'entonnoir" (1) par lequel le sujet explicite des objectifs généraux et permanents en projets d'action particuliers : "si le chercheur pouvait

---

(1) "funneling".

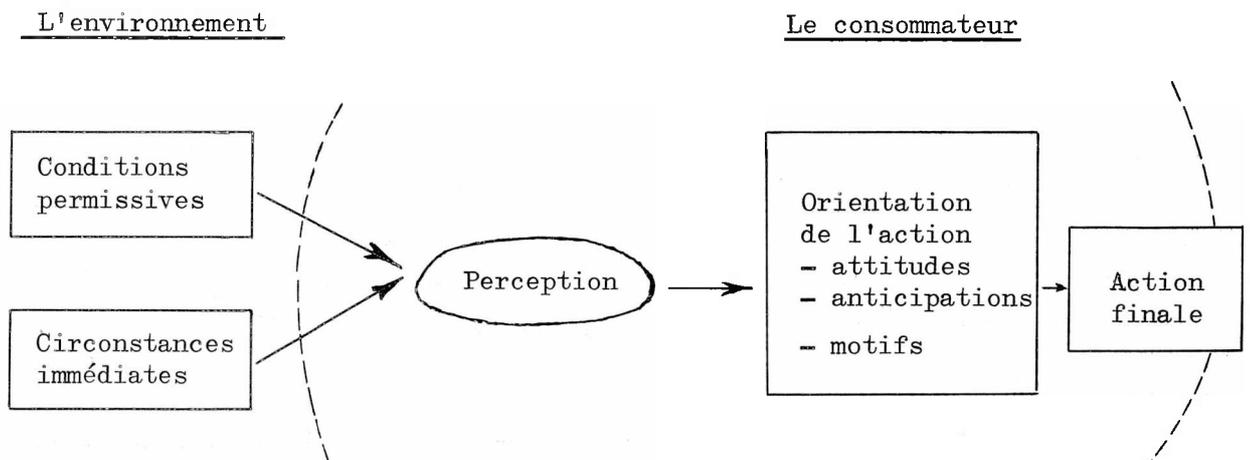
observer ce cheminement, il pourrait comprendre comment un besoin général, comme la soif, se cristallise finalement dans l'achat d'un produit et d'une marque spécifiques". (1)

## .2. L'école de KATONA.

Le schéma de l'école de KATONA est construit spécifiquement en vue de l'étude des choix du consommateur. Selon ce schéma, l'acte est fonction des liaisons existant entre l'environnement et les attributs psychologiques et sociaux du sujet. Le schéma utilise trois classes de variables :

- l'acte ;
- les stimuli, qui sont les données économiques de la situation du sujet d'une part, et les "incidents" d'autre part ;
- les variables intervenantes, partagées en attitudes et anticipations, et motifs.

Utilisant ces variables, le processus est décrit de la manière suivante : des stimuli atteignent le sujet ; ils sont perçus sélectivement à l'aide de certaines variables intervenantes ; ils sont alors traités et donnent lieu à une réorganisation du champ psychologique ; pendant cette réorganisation, l'effet conjoint des motifs, des attitudes et des anticipations conduit à l'action. Ce schéma peut être représenté de la manière suivante :



(1) F. NICOSIA, 68 page 80.

On constate que les grands traits de ce schéma ne sont pas différents de ceux du schéma précédent : en particulier, on retrouve la phase d'élaboration du problème général en un problème particulier, se prêtant à une action précise. Par contre, le détail du modèle est sensiblement plus riche que celui de l'école de WURZBURG, et il faut attacher une grande importance au fait que les stimuli sont "filtrés", de sorte que tous ne déterminent pas une réorganisation du champ psychologique. KATONA insiste sur ce point : "Les facteurs de marché (...) et les facteurs économiques (...) commandent concouramment le comportement économique... En principe, il n'y a ni causalité économique pure, ni causalité psychologique pure, parce que ce ne sont pas les variations des revenus, des prix, des commandes etc..., mais la façon dont elles sont perçues qui influe sur les décisions des consommateurs et des hommes d'affaires." (1)

b) Les enseignements de ces modèles.

L'apport le plus évident de ces modèles est le suivant : la décision précise d'agir est subordonnée à la perception d'une raison générale d'agir, et à la sélection d'une conduite adaptée à ce motif général.

.1. Les deux étapes du processus.

Nous pouvons dire ainsi que l'achat d'un instrument de placement constitue la phase terminale d'un processus dont la première est une phase d'"identification", et la seconde une phase de "spécification".

La phase d'identification a pour origine l'apparition d'une tension dans le champ psychologique. Au cours de cette phase, le ménage identifie la nature de cette tension : il précise de quelle fonction patrimoniale il sent l'utilité. Dans cette phase interviennent les variables propres au ménage lui-même, et aussi les caractéristiques culturelles de son environnement.

---

(1) G. KATONA, 38 page 34.

Cette phase, souligne FERBER, a fait jusqu'à présent l'objet de peu d'études, "ce qui n'est pas surprenant, eu égard à la nature plus éphémère du problème" (1) Il serait d'un intérêt tout particulier, à ce niveau, d'étudier quelle relation existe entre le choix d'une fonction patrimoniale et les caractéristiques économiques "objectives" de la situation du ménage. Le problème se pose particulièrement pour l'achat d'un logement : le rajeunissement des accédants à la propriété implique que le besoin de cette fonction, et la possibilité d'y satisfaire, apparaissent de plus en plus tôt dans le cycle de vie, ce qui suppose une transformation des attitudes envers l'emprunt. Une autre application de ce thème consisterait à étudier comment les conditions de maintien du niveau de vie pendant la retraite sont réinterprétées à la lumière des nouvelles conditions de sécurité collective, et quelle est l'incidence de cette réinterprétation sur la demande de réserves non liquides par le ménage. De manière générale, on peut affirmer qu'il n'y a pas de causalité nécessaire entre le profil des flux de revenu et de dépense au cours du cycle de vie, et l'apparition des projets successifs du ménage.

La phase de spécification succède logiquement à la précédente, dont l'issue est reprise comme une donnée. Elle consiste à sélectionner dans la gamme des actifs ceux qui répondent à l'objectif général, puis, parmi ces derniers, ceux qui satisfont le mieux à cet objectif, compte tenu des autres données. L'issue du choix est donc la sélection, non plus d'une fonction, mais d'un actif : les données sont la fonction choisie, les caractéristiques de la situation financière du ménage, soit le niveau de sa fortune, sa structure selon son degré de liquidité et le revenu courant, la position destinée à l'actif dans le cadre de cette structure, et le coût de l'actif.

Le déroulement de cette phase est différent suivant la nature de la fonction générale que le ménage cherche à remplir. Le processus de spécification est en effet très simple pour les fonctions "réelles" : il existe une association étroite entre la fonction et l'actif. Par contre, le choix est plus complexe lorsqu'il s'agit

---

(1) R. FERBER, 26.

de fonctions pécuniaires. Dans le processus interviennent alors la capacité calculatrice du ménage, et aussi les normes de saine conduite adoptées par son entourage : c'est à ce stade qu'apparaît la différenciation des fonctions pécuniaires, et tout particulièrement la définition de la liquidité des actifs.

.2. Les conditions de la demande d'un actif.

La conséquence la plus importante de l'existence de ce processus est que la demande d'un actif est conditionnée par le choix préalable d'une fonction à remplir. Il y a ainsi une rupture de l'unité de la gamme des actifs : le ménage ne choisit pas entre tous les instruments possibles, mais choisit entre les actifs qui appartiennent à une même classe fonctionnellement homogène. De ce fait, certains actifs sont totalement exclus de l'espace du choix.

Cette situation limite sévèrement les possibilités d'une politique de l'épargne dont le principal instrument serait la manipulation des taux de rendement ; elle implique qu'une politique en ce domaine doit d'une part apprécier et éventuellement infléchir les choix des grandes fonctions opérées par le ménage, d'autre part offrir des formules de placement adaptées à ces choix. C'est ce que nous allons étudier ci-dessous.

- SECTION II. -

LES INFLUENCES QUI CONDITIONNENT LE CHOIX PATRIMONIAL

Appliquant les principes exprimés ci-dessus, nous allons indiquer ici pour quelles raisons particulières il n'y a pas lieu de croire que la structure des taux de rendement soit d'une importance décisive pour les choix du ménage ; puis, nous examinerons quelques uns des facteurs dont l'influence, pour être moins reconnue, n'en est pas moins importante.

A. - LE ROLE SECONDAIRE DES VARIATIONS DE LA STRUCTURE DES TAUX DE RENDEMENT.

Un certain nombre de raisons autorise à croire que les variations de la structure des taux de rendement exerce, à court terme, une influence faible sur les choix de la plupart des ménages. Ces raisons valent pour les variations à court terme : car il est possible qu'à moyen ou long terme les choix des ménages exercent une influence en retour sur les variations de cette structure ; elles valent pour le plus grand nombre de ménages seulement, dans la mesure où le comportement des ménages les plus fortunés se rapproche davantage de celui d'établissements financiers.

Ces raisons peuvent se rattacher à deux circonstances particulières : d'une part le ménage attache peu d'importance à une amélioration du rendement de son patrimoine ; d'autre part, on l'incite peu à modifier ses habitudes.

a) Le ménage attache peu d'importance à une amélioration du rendement de son patrimoine.

Cette faible sensibilité s'explique très rationnellement en considérant que les taux de rendement sont aléatoires, ce qui rend l'estimation difficile ; que

le ménage n'aime pas le risque ; et que les revenus de son patrimoine ne sont pour lui qu'un modeste appoint.

.1. Les taux de rendement sont aléatoires.

Le premier effet du caractère aléatoire des taux de rendement est de dissocier la structure des taux que perçoit un "observateur informé" et celle que perçoit le ménage, et cela de plusieurs manières.

i. Tout d'abord, il existe une confusion entre goûts et calculs dans l'estimation du rendement. L'expression est suggérée par M. FRIEDMAN dans la "Théorie de la Fonction de Consommation". Selon M. FRIEDMAN, en situation d'incertitude, l'agent ne fonde pas son action sur sa richesse probable, c'est-à-dire sur l'espérance mathématique de sa richesse (1), mais sur un "équivalent certain" de cette grandeur. Cet équivalent certain est défini à partir de la richesse probable en tenant compte de sa dispersion, et l'écart entre cet équivalent et la richesse probable traduit l'aversion de l'agent envers le risque. De la sorte, "la distinction tranchée entre goûts et possibilités qui est l'attrait central de l'analyse des préférences en situation de certitude est ainsi volatilisée" (2).

Cette hypothèse est reprise par HIRSCHLEIFER (3). Dans le même sens, FELLNER introduit une observation un peu différente. Selon lui, il faut distinguer une "probabilité de connaissance" et une "probabilité d'action". La probabilité de connaissance est celle que le décideur attache à la réalisation d'un événement. Il s'agit d'un degré de croyance, dont la formation peut être le terme d'un processus assez long et qui ne repose pas nécessairement sur une analyse objective de l'événement. Ces degrés de croyance ne sont pas nécessairement les coefficients de probabilité dont l'agent se sert pour effectuer ses calculs. Il s'introduit entre les deux une correction, qui est destinée à tenir compte de la confiance que l'agent accorde à ses degrés de croyance

---

(1) Rappelons que la richesse se définit ici par la somme actualisée des revenus futurs qui est une variable aléatoire.

(2) M. FRIEDMAN, 28 page 15

(3) J. HIRSCHLEIFER, 37.

originaires: "De nombreux décideurs raisonnables - quoique pas tous nécessairement - semblent agir différemment, suivant qu'ils agissent sous l'influence de degrés de croyance hésitants (1), c'est-à-dire de probabilités dont la valeur numérique est dans leur esprit hautement instable, ou agissent sous la conduite de degrés de croyance fermes et stables". (2)

Or, observe FELLNER, "il y a peu de différence observable entre la proposition que de nombreux décideurs raisonnables sont influencés par la question de savoir si leur opinion est ou non partagée par des groupes d'autres individus" et la proposition précédente. Par ce biais est introduit dans le calcul même l'influence du groupe dans lequel s'insère le ménage, et ceci est à notre sens très important. Il nous semble, par parenthèse, qu'il faut trouver là une source de la différenciation des actifs en classes déterminées, différenciation qui n'est pas la même pour tous les groupes : certains instruments, comme par exemple les valeurs mobilières, seront considérées comme d'un rendement douteux par un ménage déterminé, parce que l'entourage de ce ménage doute qu'elles procurent un rendement élevé. En sens inverse, on peut expliquer ainsi la "mode" des "mutual funds" qui s'est répandue en France début 1968.

On voit que la remarque de FELLNER diffère quelque peu de celle de FRIEDMAN : l'interaction des goûts et du calcul n'intervient pas au même stade du processus dans chacun de ces deux exposés ; mais cette différence est mineure, par rapport à une affirmation commune de l'existence d'une telle interaction.

La différence est plus consistante entre cette affirmation et la position de SCHACKLE (3) selon laquelle le décideur n'envisage qu'un certain nombre, limité, des événements possibles. L'attention du ménage est ainsi attirée par certains résultats particuliers, par le fait que ces résultats sont particulièrement désirés ou

---

(1) "shaky degrees of belief"

(2) W. FELLNER, 24 page 4

(3) G.L.S. SCHACKLE, 80.

craints, et par celui que leur réalisation paraît particulièrement vraisemblable : dans ces conditions, la prévision est une véritable innovation : "le futur n'a pas à être découvert (...), il doit être créé".

On ne saurait manquer d'être frappé par l'analogie existant entre ce thème et les propositions de K. LEWIN. Traitant des niveaux d'aspirations, celui-ci écrit en effet que "l'individu n'est (...) pas seulement influencé par l'attraction de tel événement, mais aussi par la probabilité de cet événement telle que le sujet la voit"(1) : prévision et préférence se conjuguent et se confondent d'autant plus que "le jugement de la probabilité ou de l'échec à un niveau donné n'est pas seulement déterminé par des expériences antérieures et des considérations "réalistes", mais aussi par des désirs et des craintes, c'est à dire par la valence du succès ou de l'échec futur".

Le grand intérêt des thèses développées sur ces bases par SCHAKLE est d'introduire l'existence de seuils au niveau même de la perception du futur : le ménage ne "prévoit" pas une chaîne continue d'événements coextensifs, mais certains événements particuliers ; des changements importants dans le phénomène dont la réalisation future est ainsi "inventée" sont donc nécessaires pour que le ménage modifie sa prévision. (2)

Les thèses de FRIEDMAN, FELLNER, SCHAKLE - parmi d'autres - expliquent ainsi d'une part que le rendement d'un actif puisse être d'autant plus sous-estimé qu'il a une forte dispersion, d'autre part que les variations faibles de ce rendement puissent ne pas être perçues, enfin, compte tenu de l'influence du groupe dans l'élaboration de la prévision, que les jugements portés sur le rendement des divers actifs puissent être stables.

---

(1) K. LEWIN, 50 page 175

(2) Dans le même sens, SIMON présente une distribution de probabilité réduisant les événements possibles au nombre de deux ou trois (83 page 246).

ii. Second obstacle à la perception de la structure "objective" des taux de rendement, la difficulté d'intégrer des rendements aléatoires dans un calcul d'optimisation rebute de nombreux épargnants : ceux-ci, lorsqu'ils acquièrent des actifs figurant parmi ceux dont le rendement est le plus incertain, comme des valeurs mobilières, les "classent" dans un portefeuille dont ils révident rarement la composition. Cette inertie des patrimoines a frappé C.A. MICHALET ; elle est également constatée aux U.S.A. par MORGAN, BARLOW et BRAZER (1), qui constatent que les révisions de portefeuille sont plus fréquentes chez les ménages jouissant des plus fortes ressources, mais qu'il faut aussi tenir compte d'un aspect caractérogique à cet égard : les enquêtés les moins satisfaits de la structure de leur portefeuille sont ceux qui l'ont mouvementé le plus dans le passé récent.

Le niveau d'effort mental requis pour tirer les conséquences d'une variation perçue de la structure des taux de rendement explique que le niveau d'éducation puisse avoir, selon M.E. KREININ (2) une incidence sur la fréquence de la possession de valeurs mobilières, toutes choses égales par ailleurs. L'éducation n'est d'ailleurs probablement qu'un des facteurs qui expliquent que le comportement du décideur puisse être plus ou moins réfléchi, plus ou moins actif : ses objectifs, l'importance que revêt pour lui une amélioration du résultat, etc..., le conduisent à déployer un effort mental plus ou moins grand.

On peut poser en règle générale que le poids du calcul conscient, relativement à celui de la norme socialement déterminée, du "rôle", sera d'autant plus grand que le décideur consentira à un effort accru. La volonté de consentir cet effort doit être considérée comme une variable originale, irréductible aux catégories usuelles d'âge, profession, niveau de fortune etc..., même si cette variable est inégalement distribuée à travers ces catégories. P.L. REYNAUD distingue à cet égard un "comportement irréfléchi" qui est celui du "consommateur qui se laisse entièrement déterminer par une publicité de "suggestion" et non de "raisonnement" ; une conduite "réfléchie" plus proche de celle de l'homme économique ; et le comportement "ordinaire", "semi-

---

(1) MORGAN, BARLOW, BRAZER, 65

(2) M.E. KREININ, 43.

réfléchi", dans lequel "le social atteint l'homme à la fois aux niveaux les plus hauts et les plus bas" (1). C.V. REICHENAU distinguait, de même manière, l'homo habituais de l'homo oeconomicus (2) ; RIESMAN crée, quant à lui, les types de comportement "traditionnel", "extraverti" et "introverti" (3).

Quelle que soit la typologie adoptée, la nature du phénomène est la même : pour qu'une variation des taux de rendement constitue une incitation, il faut que le décideur en tienne compte ; c'est-à-dire, non seulement qu'elle soit perçue, mais encore qu'elle crée une tension suffisante pour déterminer la mise en oeuvre d'une procédure de révision des choix antérieurs. Cela exige une dépense d'énergie pénible par définition : cette dépense sera d'autant moins volontiers consentie qu'en général les ménages attachent beaucoup plus d'importance à la sécurité qu'au rendement de leurs capitaux.

.2. Les variations des taux ont peu d'incidence.

Ce n'est pas seulement parce qu'elles sont difficilement perceptibles, mais aussi parce que le ménage y attache peu d'intérêt que les variations de la structure des taux exercent peu d'influence.

i. Une première indication en ce sens est fournie par la part que les revenus du capital ne représentent qu'une faible part des revenus des ménages. Nous n'avons pas, à cet égard, à tenir compte du revenu fictif procuré par le logement : les caractéristiques de cet actif et de la fonction qu'il remplit sont telles que, bien évidemment, sa demande ne saurait être sensible aux mouvements des taux prêteurs (4).

---

(1) P.L. REYNAUD, 75 page 52 sq

(2) C.V. REICHENAU : Die Kapital Funktion des Kredits, Jena 1932, cité par PASCHKE, 70

(3) D. RIESMAN, 76

(4) La question de la sensibilité aux conditions de crédit est une autre question.

Selon l'enquête pilote salariés-inactifs du C.R.E.P., seuls 23 % des 285 ménages retraités perçoivent des revenus du capital.

ii. Mais en réalité, le fait le plus significatif à cet égard est que les ménages paraissent attacher plus d'importance à la sécurité du placement de leurs capitaux qu'au taux de rendement qu'ils peuvent en espérer : leur attitude révèle une forte aversion au risque, génératrice d'une grande stabilité dans le choix des placements.

Ceci constitue l'une des conclusions principales du travail de C.A. MICHALET, auquel nous nous sommes déjà référés (1). L'auteur distingue le comportement du "rentier" dont "le niveau d'information concernant les variations du rendement des actifs est le plus bas possible" ; celui, antinomique, du "spéculateur" qui maximise à la fois le rendement espéré et sa dispersion ; et le "placeur" dont la stratégie se situe à mi-chemin des précédentes. Le type du placeur mérite une attention particulière, car c'est celui de la majorité des épargnants. Mal informés du futur, mais désireux de tirer un revenu de leurs placements, ils révisent occasionnellement la composition de leurs patrimoines, pour lesquels ils choisissent des actifs de rapport liquides : mal informés et conscients de l'être, ils ne réagissent pas rapidement à toute variation des taux.

En réalité, cette description du comportement "placeur" nous semble souligner un point essentiel, l'aversion au risque de l'épargnant, mais en méconnaître un autre, l'existence de normes relatives au choix des placements. C'est là un point que nous reprendrons ci-dessous ; il reste auparavant à introduire un autre facteur expliquant que le rôle des variations du taux soit secondaire.

---

(1) C.A. MICHALET, 60 page 334 sq.

b) Le système financier n'incite pas les ménages à réagir aux variations des taux.

Aux facteurs d'insensibilité précédents, il faut ajouter une nouvelle considération qui par son importance mérite d'être isolée. Les structures qui "vendent" des placements n'incitent pas les ménages à réagir vivement aux variations de la structure des taux.

Le problème se pose de la manière suivante : chacune des grandes catégories d'actifs, immobilier, placements d'épargne liquide, valeurs mobilières, assurance vie, est distribuée par un "réseau" distinct. Aucun réseau n'a avantage à inciter l'épargnant à passer chez le concurrent, en application d'une variation des rendements de chacune de ces grandes catégories. Ce phénomène a une existence ancienne, et caractérise particulièrement les relations existant entre le système bancaire et la "Bourse".

Il est utile à ce sujet d'évoquer la théorie du "portier" de K. LEWIN (1). K. LEWIN se demande pourquoi - par exemple - les gens mangent ce qu'ils mangent. Cela tient à une variété de raisons ; mais en particulier, les gens mangent ce qui se trouve sur la table : "Par conséquent, on trouverait la réponse principale à la question : "pourquoi les gens mangent-ils ce qu'ils mangent" si l'on pouvait répondre à la question "comment et pourquoi les aliments parviennent-ils sur la table ?"". Or, observe LEWIN, les aliments viennent sur la table en empruntant des "canaux" qui opposent une certaine résistance au mouvement, et dont l'entrée est contrôlée par un "portier". Le "portier" est un membre du groupe familial, et la théorie de LEWIN décrit comment la structure du repas est conditionnée par la structure du groupe. Lorsqu'il s'agit de choix de placement, nous pouvons considérer que le guichetier de la banque est un "portier" en ce sens : sans jouir d'un pouvoir absolu, il a celui de "pousser" certains placements et d'en "freiner" d'autres. L'exercice de ce pouvoir a pu être discerné dans une étude sur l'offre et la demande de créances. (2)

---

(1) K. LEWIN, 50 page 228.

(2) C.R.E.P., 13.

B. - L'EXISTENCE D'UNE TYPOLOGIE NORMATIVE DES PLACEMENTS.

Les arguments précédents ont un caractère négatif : ils montrent que les variations de la structure des taux de l'ensemble des placements ne peuvent guère déterminer une révision de la structure des patrimoines, faute d'exercer une influence suffisamment perceptible.

A cette considération, il convient d'ajouter l'observation suivante : la "phase de spécification" du processus de décision fait largement appel à des normes socialement admises qui, aux diverses classes d'actifs, associent des fonctions particulières. L'étude de ces normes correspond au problème posé par E. MUELLER et H. OSBORNE : savoir "comment les épargnants voient les diverses sortes d'actifs, pourquoi ils les ont accumulées, et dans quels buts ils acceptent de les réaliser". (1) Cette étude les a conduits à montrer combien l'emploi des dépôts d'épargne "représentait des politiques établies, reconnues, et des manières coutumières de diriger des finances familiales, qui ne sont pas de nature à se modifier brutalement".

L'existence d'une affectation normative des actifs à certains emplois, et la généralité des opinions au sein d'un groupe donné, est un thème que le C.R.E.P. s'est attaché à mettre en évidence par une série d'interviews réalisée à Chalons et Nevers, puis complétée à Paris (2), ainsi que dans une étude portant plus particulièrement sur les porteurs de valeurs mobilières (3). Nous allons reprendre les conclusions de ces études, en analysant les diverses classes d'actifs.

---

(1) E. MUELLER et H. OSBORNE, 67

(2) C.R.E.P., 13, 14

(3) C.R.E.P., 16.

a) La définition normative des actifs liquides.

E. MUELLER et H. OSBORNE font l'hypothèse que "la liquidité (...) d'un actif financier ne dépend pas seulement des propriétés de l'actif lui-même, mais aussi et plus significativement, des plans et des intentions de son propriétaire". Cette hypothèse est très voisine de celle que nous avons formulée dans le chapitre précédent : nous avons suggéré qu'un actif liquide est un actif que, premièrement, l'agent a l'intention de dépenser ou de pouvoir dépenser ; et qui, deuxièmement ; et pour cette raison, peut être réalisé rapidement avec une période de négociation faible. L'"épargne liquide" apparaît à travers les enquêtes du C.R.E.P. comme l'instrument qui a la fonction essentielle d'assurer la liquidité du ménage.

.1. La liquidité des dépôts d'épargne.

Le dépôt d'épargne paraît avoir la double fonction d'être un placement et "une liquidité", mais occupe dans chacun de ces attributs une position particulière. Comme placement, il n'est en général qu'un placement intermédiaire servant au financement des dépenses non divisibles ; ce n'est que dans le cas des épargnants les moins chanceux qu'il représente un placement permanent : encore est-il alors considéré comme un pis aller. Comme "liquidité", il représente une "seconde ligne" de réserves, derrière les dépôts sur compte de chèques, et sert particulièrement à couvrir les imprévus non désirés.

Le poids respectif de chacun de ces "modes d'emploi" diffère suivant les caractéristiques du titulaire du livret. P. REYNAUD distingue ainsi un "gros épargnant" et un "moyen épargnant".

- Le "gros épargnant", qui a plus de 50 ans, jouit du statut d'"indépendant" et bénéficie d'un revenu élevé ne voit pas dans le livret d'épargne un placement durable : "parler de placement à la Caisse d'Epargne constitue pour ces épargnants une sorte d'abus de langage : une valeur mobilière est un placement, un immeuble de rapport aussi, mais un livret de Caisse d'Epargne, c'est une espèce de liquidité plus avantageuse que les autres mais pas un véritable placement au sens où ces gens-là

l'entendent habituellement" (1). Cette conception se cristallise dans l'attitude de ces épargnants envers le taux d'intérêt qui est servi sur leurs dépôts : ce taux n'est jamais que la compensation de l'érosion monétaire, permettant de préserver la valeur de fonds qui attendent leur emploi. L'épargne qui s'est déposée de cette manière n'a pas été formée dans le but de produire un revenu, mais dans la perspective d'une dépense, volontaire ou subie.

- Le "moyen épargnant" partage l'opinion des ménages du type précédent, mais ses moyens plus restreints le conduisent à insister davantage sur la fonction de "réserve de sécurité" du dépôt. Cet épargnant a 40 ans, est salarié, commerçant ou artisan, son revenu annuel va de 25 à 40.000 F. Très conscient de l'érosion monétaire, il attache plus d'importance à l'intérêt produit par son dépôt, car c'est pour lui un moyen presque exclusif de se prémunir : dans la mesure où il le peut, il préfère nettement placer ses efforts vers le placement immobilier. Ceci explique que la fonction "placement" ait pour lui une certaine importance : "on n'y touchera que si les ressources affectées aux dépenses acourantes viennent à s'épuiser. Mais c'est avec regret, car en principe, c'est ce à quoi on ne doit pas toucher." (2)

Pour ces deux catégories de ménages, à des nuances près, le dépôt d'épargne est celui sur lequel on peut vouloir ou devoir "tirer" occasionnellement, mais occasionnellement seulement, si bien qu'il importe d'en préserver la valeur. Ce n'est pas l'instrument qui procure au ménage un revenu complémentaire.

Pour l'échantillon des ménages interrogés au cours de l'étude psycho-sociologique "Valeurs Mobilières", les emplois du livret étaient les suivants ( en % sur 129 titulaires ) : (3)

---

(1) C.R.E.P., 15 page VIII

(2) C.R.E.P., 15 page XI

(3) L'étroitesse et la non-représentativité de l'échantillon ne saurait donner à ces chiffres autre chose qu'une valeur d'illustration.

C.R.E.P., 15 page 37.

- Réserve en cas de dépense imprévue	48
- Accumulation en vue d'une dépense prévue ( souvent un projet immobilier )	13
- Placement provisoire	23
- Placement à long terme	3
- Placement pour les enfants	10
- Sans fonction déterminée	3

## .2. La non-liquidité des valeurs mobilières.

Dans sa fonction de "seconde ligne de liquidité", le dépôt d'épargne semble bien avoir une place spécifique : les valeurs mobilières qui, a priori, pourraient remplir cette fonction, ne sont pas perçues comme un instrument idoine à cet égard. "Le placement en valeurs mobilières (...) apparaît comme une fin et non comme un moyen. Il est destiné à être conservé, d'où son image très générale de capital immobilisé. (...) Ceci explique la "préférence pour la liquidité" constatée chez presque tous les ménages, du moins pendant le cours de leur activité professionnelle, même s'ils sont possesseurs de valeurs mobilières. L'image du placement liquide ( ou semi-liquide ) est celle d'un dépôt provisoire, qui sera soumis peu de temps à l'effet de l'érosion monétaire." (1)

Il apparaît en effet que les valeurs mobilières ne sont pas utilisées comme moyen de financement de projets immobiliers, par exemple. Cela ne veut pas dire qu'elles ne sont pas utilisées dans la réalisation de tels projets, ce qui est assez fréquemment le cas, mais qu'elles ne sont pas acquises dans ce but.

---

(1) C.R.E.P., 16 page 84.

b) La nature complexe des biens immobiliers.

.1. Les biens immobiliers exercent un attrait puissant qui "doit être attribué à (leur) caractère complexe de bien d'usage ou de rapport, et de capital résistant à la dévaluation". (1)

- Le logement principal est un bien d'usage et sous ce rapport un bien de "première nécessité". Le "désir d'être chez soi" semble être universellement répandu ; "L'insécurité liées au statut de non-propriétaire : incertitude du maintien dans les lieux, crainte des augmentations indéfinies du loyer, différentes restrictions à la liberté, était souvent à la source du désir de devenir propriétaire. En outre, (...) (il faut tenir compte du) caractère symbolique de protection lié à la propriété du logement." (2) L'acquisition de ce bien peut être une oeuvre de longue haleine, et elle est toujours prioritaire par rapport à celle d'actifs de rapport. (3)

- Comme bien de rapport, le logement ou les autres biens immobiliers sont très largement reconnus comme des placements sûrs et stables. De ce point de vue, son caractère de bien résistant à l'inflation paraît avoir une importance déterminante : "Au niveau des opinions, il s'agit presque d'un mythe. Seul un placement immobilier ou foncier permet, aux dires de la majorité des interviewés, de garder à l'argent sa valeur..." (4) A la fois parce qu'il s'agit d'un bien d'usage, et parce qu'ils sont sûrs, les placements immobiliers demeurent en permanence dans les patrimoines dans lesquels ils ont été introduits : s'ils sont vendus, c'est pour permettre l'acquisition d'un autre bien immobilier, plus satisfaisant.

---

(1) C.R.E.P., 13 page 195

(2) C.R.E.P., 16 page 35

(3) C.R.E.P., 16 page 34

(4) C.R.E.P., 15 page 31.

.2. Le caractère "d'usage" ou de "rapport" exerce une influence différente suivant la situation économique du propriétaire et suivant qu'il s'agit du logement principal ou d'un autre bien.

- Pour la majorité des salariés aux ressources moyennes, la satisfaction du besoin de se loger passe avant même la recherche du profit : l'avantage pécuniaire n'est pas pour autant absent des motivations de l'accédant, mais il s'agit plus d'une "forme de protection sociale au même titre que le paiement des cotisations de retraite" (1) que de la recherche d'un revenu. Cette conclusion de l'enquête faite à Chalons et Nevers est confirmée par les entretiens de salariés de la Région Parisienne.

- Lorsqu'on interroge des ménages disposant de revenus élevés, ou possédant déjà leur logement, l'aspect pécuniaire du bien immobilier prend une importance accrue. A mesure que l'on progresse dans l'échelle des revenus, il semble que la recherche d'un profit prenne à cet égard le pas sur le simple souci de la conservation du capital.

A la fois par sa nature complexe de bien d'usage et de bien de rapport, et, de ce dernier point de vue, par sa nature de bien "réel", le placement immobilier paraît donc avoir une place spécifique parmi l'ensemble des placements.

c) Caractère ésotérique des actifs d'entreprise.

Alors que les biens immobiliers sont très largement diffusés, la propriété d'actifs professionnels est limitée aux professions indépendantes. Cette situation ne paraît pas s'expliquer simplement par l'existence d'une contrainte liée au statut professionnel ; la détention de ces actifs "correspond aussi très souvent à un choix de la part de l'entrepreneur : à une époque de sa vie où il

---

(1) C.R.E.P., 15 page 34.

pourrait investir ailleurs une partie de son revenu, il préfère presque toujours le placement dans son entreprise de la totalité de ses ressources". (1) Cet investissement est jugé assez sûr par son auteur, car celui-ci a une bonne connaissance de l'affectation de ses fonds.

d) La demande de valeurs mobilières.

Nous avons souligné ci-dessus que, contrairement aux dépôts d'épargne, les valeurs mobilières ne sont pas un placement "liquide". Cette conception est partagée aussi bien par les porteurs que par les non-porteurs. Chez ceux-ci, "ce caractère est le plus souvent lié à l'absence de fonction définie dans le patrimoine". (2) Pour les ménages porteurs de ces actifs, par contre, le portefeuille de valeurs mobilières a une double fonction : il est la source d'un rendement, fonction par laquelle il s'apparente à un capital retraite, et il est le moyen de former un patrimoine transmissible aux héritiers, ou de conserver un patrimoine hérité. Cet aspect traditionnel se rencontre le plus fréquemment chez les porteurs qui ont hérité d'une partie au moins de leur portefeuille.

La stabilité globale du portefeuille, qui n'est pas le moyen de financer des projets de dépense, se discerne aussi dans la gestion des titres qui le composent : l'image du "boursicotier", c'est-à-dire exactement du spéculateur keynesien, est généralement rejetée, et ceci particulièrement par les non-porteurs. Le détenteur de titres "doit" effectuer des placements "sûrs", c'est-à-dire détenir les titres de quelques grandes sociétés.

Toutefois, il faut à cet égard reconnaître l'existence de divers types de porteurs. La différenciation principale paraît opposer des "gros porteurs", assez âgés, dont le revenu annuel est très élevé, dont le portefeuille dépasse 50.000 F., et les autres porteurs (3). Les gros porteurs se caractérisent par une activité

---

(1) C.R.E.P., 13 page 221

(2) C.R.E.P., 16 page 49

(3) C.R.E.P., 16 page 66 sq.

de gestion plus intense que les autres : les deux tiers d'entre eux établissent une différence entre le rendement des actions et celui des obligations ; leur structure de portefeuille est assez diversifiée, et comprend beaucoup d'actions, auxquelles ils reconnaissent fréquemment le mérite d'être une bonne protection contre l'inflation.

Le caractère fonctionnel principal des valeurs mobilières est leur "superfluité" : il s'agit d'un placement qui, pour être profitable exige l'immobilisation de sommes assez importantes pendant un assez long laps de temps : ne satisfaisant pas des besoins primordiaux, il ne fait l'objet d'une demande volontaire que de la part de ménages dont le chef a plus de 50 ans.

#### C. - L'EXISTENCE D'UNE HIERARCHIE DES FONCTIONS PATRIMONIALES.

Les observations du C.R.E.P. suggèrent que les ménages définissent un ordre de priorité entre les diverses fonctions patrimoniales : c'est à dire qu'ils font succéder la définition d'un objectif fonctionnel donné à la réalisation d'objectifs antérieurs selon un ordre déterminé.

La portée de cette situation, qui, nous l'avons vu au chapitre III, exprime la cohérence fonctionnelle du plan patrimonial, devient claire lorsqu'on prend en compte les observations du paragraphe précédent : la demande des actifs se détermine selon une dynamique dans laquelle la recherche explicite du rendement n'a qu'une faible part.

L'ordre des fonctions prioritaires peut différer selon le statut, le pouvoir économique, le milieu culturel du ménage. De ce dernier point de vue, il importe de souligner le rôle d'une transformation des attitudes envers le recours au crédit, qui a entraîné un bouleversement de l'ordre des priorités fonctionnelles. C'est ce que nous verrons, après avoir examiné les caractères généraux de cet ordre.

a) Caractères généraux de la hiérarchie des fonctions patrimoniales.

.1. Nature de cette hiérarchie.

Par l'expression "hiérarchie fonctionnelle", nous entendons suggérer qu'il existe des fonctions patrimoniales que le ménage entend satisfaire en priorité, et qu'il existe un consensus très général sur leur nature. Par contre, le choix des fonctions non prioritaires est moins unanime, et dans ce choix, la situation économique et sociale du ménage joue un rôle important.

Les fonctions prioritaires sont celles dont dépend l'existence du ménage en tant que tel : il s'agit d'une part de pouvoir assurer la trésorerie, d'autre part de pouvoir jouir d'un certain mode de production domestique. Ces besoins conduisent à demander des actifs liquides et des biens durables, qui forment l'essentiel du patrimoine des ménages les moins chanceux. C'est là le "minimum vital" patrimonial.

Après cette fonction, par ordre d'urgence, semble venir l'"installation" du ménage dans un certain statut d'existence qui se caractérise par l'acquisition d'actifs professionnels et du logement principal. Cette priorité est sans doute assez nouvelle : elle est liée à un recours généralisé à l'emprunt. Elle n'en paraît pas moins généralement acceptée. Tous les ménages cependant ne parviennent pas à réunir la masse des fonds qui leur permettrait d'accéder à ce statut.

La succession de ces fonctions n'est pas essentiellement chronologique. De nombreux ménages bénéficient au moment de leur formation de dotations leur permettant d'aborder directement ce second stade. Plus spécifiquement, cette étape devient prioritaire dès que la première est franchie, et quel que soit l'âge du ménage. Par contraste, la troisième fonction du patrimoine, la préparation de l'avenir, ne devient prioritaire qu'à partir d'un certain âge du ménage. Préparation de l'avenir, cela recouvre la formation de placements en vue de l'installation des enfants et l'aménagement de la retraite. Les moyens pour cela sont essentiellement l'épargne liquide et l'achat de droits sur des systèmes de retraite.

Ce sont là les trois fonctions primordiales auxquelles le ménage s'efforce et trouve normal de satisfaire. Si ses ressources lui permettent d'aller au delà, il entre alors dans le champ des placements, qu'en nous inspirant de KATONA, nous pourrions appeler "discrétionnaires" : ceux-là sont les placements qui servent à tout, donc à rien de particulier ; ils forment une masse de manoeuvre, qui sera transmise aux héritiers, et dont l'emploi se détermine d'après des critères de rendement et de sécurité : discrétionnaires, parce qu'ils ne sont pas asservis à une mission spécifique, ces placements le sont, de ce fait, en ce que leur nature est ainsi libre de toute contrainte.

Le choix du terme "discrétionnaire" a une autre signification : il suggère que le fondement de la hiérarchie des fonctions patrimoniales n'est pas essentiellement le vieillissement ou l'enrichissement du ménage. L'âge ou la fortune ne sont pas les "causes" d'une évolution des priorités, comme si chaque classe d'âge avait naturellement ses orientations propres (1). Le fondement de cette hiérarchie réside dans le lien qui existe entre "vital" et "superflu", que traduisent les courbes d'ENGEL. S'il y a un cycle de vie ou un effet de fortune, c'est d'abord comme des projections de cette hiérarchie sur deux axes déterminés qu'il faut les comprendre.

Cependant cette proposition demande à être qualifiée, en dégageant quelles particularités impliquent la catégorie socio-professionnelle, l'âge et la fortune du chef de ménage.

## .2. La catégorie socio-professionnelle.

L'effet de l'appartenance à une catégorie socio-professionnelle est pour partie celui des différences de revenu au cours de la vie, liées à ces catégories, et pour partie celui de problèmes spécifiques liés aux divers statuts. C'est par ce dernier biais que la "c.s.p." exerce un conditionnement spécifique sur la hiérarchie des fonctions patrimoniales.

---

(1) Sous la réserve faite en ce qui concerne le souci de la retraite.

L'opposition s'établit ici entre les salariés d'une part, et les indépendants - "patrons de l'industrie et du commerce" et professions libérales - d'autre part. Les indépendants connaissent deux problèmes particuliers : celui d'acquérir des actifs professionnels, et celui de financer leur retraite. Sur ces deux points, toutefois, les deux sous-catégories se différencient. Les "patrons de l'industrie et du commerce" accordent la priorité "tout au long de la carrière (à) l'investissement dans l'entreprise (...), placement le plus sûr et le plus rentable" (1), en contrepartie de quoi, leur actif ayant une valeur vénale effective, le souci de la retraite n'est pas - sauf chez les plus petits - aussi dominant que chez les membres des "professions libérales" (2). Pour ces derniers, l'investissement professionnel représente un effort de courte durée, mené à bien vers 40 ans ; de 40 à 55 ans, vient une seconde phase d'investissement, souvent immobilier ; puis, au delà de 55 ans, le souci de la retraite devient prédominant : "Quel que soit le montant de leur revenu, et le degré d'activité professionnelle qu'ils ont conservé, tous les ménages dont le chef a dépassé 55 ans, ayant cessé tout investissement professionnel et immobilier (...) consacrent toutes leurs disponibilités à des placements financiers. (3)

Par contraste, les cadres salariés présentent une "grande homogénéité" dans leurs motivations. Ils éprouvent un sentiment de sécurité qui leur permet de "diriger tous leurs efforts vers la réalisation d'un "style de vie" d'un niveau croissant au cours de leur activité professionnelle, puis vers le maintien de ce niveau pendant la période de retraite. D'autre part, plutôt que de chercher à constituer pour leurs enfants un patrimoine transmissible, ils cherchent à leur assurer au moment où ils se lancent à leur tour dans la vie professionnelle le style de vie auquel ils ont été habitués pendant leur jeunesse". (4)

---

(1) C.R.E.P., 13 page 152

(2) C.R.E.P., 13 page 176 sq

(3) C.R.E.P., 13 page 183

(4) C.R.E.P., 13 page 155.

### .3. L'âge du chef de ménage.

Pas plus que dans l'examen précédent de l'effet de l'appartenance à une catégorie socio-professionnelle, il n'est possible, en étudiant l'effet de l'âge, d'entrer dans un grand détail en l'absence d'enquêtes répétées et étendues.

L'âge exerce un double effet sur les choix patrimoniaux. D'une part, par l'accumulation de l'épargne, il permet l'accroissement de la fortune du ménage ; d'autre part, il est la "dimension" sur laquelle s'inscrivent des étapes successives : formation du ménage, émancipation des enfants, retraite, chacune apportant ses préoccupations propres. Par là, le cycle de vie n'est pas seulement le reflet d'une hiérarchie des fonctions patrimoniales : à chaque phase du cycle de vie correspond une hiérarchie particulière, marquée par l'importance relative attribuée au logement et à la préparation de la retraite.

Ce point a une importance théorique toute particulière : s'il en était autrement, en effet, les schémas abstraits du type de celui élaboré par MODIGLIANI et BRUMBERG ou par M. FRIEDMAN pourraient constituer une description adéquate de l'effet d'âge. En réalité, il apparaît que dans la plupart des cas - l'exception étant constituée par les patrons de l'industrie et du commerce - le ménage réalise une succession de projets discontinus ; cette situation paraît solidement établie par l'observation, et constitue une réaction évidemment rationnelle à l'étroitesse des limites de l'horizon prévisionnel du ménage.

- L'observation de cette discontinuité a pu être faite au cours de l'enquête menée à Chalons et Nevers en ce qui concerne les salariés : "Comme on l'avait constaté déjà en étudiant les membres des professions libérales, les schémas successifs se présentent le plus souvent de façon discontinue, c'est-à-dire que le projet du ménage ne va pas au delà de l'objectif prochain qu'il se propose". (1)

---

(1) C.R.E.P., 13 page 186.

Elle a été confirmée par les interviews menées à Lille, Lyon et Paris ; ces interviews ont montré "la faible durée des projets d'investissement qui semble être assez générale actuellement : d'une part, un accroissement des ressources, s'il ne s'insère pas dans la consommation, n'a pas de place prévue dans un plan d'épargne ou d'investissement, d'autre part, lorsqu'une décision a été prise, la réalisation est quasi immédiate et ne supporte pas l'attente d'une accumulation de fonds." (1) Les projets immobiliers, de même que les projets d'investissement dans l'entreprise, apparaissaient comme des projets à court terme, cinq ans au maximum. Des interviews de cadres salariés de la région parisienne ont permis de conclure dans le même sens. (2)

Cet ensemble d'observations est confirmé par le fait qu'il existe un âge minimal en deça duquel le ménage ne songe pas à la retraite : "Le souci de s'assurer des ressources pour l'époque où l'on attendra l'âge de la retraite ne semble pas beaucoup préoccuper les ménages jusqu'à l'âge de 35 ans, et particulièrement les cadres et ceux qui ont la charge d'une entreprise". (3) On peut à cet égard évoquer les conclusions de KATONA, selon qui "rares sont ceux qui cherchent à prévoir ce qu'ils gagneront dans cinq ou dix ans, a fortiori le reste de leur vie". (4)

- Il ne semble donc pas que le ménage définisse un plan d'ensemble redistribuant ses ressources dans le temps, et s'efforce ensuite de l'exécuter, mais plutôt qu'il détermine des objectifs concrets dont la réalisation est rapide. C'est là le reflet d'une attitude envers le temps qui est assez complexe. Le temps est porteur d'une évolution des revenus personnels, suivant un cycle de vie dont le ménage ne connaît à chaque moment que le "segment" le plus immédiat : c'est ce dont M. FRIEDMAN rend compte en partie par l'hypothèse du revenu normal. Il faut noter à cet égard que le revenu "normal" est le revenu qui est jugé tel non seulement par le ménage, mais par son groupe de référence. Ceci veut dire d'une part que l'appréciation "positive" de

---

(1) C.R.E.P., 16 page 31

(2) C.R.E.P., 14 page 12

(3) C.R.E.P., 16 page 39

(4) KATONA, 38 page 168.

la position sur une phase, croissante ou décroissante, de revenus du cycle de vie est formulée à travers la perception qu'en a ce groupe, d'autre part, que cette appréciation est également normative, et que le ménage agit sur ses revenus. "On peut (...) dire que les ressources des consommateurs sont fonction de leurs dépenses et de leurs besoins.(...) Les consommateurs peuvent exercer une influence, et l'exercent effectivement, sur le niveau de leurs ressources". (1)

D'autre part, le temps est porteur d'un développement qui dépasse le destin propre du ménage et qui est perçu par lui : le ménage a conscience de vivre une situation de croissance et d'inflation, ce qui se traduit à la fois par une réaction de confiance dans l'avenir, et de méfiance envers l'"épargne", au moins sous sa forme financière : pour certains, il n'est plus possible d'épargner, et ce n'est plus nécessaire.

Dans ces conditions, la perception du contexte économique, "normalisée" par le groupe de référence, peut être sensiblement différente suivant que le ménage se situe dans la phase ascendante du cycle de ces revenus, ou dans la seconde phase : et cela permet de comprendre que ses projets patrimoniaux soient successifs et discontinus.

#### .4. La fortune.

Le niveau de fortune est la seconde dimension sur laquelle se "projette" la hiérarchisation des fonctions patrimoniales. Par elle-même, la possession d'un patrimoine supérieur à la moyenne ne change rien à l'existence de cette hiérarchie, mais permet de consacrer une part importante du patrimoine aux emplois "discrétionnaires". Ceci explique que les ménages jouissant de ressources élevées paraissent avoir un comportement original, prétendument plus rationnel. Quelques exemples sur ce point ont été rapportés dans le paragraphe précédent.

---

(1) KATONA, 38 page 29.

b) Le recours au crédit et le renouvellement de la hiérarchie.

Les caractéristiques actuelles de la hiérarchie des fonctions patrimoniales - acquisition prioritaire du logement, discontinuité des étapes successives - sont des caractéristiques assez récentes, découlant d'une transformation des attitudes envers l'endettement, elle-même liée à la perception nouvelle de la croissance et de l'inflation.

Ceci est une conclusion de l'enquête effectuée à Chalons et à Nevers, confirmée par les données de l'enquête "salariés-inactifs" : "Tout se passe donc comme si on avait affaire à deux cycles de vie d'allure différente : l'un représenté par la population âgée actuellement de plus de 45 ans, l'autre par les moins de 45 ans. Le patrimoine des seconds s'est accru bien plus vite et atteint déjà une bien plus forte valeur que celui des premiers." Ceci tient sans doute à des accidents historiques ; "Il importe cependant de mettre l'accent sur certaines caractéristiques de la conjoncture actuelle : quasi obligation pour les jeunes d'acheter un logement neuf, comportement rendu possible non seulement par l'aide à la construction et les possibilités de crédit, mais aussi par le fait que le niveau de revenu des jeunes générations est supérieur, à âge égal, à celui atteint par les ménages plus âgés." (1)

Cette situation se traduit par un rajeunissement étonnant des propriétaires et des accédants, point sur lequel on a donné des indications au chapitre I. Il n'est pas inintéressant de compléter ces données en observant que le rapport prêt/prix total, pour les accédants à la propriété de première main

- décroît avec l'âge de l'accédant (Tableau A),
- a crû sensiblement de 55-56 à 62-63, et
- dépend de la catégorie socio-professionnelle, mais assez peu du revenu (Tableau B).

---

(1) C.R.E.P., 12 page 237.

- Rapports Emprunts/Prix Total pour les achats des accédants à la propriété de première main. -

Tableau A. - Selon l'âge du ménage. Logements achetés en 1962-63.

Age (ans)	- de 30	30-39	40-49	50-64	65 et +	Ensemble
Nombre de cas	70	160	100	45	14	389
Emprunt/prix (%)	68	67	52	35	14	56

Tableau B. - Selon la C.S.P. du chef de ménage.

<u>C.S.P.</u>	Patrons	Cadres sup Prof. lib.	Cadres moyens	Ouvriers	Ens. (1)
<u>Logements achetés en 55-56</u>					
Nombre de cas	31	25	53	129	306
Emprunt/prix (%)	40	50	70	69	61
<u>Logements achetés en 62-63</u>					
Nombre de cas	28	48	74	157	399
Emprunt/prix (%)	45	46	56	71	55

(1) Y compris les inactifs et autres actifs. Source I.N.S.E.E.-C.R.E.D.O.C. Enquêtes logement.

Le recours au crédit transforme profondément la séquence des projets patrimoniaux : au lieu d'acquérir un logement au cours de la phase de préparation de la retraite, et en réalisant pour cela toute une épargne accumulée de longue date, le ménage forme une épargne liquide de financement pendant quelques années, puis rembourse son prêt avant d'attendre la phase de préparation de retraite. Ainsi, de 35 à 55 ans, l'épargne du ménage prend-elle successivement la forme de semi-liquidités, puis de remboursements. Ceux-ci se substituent aux dépôts d'épargne et aux valeurs mobilières comme moyen de la collecte de leur épargne.

C'est ainsi à une mutation profonde des circuits financiers, toute entière liée à ces projets d'investissement spécifiques des ménages que l'on assiste. Cela est d'une importance déterminante pour toute politique de l'épargne des ménages. Aussi est-il souhaitable de donner quelque idée de l'ampleur du phénomène.

#### .1. Importance de la demande d'actifs réels.

L'épargne des ménages vise pour l'essentiel à acquérir des actifs réels. Nous ne connaissons pas cette épargne comme une somme de transactions individuelles : dans l'attente des résultats détaillés de l'enquête I.N.S.E.E. de 1967 sur ce sujet, force est de s'en tenir aux données de la Comptabilité Nationale, qui ignore évidemment la distinction entre actifs de rendement et actifs de jouissance. Selon ces données, la "capacité de financement" ne représente guère que 30 % environ de l'épargne. (cf. Tableau C)

Il conviendrait, pour avoir une idée plus exacte du phénomène d'introduire d'une part la valeur des biens durables acquis par les ménages, d'autre part de substituer à l'estimation de la formation brute de capital fixe une estimation des règlements effectués à ce titre. Cela conduirait sans doute à modifier la structure de l'épargne donnée par le Tableau C dans le sens d'un accroissement de la part des actifs "réels".

Cette orientation de l'épargne permet de comprendre le développement et l'importance du crédit aux particuliers.

Tableau C. - Structure et montant de l'épargne des ménages. (1)

Années	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
- En % de l'épargne totale :							
F.B.C.F.	29,8	32	42,8	45,6	46	43,3	43
F.C.F.E.I.	26,1	25,8	27,8	26,6	26,5	23,1	24,2
Capacité de Financement	44	42,2	28,8	27	26,7	32,7	27,9
- En Milliards :							
Epargne totale des ménages	42	44,2	46,5	52,8	57,5	65,5	70,4
- En % :							
Epargne/Revenu disponible	16,1	15,1	14,8	15,5	15,6	16,4	17

(1) Etudes et Conjoncture. Supplément 11 A. 1968. Collections de l'I.N.S.E.E. n° 62. (Base 1962)

Le Tableau D retrace l'évolution, depuis 1963, des crédits à la construction consentis aux particuliers. Il faut y relever que, de 1,6 milliards en 1963, les remboursements passent à 4,8 milliards en 1967 et 7,58 milliards en 1968 : il s'agit là d'une épargne importante et très stable, appelée par la simple importance des encours à croître encore fortement à l'avenir.

## .2. Incidence sur l'épargne liquide.

Mais il y a plus : les prêts ne couvrent qu'une partie du coût de l'actif ; le solde constitue l'"apport personnel". La part relative de ce solde a décliné de 1955 à 1963 (Tableau B) ; bien que les données ne soient pas encore publiées pour 1967, il est certain que ce mouvement a continué, à la suite des nouvelles dispositions réglementaires. On peut admettre que ce taux est actuellement de 40 à 45 %. Les dépenses des ménages en logement sont difficilement appréciables. On peut retenir pour 1968 le chiffre de 31 milliards de F.B.C.F. fourni par la Comptabilité Nationale, à quoi il convient d'ajouter 4 milliards pour les terrains, et un chiffre indéterminé pour les achats de logements anciens. Si nous retenons 40 milliards au total et 45 % d'apport personnel moyen, c'est à 18 milliards qu'il faut estimer l'apport personnel en 1968.

Or, nous avons souligné que les projets d'investissement des ménages sont essentiellement à court terme, ce qui explique que ce soit surtout des dépôts d'épargne qui constituent l'instrument de l'accumulation de cet apport personnel. Admettant qu'un tiers de cet apport soit fourni par la réalisation d'autres actifs ; admettant que le reste soit accumulé en quatre ans : il vient que ce sont quelques 30 milliards d'épargne liquide qui sont ainsi actuellement affectés au financement de l'"apport personnel".

On ne saurait attacher une grande valeur à ce chiffre ; cependant, si l'on tient compte d'une part du financement des biens durables, d'autre part de celui de la formation de capital par les entrepreneurs individuels, il paraît assuré qu'une fraction importante de l'épargne liquide est en fait une "encaisse de financement".

Tableau D. - Financement de la construction de logements. Prêts H.L.M. exclus (1)

Années	<u>Encours en fin d'année</u>			<u>Crédits nouveaux</u>			<u>Remboursements</u>		
	Prêts spéciaux	Autres crédits	<u>Total</u>	Prêts spéciaux	Autres crédits	<u>Total</u>	Prêts spéciaux	Autres crédits	<u>Total</u>
1962	17,88	5,72	23,60						
1963	19,68	7,71	27,39	2,47	2,91	5,38	0,67	0,92	1,59
1964	21,63	10,46	32,09	2,79	4,41	7,20	0,83	1,66	2,49
1965	23,51	13,88	37,39	2,73	4,99	7,72	0,96	1,55	2,51
1966	25,75	17,96	43,71	3,40	6,62	10,02	1,16	2,54	3,70
1967	28,99	22,56	51,55	3,75	8,36	12,11	1,14	3,66	4,80
1968	30,37	29,41	59,78	3,75	13,76	17,51	1,57	6,01	7,58

(1) C.N.C. 19 ° rapport page 181  
 21 ° rapport page 190  
 23 ° rapport page 110.

Ceci rejoint une conclusion essentielle de R. COSTE : "Sommes-nous les témoins d'une évolution nouvelle et permanente qui aurait pris naissance il y a déjà 5 ans et qui devrait se poursuivre avec la même vigueur ? Cette modification de la structure de la "liquidité" est-elle, ainsi que nous le croyons, la conséquence de la continuelle mutation des structures de la consommation ? Les titulaires de revenus dont le niveau de vie s'élève ont une propension de plus en plus forte à rechercher des biens de consommation durables de plus en plus chers et constituent dans ce but des réserves de liquidités qui sont déjà plus ou moins engagées dans le plan des dépenses. La formation de l'épargne liquide serait alors fonction, comme l'encaisse monétaire, de la consommation future." (1)

### .3. Action des conditions de crédit.

Il faut enfin introduire une dernière remarque : les changements des conditions de crédit sont de nature à agir fortement sur l'épargne des ménages. En modifiant le taux d'apport personnel, on peut en effet exclure ou introduire dans le "domaine des possibles" des projets immobiliers par exemple, pour lesquels la durée d'accumulation préalable est limitée. Mais il importe de remarquer que cette action sur la demande de biens indivisibles se répercute sur la formation de l'épargne liquide.

---

(1) R. COSTE, 9.

- CHAPITRE DE CONCLUSION -

Avant d'être une abstention, l'épargne est un choix : c'est un aménagement des ressources du ménage destiné à produire un effet déterminé.

La conception du choix patrimonial que nous avons essayé de définir repose sur cette proposition. Le moteur de l'épargne, la recherche d'un effet déterminé, est aussi ce qui en commande l'orientation.

Notre conclusion principale est donc qu'il n'y a pas dichotomie : il n'y a pas de dichotomie entre épargne et consommation ; il n'y a pas de dichotomie entre décision d'épargne et décision de placement.

Cette conclusion nous permet de nous "situer" par rapport aux courants théoriques que nous avons évoqués. Par rapport à la théorie patrimoniale de M. FRIEDMAN, si nous retenons avec lui la différenciation des actifs selon des critères réels, nous ne croyons pas qu'il faille séparer une décision d'épargne dont l'objet serait de porter la valeur du patrimoine non humain à un niveau déterminé, et une décision de placement qui aménagerait cette masse de ressources. Par rapport à la théorie des choix de portefeuille de TOBIN, si nous retenons le principe d'une activité de gestion pécuniaire, nous n'y subordonnons pas les aspects réels du choix.

Nous allons résumer la conception du choix patrimonial qui conduit à cette conclusion (Section I), puis en évoquer la signification pour la politique de l'épargne (Section II).

- SECTION I. -

RESUME DE L'ANALYSE

La théorie des choix de portefeuille constitue-t-elle une explication satisfaisante des choix de placement des ménages ?

Cette théorie développe le principe de la demande d'actifs "en portefeuille". Selon ce principe, chaque actif a un rendement qui se caractérise par deux paramètres au moins. En modifiant le poids de chacun dans un ensemble, il est possible de donner à cet ensemble un rendement déterminé, défini par le même nombre de paramètres. C'est le rendement de l'ensemble qui intéresse directement le décideur : celui-ci n'a donc pour chaque actif qu'un intérêt indirect, et le demande non pour lui-même, mais pour modifier le rendement de l'ensemble dans un sens désiré.

Quel que soit l'intérêt analytique de cette théorie, il est douteux qu'elle constitue une représentation du comportement du plus grand nombre des ménages. Elle rencontre à cet égard deux difficultés : d'une part, elle implique des calculs trop complexes ; d'autre part, elle postule que le ménage poursuit des objectifs déterminés.

La complexité des calculs est un obstacle qui peut être surmonté : c'est ce que tentent de faire ROY et SCHACKLE ou encore SIMON, en postulant des fonctions de préférence ou des mécanismes de prévision simples. Il n'en demeure pas moins souhaitable de préciser quels sont les mécanismes effectivement mis en jeu, dans la mesure où cela permet de mieux apprécier les conditions du succès d'une politique.

Le problème des objectifs poursuivis paraît beaucoup plus grave. Selon la T.C.P., seul importe le rendement pécuniaire des actifs : leur usage réel est sans importance. Or, il n'est pas sûr que le comportement de la plupart des ménages vérifie cette hypothèse : au contraire, l'observation des structures patrimoniales, aussi bien que les interviews d'épargnants, donnent à penser qu'il existe une hiérarchie des placements préférés, qui tient compte de l'emploi réel de ces placements.

C'est ce point que nous allons donc reprendre en premier lieu.

#### A. - LES OBJECTIFS POURSUIVIS PAR LE MENAGE.

L'hypothèse qui nous sert alors de point de départ est que le ménage demande des actifs pour en tirer à la fois un avantage pécuniaire et un avantage "en nature". Cette hypothèse conduit à deux développements.

##### a) L'emploi réel des actifs.

En spéculant d'abord sur la recherche d'un avantage "en nature", on est conduit à mettre en relief deux propositions principales.

La première part de l'observation simple : certains actifs peuvent servir en différents emplois : le cas typique est celui du logement, qui peut servir à titre principal d'actif de jouissance ou d'actif de rendement. En sens inverse, d'autres actifs n'ont d'emploi qu'au sein d'une combinaison de plusieurs actifs : le cas typique est alors celui des valeurs mobilières. Il faut donc penser que c'est dans le cadre d'un emploi, ou fonction, déterminé que sont demandés les actifs : ce n'est pas leur nature, mais leur destination que leur confère le plan de l'agent qui décide de leur emploi.

La seconde proposition découle de celle-ci : moins qu'un choix entre différents actifs, c'est un choix entre différentes répartitions des ressources entre les divers emplois qui est le propre du plan patrimonial. La rationalité de ce plan réside tout d'abord dans la capacité d'ordonner les répartitions possibles ; l'existence d'une hiérarchie des fonctions patrimoniales est ainsi la manifestation de cette rationalité.

Dès lors, deux champs d'investigation sont ouverts à l'analyse : comment, dans un groupe de ménage déterminé, et chez un ménage donné, se définit cette hiérarchie ? Comment, une fois cette hiérarchie définie, procède-t-on au choix entre les divers actifs concurrents pour un même emploi ?

Ouvrons ici une parenthèse : c'est, nous semble-t-il, ce dernier problème que résoud la théorie des choix de portefeuille. La recherche du rendement pécuniaire est un des avantages "en nature" que l'on peut rechercher. La T.C.P. s'applique, en principe, dans la mesure où c'est cet objectif qui est poursuivi. Cet objectif constituant en général un objectif "de luxe", la T.C.P. pourra exprimer d'autant mieux la rationalité du ménage que celui-ci jouira d'un patrimoine supérieur à la moyenne.

Nous reviendrons sur ce point. Il nous reste à dégager une conséquence très importante de la seconde proposition. Si le ménage poursuit, à travers sa demande d'actifs, l'accomplissement de fonctions patrimoniales déterminées et hétérogènes, il n'y a aucune raison de penser que "fonctions patrimoniales" et "fonctions de consommation" sont séparées par une quelconque frontière budgétaire. Il pourrait en être ainsi dans l'hypothèse où l'actif serait principalement l'avatar d'une réserve de valeur ayant accessoirement une fonction d'usage donnée. En effet, le patrimoine serait alors lui aussi principalement une réserve de valeur : il aurait un sens pour le plan du ménage, indépendamment de l'emploi de ses éléments. Dans la mesure où nous n'avons pas rencontré l'existence d'un niveau normatif de patrimoine que le ménage s'efforcerait d'atteindre, mais qu'au contraire il nous est apparu que ses objectifs s'expriment en termes de fonctions patrimoniales diverses, nous ne retenons pas cette hypothèse.

Nous postulons donc que c'est le désir de pourvoir à une fonction déterminée qui est le "moteur" de l'épargne, ce qui revient à dire qu'il n'y a pas de dichotomie entre la décision d'épargne et la décision de placement. Du même coup, il n'y a pas non plus de dichotomie entre la contrainte budgétaire de consommation et celle du patrimoine.

Là encore, il est utile d'ouvrir une parenthèse. Nous posons cette conclusion "dans la mesure où nous n'avons pas rencontré l'existence d'un niveau normatif de patrimoine". Il nous paraît peu plausible que la fixation de ce niveau soit le déterminant de l'épargne en général. Mais nous n'excluons nullement que cette procédure ait une réalité, lorsque l'objectif poursuivi par le ménage est primordialement la recherche du rendement pécuniaire. Nous n'excluons donc pas plus la théorie du cycle de vie de MODIGLIANI ou FRIEDMAN que nous n'excluons la T.C.P. : mais nous disons que ces théories font l'analyse de cas particuliers ; et nous avons souligné que le système de définition de KEYNES est choisi plus ou moins incidemment de manière à traiter de ce cas particulier.

b) La stratégie financière embrassant tout le patrimoine.

On ne saurait cependant s'en tenir à l'étude de la spécificité fonctionnelle des actifs : ils faut aussi reconnaître que les actifs sont durables et qu'ils ont donc une signification financière.

Ceci veut dire que si la fonction "logement" entraîne la demande de l'actif "logement principal", il n'est pas indifférent à cette demande que le logement principal soit considéré comme un placement "sûr" et "rentable". Les interviews montrent que c'est la conjonction des aspects "jouissance" et "rendement" qui explique la priorité attachée à cette demande.

En sens inverse, l'aspect "rendement" n'intervient pas seul : la demande de logement principal n'est pas une demande "en portefeuille". Et ceci indique comment on peut se représenter la conciliation, dans le plan patrimonial, d'une stratégie "réelle" et d'une stratégie pécuniaire. Il faut pour cela considérer que les

actifs qui ont principalement une fonction extra-pécuniaire - actifs dont la présence est liée au choix d'un "mode de vie" font l'objet d'une demande directe. Du point de vue pécuniaire, le rendement de leur ensemble apparaît comme une donnée. Le ménage désire que le rendement de l'ensemble du patrimoine présente certaines caractéristiques. Ce sont les autres actifs, ceux dont la fonction est principalement pécuniaire, qui vont permettre l'ajustement. Si nous appelons portefeuille l'ensemble de ces actifs, ceci signifie donc que, le ménage ayant défini le rendement "optimal" de son patrimoine, en déduit quel est le rendement "optimal" de son portefeuille, compte tenu du rendement donné des actifs d'usage. La composition du portefeuille peut alors s'étudier en appliquant la T.C.P.

En pratique, cela conduit à des hypothèses intéressantes, mais dont la vérification est difficile :

- toutes choses égales par ailleurs, et en particulier la valeur des portefeuilles, le ménage A possédant un logement donnera à son portefeuille une composition différente de celle que lui donne B, non propriétaire de son logement : le portefeuille de A pourra être plus risqué que celui de B ;
- le ménage qui achète un logement ajuste la composition de son patrimoine, - en particulier en ce qui concerne sa liquidité, dont nous traiterons ci-dessous - pour tenir compte de cet achat. Moins que l'attrait éventuellement insuffisant du rendement de cet actif, c'est l'impossibilité ou la difficulté d'ajuster le reste du patrimoine de manière à demeurer dans une zone de résultats satisfaisants qui est un obstacle à cet achat. Toutes choses égales par ailleurs, et en particulier la valeur du patrimoine total, A possédant un logement détiendra un portefeuille plus "liquide" que celui de B, non propriétaire.

On voit que cette présentation diffère de celle de A. WOLFELSPERGER. Celui-ci reconnaît qu'il n'est pas indifférent de se loger par location ou en devenant propriétaire. Il ne voit cependant qu'une différence de coût du service entre ces deux formules. Comme consommateur-producteur, le ménage définit les services dont il désire jouir. Comme épargnant, il décide de leur mode d'obtention, en interprétant cette différence de coût comme un facteur du rendement, dans le

cadre d'un choix de portefeuille. Cet auteur ne considère donc pas qu'il y ait une différence de nature entre le service loué ou produit, et le bien employé directement ou donné en location. Nous croyons qu'une telle différence existe, et c'est pourquoi nous subordonnons l'aspect pécuniaire du choix patrimonial à l'aspect "réel", et non l'inverse.

#### B. - LA COMPLEXITE DES CALCULS.

Le paragraphe précédent répond à la seconde difficulté rencontrée par la T.C.P., et dans son second point, une simple allusion est faite à la première.

Les calculs qu'exige la T.C.P. sont complexes, et le ménage préfère des résultats "satisfaisants" à des résultats "optimaux" dans la mesure où cela lui évite un effort de calcul. C'est pourquoi il semble réaliste de considérer qu'il applique une stratégie de sous-optimisation, remplaçant le calcul précis et la recherche de l'information par le respect de normes socialement définies.

Cette hypothèse conduit à deux applications : l'une concerne la notion de liquidité, l'autre le problème de l'information.

En théorie, il n'y a pas lieu d'établir de distinction tranchée entre "préférence pour la liquidité" et "aversion au risque". En quelque sorte, le rendement d'un actif n'est pas défini dans l'absolu : c'est de "rendement liquide" qu'il faut parler, en faisant intervenir dans la mesure de dispersion à la fois les aléas qui orientent la valeur de cet actif au cours du temps et ceux qui peuvent obliger à vendre cet actif. En théorie donc, et c'est bien ce que reconnaît la T.C.P., la monnaie est liquide parce qu'elle est "certaine".

En pratique, il en va autrement : la monnaie est liquide parce qu'elle est immédiatement disponible. Il en va ainsi parce que le ménage destine certains actifs à servir de moyens de paiement, et en destine d'autres à d'autres emplois.

Ceci est l'extension, au choix des actifs dont la fonction est pécuniaire, de la notion de plan d'emploi précédemment introduite.

Plus généralement, les différents instruments de placement sont groupés en classes et demandés en raison de l'association de fonctions pécuniaires spécifiques à ces classes.

Ceci introduit naturellement le problème de l'information ; celle-ci doit tendre à mieux faire comprendre quel emploi peut être fait des instruments disponibles, et à créer éventuellement des instruments nouveaux plus adaptés aux besoins des épargnants. C'est là une conclusion qui est en réalité très positive : car elle suggère qu'il est possible de "vendre" des placements.

- SECTION II. -

IMPLICATIONS PRATIQUES DE CETTE ANALYSE

S'il est vrai que l'épargne est une demande de placements, avant d'être une non-consommation, il en résulte des conséquences importantes pour la politique de l'épargne. Nous allons éclaircir cela en envisageant la politique et la promotion de l'épargne.

A. - POLITIQUE DE L'EPARGNE.

La connaissance des objectifs de l'épargnant et de ses choix en matière de financement doit être à la base d'une politique de l'épargne. Cette politique ne peut se contenter de chercher à orienter les flux vers des emplois financiers déterminés : cela n'est pas en son pouvoir, dans la mesure où une grande partie de l'épargne est en réalité une demande d'actifs réels. De ce fait, elle doit être une politique de la demande, une politique des circuits financiers et une politique des revenus. Loin de considérer l'épargne comme un flux global, et encore moins comme un résidu, elle doit en saisir l'hétérogénéité, tant au niveau des placements qu'à celui des ménages.

a) Politique de l'épargne et orientation des ressources.

En premier lieu, la définition d'une politique de l'épargne est indissolublement liée à celle des objectifs de l'expansion.

Il en est ainsi du fait que quelques 70 % de l'épargne brute des ménages, comprenant le logement, les biens durables et la F.I.E.I. constituent une orientation directe et une modalité de la dépense, et non une mise à disposition des ressources auprès d'autres agents.

Cette épargne - le cas de la F.I.E.I. appelant évidemment des réserves - est un élément déterminant du taux et de l'orientation de l'expansion nationale. Or, la puissance coordinatrice ne peut guère l'infléchir, mais seulement la freiner ou la favoriser : c'est ainsi que le traitement de cette épargne s'apparente étroitement à celui de la demande en général.

La demande d'actifs réels cependant, est techniquement incapable de se satisfaire sans le concours d'intermédiaires financiers : l'endettement des ménages est devenu en France une caractéristique structurelle importante, dont la signification n'est nullement celle d'une désépargne, mais bien celle d'un certain processus d'accumulation. D'autre part, l'accès à cette demande, plus qu'à celles de consommation non durable, est censitaire. Pour ces deux raisons, il faut par ailleurs définir les deux autres plans de la politique de l'épargne.

Enfin, cette épargne est celle sur le niveau de laquelle il est le plus facile d'agir, et ceci par les moyens d'intervention les plus classiques : les possibilités d'intervention ne sont pas, en réalité, limitées tellement par la difficulté de l'intervention, que par son incidence sur l'expansion et le développement.

#### b) Politique de l'épargne et définition des circuits financiers.

La seconde exigence d'une politique de l'épargne est de définir les circuits financiers qu'elle vient de mettre en place.

Ce problème a des aspects qui sont spécifiquement français, dans la mesure où l'Etat a été historiquement amené à se doter de structures de collecte

privilégiées. Il ne se limite pas pour autant à ces aspects, mais recouvre un problème de spécialisation fonctionnelle et un problème de définition institutionnelle.

Le problème de la spécialisation fonctionnelle est celui de la liaison entre la nature du placement et les raisons d'investir. Du fait de cette liaison et des orientations des préférences des ménages, certains circuits, ceux qui accordent des prêts, se trouvent dans une position concurrentielle très forte : ils recueillent en effet la part croissante de l'épargne que sont les remboursements d'emprunts. Mais ils n'ont pas la liberté d'employer cette épargne à leur gré : en particulier, le financement de la construction constitue un circuit fermé, puisque les remboursements, c'est-à-dire l'épargne nouvellement formée, sont directement affectés aux prêts dans le même secteur. (1)

De ce fait, et c'est là que réside le problème de la spécialisation fonctionnelle, l'épargne des ménages paraît globalement liée à certains emplois, en particulier le financement de la construction : elle ne peut guère être orientée vers celui des autres investissements.

Mais il est évident que, dans son principe même, cette spécialisation trouve ses limites : c'est ainsi que les motifs qui conduisent les ménages à souscrire des assurances vie ou à détenir des valeurs mobilières, donnent au marché financier la possibilité d'orienter ces ressources ; et il en va de même des ressources à court terme collectées par les institutions de dépôt, qui peuvent être "transformées".

---

(1) Il est regrettable que la concurrence ne puisse actuellement jouer sur le marché des prêts à la construction, qui constitue un des tout premiers circuits de collecte de l'épargne : la concurrence par l'abaissement des taux serait peut-être de nature à développer ce marché et, partant, l'épargne totale. Si l'on a longtemps cru, et peut-être à tort, à une action du taux d'intérêt prêteur sur l'épargne, on peut admettre avec plus de confiance qu'il existe une action du taux emprunteur sur l'épargne.

C'est au sujet de cette épargne formée pour des raisons pécuniaires que peut se poser le problème d'une orientation de ses emplois. On rencontre alors le fait suivant : les divers emplois de cette épargne - marché immobilier - valeurs mobilières, assurance vie, actifs d'entreprise, épargne liquide - sont autant de "produits" vendus par des réseaux inégaux et concurrents, chacun étant spécialisé dans un produit déterminé. Les efforts d'orientation de l'épargne se sont heurtés jusque récemment à cette concurrence qui opposait des produits substituables. L'organisation des réseaux les plus puissants, ceux qui distribuent la monnaie et les créances quasi monétaires, était telle qu'il n'y avait que peu ou pas d'avantage à assurer des communications avec d'autres circuits. Liée à la distinction entre banques de dépôt et banque d'affaires, mais aussi à l'affectation institutionnelle des fonds empruntés à des bénéficiaires déterminés, (par le jeu des circuits de la puissance publique), la concurrence s'était instaurée de telle manière qu'elle cloisonnait les marchés des cinq groupes d'actifs : à quelques exceptions près - telle la Caisse Nationale d'Epargne vendant les produits de la Caisse Nationale de Prévoyance - aucun circuit ne vendait plusieurs produits. Il est douteux que l'on puisse envisager la prise d'ordres de bourse par les banques de dépôt comme une exception significative : ils'agissait, semble-t-il, bien plus d'une soumission à la nécessité que d'une promotion active. Les mêmes banques d'ailleurs ne pratiquaient guère le crédit à la consommation ou le crédit immobilier personnels. Par contraste, le développement de ces crédits, la création de la S.I.C.A.V., de l'épargne logement, les projets d'assurance vie souscrite en S.I.C.A.V. sont des inventions récentes liées à la restructuration des groupes financiers.

Divergents, ces réseaux étaient inégaux : ils pouvaient dès lors, et ont en réalité, exercé une pression inégale en faveur de leur produit. L'opération a favorisé le développement des placements en liquidités, et des placements immobiliers, au détriment des valeurs mobilières - qui, même dans leurs beaux jours, formaient un marché étroit - et de l'assurance vie, cependant que le sort des actifs d'entreprise était entendu par des conditions de la croissance économique.(1)

---

(1) Note page suivante.

c) Politique de l'épargne et répartition des revenus.

Le troisième volet de la politique de l'épargne est la répartition des revenus. Cette répartition importe sous tous ses aspects, mais particulièrement sous celui de la répartition démographique et de la concentration.

La répartition démographique des revenus, entendue comme la forme de leur cycle de vie, est importante en raison de l'existence d'un cycle de vie des projets patrimoniaux des ménages. Globalement en effet, l'épargne des ménages jeunes est une épargne de jouissance, à l'encontre de celle des ménages plus âgés.

Il en va de même de la concentration des revenus : il est clair que dans l'ensemble la structure de placement des ménages à bas revenus tend à faire une part aux actifs de jouissance qui est supérieure à celle consentie par les ménages à hauts revenus.

Cependant, cette question de l'emploi de l'épargne ne doit pas être confondue avec celle de son niveau : il n'est pas du tout certain en effet qu'une répartition plus égalitaire des revenus conduirait systématiquement à une baisse de l'épargne. Au contraire, en procurant à un nombre élargi de ménages la possibilité de réaliser des investissements matériels, cette répartition pourrait mettre à profit une motivation d'épargne extrêmement puissante : c'est là un point sur lequel des mesures précises sont nécessaires.

---

(1) cf. J.M. PARLY, 69 page 170 : "La structure de l'offre conditionne celle des liquidités" et C.R.E.P., 13 page 74 : les "responsables (des institutions financières) présentent volontiers les avantages et insistent sur la facilité de placer des créances telles que les comptes à vue, les compte d'épargne et les Bons, en se montrant assez réservés sur des placements comme les valeurs mobilières de toutes sortes et même l'épargne logement (en ce qui concerne les banquiers)".

Même source, page 118 : "Les établissements financiers, principalement les banques, cherchent à soigner particulièrement l'aspect commercial de l'information directe des ménages au détriment de la nature des renseignements fournis..."

B. - PROMOTION DE L'EPARGNE.

La promotion de l'épargne suppose que des choix déterminés soient faits sur les trois points ci-dessus. Elle pose alors un certain nombre d'exigences.

La première d'entre elles est de connaître les épargnants et leurs objectifs. Il s'agit en particulier de faire le partage des placements de jouissance et des placements "de rapport", étant entendu que l'on agira plus facilement sur le choix des seconds que sur celui des premiers.

- Les actifs de jouissance sont demandés de façon spécifique, car c'est en nature qu'ils produisent leur "revenu". Ces actifs ne sont donc pas substituables entre eux, ni à d'autres actifs, en ce sens que chacun d'entre eux est le seul à pouvoir remplir la fonction à laquelle il correspond. Cependant, il existe entre eux des possibilités de substitution, au sens néo-classique du terme, les variations de prix relatifs de ces actifs pouvant déterminer des changements dans la hiérarchie des préférences.

L'étude de la formation de l'épargne en vue de l'achat de biens durables ressort donc entièrement de l'analyse de la demande de ces biens. Cette analyse est l'une des plus complexes qui soient, puisqu'elle doit tenir compte non seulement de l'action du revenu réel, mais aussi de l'importance du parc existant et, de qu'il s'agit fait d'ailleurs rarement, de l'évolution démographique des demandeurs.

Cette évaluation de la demande ne constitue qu'un préliminaire à l'étude de la formation de l'épargne. En effet, la demande d'actifs de jouissance de chaque période ne constitue pas l'épargne de cette période, car les projets d'acquisition de ces biens se réalisent sur plusieurs périodes. A chaque instant, les ménages disposent d'un stock d'actifs de financement et d'un endettement qui correspondent à des projets dont la réalisation est plus ou moins avancée. Certains de ces actifs sont échangés contre des biens durables, et un endettement nouveau est souscrit ; inévitablement, d'autres ménages se désendettent, ou

acquièrent des actifs en vue d'autres achats. L'évolution des projets des ménages se traduit donc par une évolution du stock d'actifs de financement et de l'endettement. Sous certaines conditions, les entrées compensent les sorties, et l'on se trouve en régime permanent.

Il est donc souhaitable d'éclairer statistiquement non pas seulement les variations nettes d'encours de patrimoine de financement, mais les variations d'entrée et celles de sortie. Cette précision est nécessaire pour saisir la transformation des habitudes de financement.

- De son côté, la demande d'actifs de rendement revêt une signification différente suivant la personnalité du demandeur : à cet égard, la considération de son niveau de fortune est essentielle, mais il faut également tenir compte de son "niveau de réflexion" en matière de calcul économique.

Or, il est clair que les cinq types de placement ont des caractères qui sont propres à chacun, si bien qu'ils ne sont pas réellement comparables entre eux. Ce passage d'un placement para-monnaire à l'un de ces actifs, ou de l'un à l'autre, constitue une rupture ; par conséquent, la seule action du taux de rendement ne peut être suffisante pour promouvoir ces placements.

Promouvoir l'épargne exige donc :

- d'identifier la clientèle quant à ses objectifs ;
- de créer des "images de produit" correspondant à ces objectifs ;
- d'insister également sur la possibilité et l'opportunité d'accumuler un patrimoine de rendement, malgré les effets de l'inflation.

- B I B L I O G R A P H I E -

---

( Ouvrages et articles cités. )

Signification des sigles.

Am. Ec. Ass'n = American Economic Association  
Am. Stat. Ass'n = American Statistical Association  
A.E.R. = American Economic Review  
B.O.U.I.S. = Bulletin of the Oxford University Institute of Statistics  
C.R.E.P. = Centre de Recherche Economique sur l'Epargne  
E.A. = Economie Appliquée  
Ec. Jnl. = The Economic Journal  
J.P.E. = Journal of Political Economy  
Q.J.E. = Quaterly Journal of Economics  
R.E.S.a = Review of Economics and Statistics  
R.E.S.u = Review of Economic Studies  
R.E.P. = Revue d'Economie Politique.

---

- 1 - BALL. R.J.                    Inflation and the Theory of Money,  
Allen and Unwin, Londres 1964.
  
- 2 - BOULDING. K.                A Reconstruction of Economics  
2<sup>o</sup> édition, Science Editions Inc. New York 1962, 483 pages.
  
- 3 - CAGAN. P.                    The Effect of Pension Plans on Aggregate Saving. Evidence  
from a Sample Survey,  
New York (N.B.E.R.), London, Columbia Un. Press 1965, 104 p.
  
- 4 - CHRISTIN. I                Les Structures de Décision Intemporelles dans une Programma-  
tion Financière,  
Thèse, Grenoble 1968.
  
- 5 - CLAYCAMP. H.J.            The Composition of Consumer Saving Portfolios,  
N.B.E.R. Un. of Illinois. Coll. Studies in Consumer Savings  
n° 3 1963, 99 pages.
  
- 6 - CORNUT. P.                Répartition de la Fortune Privée en France,  
Paris, Colin, 1963.
  
- 7 - COSTE R.                    Le Développement de la Consommation et la Demande d'Encaisses  
en France,  
Thèse, Paris, 1967
  
- 8 - COSTE. R.                La Consommation et la Demande de Monnaie,  
Consommation, 1968.
  
- 9 - COSTE. R.                La Formation de l'Epargne Liquide, (L'exemple du Crédit Mutuel)  
Consommation, 1969.
  
- 10 - C.R.E.P.                    Recherches sur l'Epargne aux U.S.A. et en Scandinavie;  
Paris, 1966 Ronéotypé 150 pages par J. MASSONAUD et  
G. VANGREVELINGHE.

- 11 - C.R.E.P. Recherche Historique sur les Choix de Patrimoine.  
Collecte de travaux méthodologiques et statistiques,  
Paris, 1969 Ronéotypé 177 pages par N. CAMPION et P. DHONTE.
- 12 - C.R.E.P. Enquête Pilote Salariés et Inactifs,  
T.I Ronéotypé Paris, 1964 282 pages par A. ANDRE et B. de  
BAGNEAUX ; T.II Ronéotypé, Paris, 1968 par H. FAURE.
- 13 - C.R.E.P. Recherches sur l'Offre et la Demande de Créances des Ménages,  
Ronéotypé, Paris 1967, 267 pages par M.T. COUREL, B. de BAGNEAUX,  
A. ANDRE, E.A. LISLE.
- 14 - C.R.E.P. Influence du Statut d'Occupation du Logement sur le Montant et  
la Structure de l'Epargne,  
Rapport n° 2, 1968 Ronéotypé 56 pages par A. ANDRE.
- 15 - C.R.E.P. Attitudes et Comportements des Ménages à l'Egard des Caisses  
d'Epargne,  
Paris, Février 1969 Ronéotypé, 78 pages par P. REYNAUD.
- 16 - C.R.E.P. Etude Psycho-sociologique sur les Comportements à l'Egard des  
Valeurs Mobilières;  
Paris 1969 Ronéotypé 89 pages par A. ANDRE.
- 17 - C.R.E.P. Cahier Bibliographique n° 3. Recherches Allemandes sur l'Epargne,  
Par J. THOMAS.
- 18 - DAVIDSON. P. Keynes ' Finance Motive,  
Oxford Ec. Papers 1965.
- 19 - DUESENBERY. J.S. The Determinants of Savings Behavior. A Summary,  
in : "Savings in the Modern Economy",  
W. W. Heller ed., Un. of Minnesota Press, 1953.

- 20 - DUESENBERY. J.S.      Income, Savings, and the Theory of Consumer Behavior,  
Harvard University Press, 1962 128 pages.
- 21 - DURIF. P.              Propriétaires et Locataires en 1967.  
Economie et Statistique, Juillet 1969.
- 22 - FARREL. M.J.          The New Theories of the Consumption Function,  
Ec. Jnl. 1959 page 678 sq.
- 23 - FAUCHEUX. C.         Introduction à "Psychologie Dynamique", traduction française  
de textes de K. LEWIN,  
Paris P.U.F. 1964.
- 24 - FELLNER. W.          Probability and Profit,  
Irwin, 1965.
- 25 - FELLNER. W.          Modern Economic Analysis,  
Mc Graw Hill 1960.
- 26 - FERBER. R.            Research on Household Behavior,  
A.E.R. Mars 1962. Reproduit dans les "Surveys of Economic  
Theory" T. III    Macmillan 1967.
- 27 - FRIEDMAN. M.         The Quantity Theory of Money : A Restatement,  
in : Studies in the Quantity Theory of Money  
Un. of Chicago Press 1956.
- 28 - FRIEDMAN. M.         A Theory of the Consumption Function,  
New York, N.B.E.R. 1957, 243 pages.
- 28 bis. FRIEDMAN. M.      The Demand of Money. Some Theoretical and Empirical Results,  
J.P.E. 1959, page 327.

- 29 - FRIEDMAN. M.                   The Utility Analysis of Choices Involving Risk,  
SAVAGE. L.J.                       J.P.E. 1948. Reprinted in "Readings in Price Theory."
- 30 - GOLDSMITH. R.W.               Modification dans la Structure de l'Epargne des Particu-  
liers. in : l'"Epargne dans la Recherche Economique Con-  
temporaine". Actes du Congrès Organisé par la Caisse d'E-  
pargne et de Retraite (de Belgique). Bruxelles 1965.
- 31 - GUTHRIE. H.W.               Consumers' Propensities to Hold Liquid Assets,  
Jnl. Am. Stat. Ass'n. Septembre 1960.
- 32 - HAMBURGER. M.J.               The Demand for Money by Households, Money Substitutes and  
Monetary Policy,  
J.P.E. Décembre 1966.
- 33 - HELINE. R.                   Etude Méthodologique du Capital National,  
Paris, Gauthier-Villars, 1965.
- 34 - HICKS. J.R.                   A Suggestion for Simplifying the Theory of Money,  
Economica 1935, reproduit dans "Critical Essays in Monetary  
Theory", Oxford.Clarendon Press, 1967.
- 34 bis. HICKS. J.R.               Valeur et Capital, traduction française par E.A. LISLE.  
Dunod, 1956.
- 35 - HICKS. J.R.                   Liquidity,  
Ec. Jnl. Décembre 1962.
- 36 - HICKS. J.R.                   Critical Essays in Monetary Theory,  
Oxford.Clarendon Press, 1967.

- 37 - HIRSHLEIFER. J. Risk The Discount Rate and Investment Decision,  
Papers and Proceedings. A.E.R. 1961, pages 112-120.
- 38 - KATONA. G. La Société de Consommation de Masse,  
Traduction Française par M. PERNEAU. Hommes et Techniques,  
Paris, 1966.
- 39 - KEYNES. J.M. Théorie Générale de l'Emploi, de l'Intérêt et de la Monnaie,  
Traduction Française, Paris, Payot, 1963.
- 40 - KLEIN L.R. Saving and Finances of the Upper Income Classes,  
STRAW. K.H. B.O.U.I.S., 1956. n° 18.  
VANDROME. P.
- 41 - KOLM. S. Les Choix Monétaires et Financiers,  
Paris, Dunod 1967.
- 42 - KREININ. M.E. Analysis of Liquid Asset Ownership,  
R.E.S.a, Février 1961.
- 43 - KREININ. M.E. Factors Associated with Stock Ownership,  
R.E.S.a, Février 1959.
- 44 - LAIDLER. D. The Rate of Interest and the Demand for Money. Some Empiri-  
cal Evidence,  
J.P.E. Décembre 1966.
- 45 - LAMPMAN. R.J. The Share of Top Wealth Holders in National Wealth 1922-1956,  
N.B.E.R. Princeton Un. Press, 1962, 286 pages.
- 46 - LAMPMAN. R.J. Changes in the Shares of Wealth Hold by Top Wealth Holders,  
R.E.S.a, 1959 page 379.

- 47 - LANSING. J.B.           The Wealth of the Wealthy,  
KATONA. G.                R.E.S.a, Février 1964.
- 48 - LANSING. J.B.           An Anglo-American Comparison of Personal Savings,  
LYDALL. H.                B.O.U.I.S. Août 1960.
- 49 - LEE. T.H.               Interest Rates and the Demand for Money,  
                              A.E.R. Décembre 1967.
- 50 - LEWIN. K.                Psychologie Dynamique,  
                              P.U.F. 1964.
- 51 - LISLE. E.A.              Le Plan, Accélérateur de Croissance,  
                              Consommation n° 4, 1965.
- 52 - LISLE. E.A.              L'Epargne et l'Epargnant,  
                              Paris, Dunod 1967, 243 pages.
- 53 - LISLE. E.A.              Comment les particuliers ont cherché à se protéger contre  
                              l'inflation et éventuellement à en profiter.  
                              Le Monde. 20. 10. 69.
- 54 - LISLE. E.A.              L'Epargne des Ménages en Israël,  
                              Consommation, n° 1. 1964.
- 55 - LYDALL. H.F.            The Life Cycle in Income, Saving, and Asset Ownership,  
                              Econometrica, 1955.
- 56 - LYDALL. H.F.  
LANSING. J.B.            A Comparison of the Distribution of Personal Income and  
                              Assets in the U.S. and Great Britain,  
                              A.E.R., 1959 page 43.

- 57 - MARKOWITZ. H.M. Portfolio Selection,  
Cowles Foundation Monograph 16. Wiley and Son. 1959.
- 58 - MARSHALL. A. Principles of Economics,  
8<sup>o</sup> édition. Macmillan 1966.
- 59 - MERTON. R.K. Eléments de Theorie et de Méthode Sociologique,  
Plon, 1965.
- 60 - MICHALET. C.A. Les Placements des Epargnants Français de 1815 à nos jours,  
Paris, P.U.F. 1969.
- 61 - MICHALET. C.A. Demande de Monnaie, Demande d'Actifs, et Comportement Patri-  
monial en Incertitude,  
R.E.P. 1968, page 621.
- 62 - MILLER. H.P. Lifetime Income and Economic Growth,  
A.E.R. 1965.
- 63 - MILLER. R. A model of Household Investment in Financial Assets;  
WATTS. H. in : FERBER ed : "Determinants of Investment Behavior".  
N.B.E.R. 1967.
- 64 - MODIGLIANI. F. Utility Analysis and the Consumption Function : An Interpre-  
BRUMBERG. R. tation of Cross-section data,  
in : Kurihara ed. Post Keynesian Economics. Rutgers Un. Press.  
New Brunswick N.J. 1954.
- 65 - MORGAN. W. A Survey of Investment Management and Working Behavior among  
BARLOW. R. High Income Individuals,  
BRAZER. H. A.E.R. May 1965.

- 66 - MORLAT. G.                   Compte-rendu de : "Décision, Déterminisme et Temps" de  
G.L.S. SCHACKLE.  
R.E.P. 1967, pages 508-515.
- 67 - MUELLER. E.                   Consumer Time and Saving Balances, Their Role in Family  
OSBORNE. H.                   Liquidity,  
A.E.R. 1965.
- 67 bis. MUELLER. E.               Consumer Reactions to Inflation,  
Q.J.E., May 1959.
- 68 - NICOSIA. F.M.                Consumer Decision Processes,  
Prentice Hall, 1966.
- 69 - PARLY. J.M.                   Fondements d'une Analyse Structurale des Liquidités,  
Thèse, Paris 1966, ronéotypé, 253 pages.
- 70 - PASCHKE. W.                   Bestimmungsgründe des persönlichen Sparens,  
Duncker und Humblot, Berlin, 1961, 233 pages.
- 71 - PERROUX F.                   Le Capital National et les Comptes de la Nation,  
in : "Les Comptes de la Nation", Paris, P.U.F. 1949.
- 72 - PIGANIOL. B.                 Consommation, Epargne et Biens Durables,  
Paris, Dunod, 1969.
- 73 - PROJECTOR. D.S.              Consumer Asset Preferences,  
A.E.R. Papers and Proceedings, May 1965.
- 74 - REVELL. J.R.S.               Assets and Age,  
B.O.U.I.S. Août 1962.

- 75 - REYNAUD. P.L. La Psychologie Economique,  
P.U.F. (Que Sais-Je ?) 1969
- 76 - RIESMAN. D. La Foule Solitaire : Anatomie de la Société Moderne.  
Traduction Française. Arthaud, Paris 1964.
- 77 - ROY. A.D. Safety First and the Holding of Assets,  
Econometrica, Juillet 1952.
- 78 - RUAULT. J.P. Les Revenus des Ménages en 1962,  
Etudes et Conjoncture. Décembre 1965 et Juillet 1966.
- 78bis- SAMUELSON. P.A. Les Fondements de l'Analyse Economique,  
Traduction Française. Paris, Gauthier-Villars, 1965.
- 79 - SCHACKLE. G.L.S. Recent Theories Concerning the Nature and Role of Interest,  
Surveys of Economic Theory. T.I. Macmillan 1967.
- 80 - SCHACKLE. G.L.S. Décision, Déterminisme et Temps,  
Traduction Française par G. DEVILLEBICHOT et P. BOISSEAU.  
Dunod, Paris, 1967, 266 pages.
- 81 - SCHMOLDERS. G. Der Einfluss des Zinses auf das Angebot von Sparkapital,  
Communication au Colloque du G.I.E.P.E., Lausanne, 1967.  
Craps éd. Bruxelles.
- 82 - SCHUMPETER. J.A. History of Economic Analysis,  
Allen and Unwin, 1953.
- 83 - SIMON. H.A. Models of Man,  
Wiley and sons, New York, 1957.

- 84 - SIMON. H.A. Theories of Decision Making in Economics and Behavioral Science,  
A.E.R. Juin 1959. Reproduit dans : "Surveys of Economic Theory" T.III Macmillan, 1967.
- 85 - STRAW. K.H. Consumers' Net Worth. The 1953 Savings Survey,  
B.O.U.I.S. Février 1956.
- 86 - TOBIN. J. Liquidity Preference as Behavior Towards Risk,  
R.E.S.a Février 1958.
- 87 - TOBIN. J. The Theory of Portfolio Selection,  
in : Hahn et Brechling ed. "The Theory of Interest Rates"  
New York, Macmillan, 1966.
- 88 - WALRAS. L. Eléments d'Economie Politique Pure,  
Edition définitive. Paris, L.G.D.J., 1952.
- 89 - WATTS. H.W. Consumer Expenditures and the Capital Account,  
in : Cowles Commission for Research in Economics at Yale  
University. Monograph 20. Wiley and sons. New York, 1967.
- 90 - WISSMAN. B. Die Zinsempfindlichkeit des Deutschen Sparer,  
Berlin, Duncker et Humblot, 1960. 23 cm. 153 pages.
- 91 - WOLFELSPERGER. A. Les Biens Durables dans le Patrimoine du Consommateur,  
Paris, P.U.F. 1970.

TABLE DES MATIERES

---

	<u>Pages</u>
<u>INTRODUCTION GENERALE</u> .....	1
A. - <u>LA NATURE DU PROBLEME</u> .....	2
a) Placement de rendement et placement réel.....	3
b) Intérêt de l'introduction de variables non pécuniaires.....	4
B. - <u>LE PRINCIPE D'UNE REPRESENTATION DU CHOIX PATRIMONIAL</u> .....	6
a) Difficulté de l'introduction des aspects réels du choix.....	6
b) Essai d'interprétation du choix patrimonial.....	8
C. - <u>PLAN DE L'EXPOSE</u> .....	9
 <u>PREMIERE PARTIE</u> : LA NATURE DU PROBLEME.....	 11
- Chapitre I. - L'OBSERVATION DES STRUCTURES PATRIMONIALES.....	11
 SECTION I.- PROBLEMES POSES PAR L'OBSERVATION DES STRUCTURES PATRIMONIALES	 13
A. - <u>LES DECLARATIONS DE SUCCESSION</u> .....	13
B. - <u>LES ENQUETES</u> .....	15
C. - <u>L'ANALYSE DES SERIES STATISTIQUES</u> .....	17

SECTION II. - GENERALITES SUR LES STRUCTURES PATRIMONIALES.....	18
A. - <u>INERTIE DES STRUCTURES PATRIMONIALES</u> .....	18
B. - <u>PREFERENCE CONTEMPORAINE POUR LES ACTIFS REELS FINANCES PAR         <u>EMPRUNT</u></u> .....	22
C. - <u>FORTE CONCENTRATION DES FORTUNES</u> .....	26
D. - <u>L'ACTION INCERTAINE DES TAUX DE RENDEMENT</u> .....	28
a) Les tentatives d'appréciation de l'incidence des taux de rendement.....	28
.1. Analyses économétriques.....	28
.2. Enquêtes.....	30
b) Interprétation de l'incidence des taux d'intérêt.....	31
SECTION III. - MORPHOLOGIE DES PATRIMOINES.....	34
A. - <u>STRUCTURES PATRIMONIALES ET NIVEAU DE FORTUNE</u> .....	34
a) En France.....	35
.1. La fortune totale.....	35
.2. Les valeurs mobilières.....	39
b) Aux Etats-Unis.....	41
B. - <u>STRUCTURES PATRIMONIALES ET AGE</u> .....	45
a) L'âge et le cycle économique du ménage.....	46
b) L'évolution des structures patrimoniales.....	49
C. - <u>L'INCIDENCE DE LA PROFESSION</u> .....	55
CONCLUSION.....	57
a) Facteurs extra-pécuniaires du choix.....	57
b) Sens positif de l'épargne.....	58
c) Nature du problème.....	58

- Chapitre II. - THEORIES ECONOMIQUES ET ANALYSE DU CHOIX PATRIMONIAL.....	60
SECTION I. - LES CHOIX FONDAMENTAUX DE L. WALRAS.....	62
A. - <u>L'HYPOTHESE DE COMPORTEMENT</u> .....	62
B. - <u>PORTEE DE CETTE HYPOTHESE</u> .....	64
C. - <u>LES PRECISIONS COMPLEMENTAIRES</u> .....	65
D. - <u>CONCLUSION</u> .....	65
SECTION II. - L'ENONCE DU PROBLEME DANS LA THEORIE GENERALE.....	67
A. - <u>L'EPARGNE ET L'EPARGNANT</u> .....	67
B. - <u>LE MAINTIEN D'UN STATUT SPECIAL DE L'EPARGNE</u> .....	69
C. - <u>CONCLUSION</u> .....	71
SECTION III. - LA THEORIE DES CHOIX DE PORTEFEUILLE, EXTENSION DE L'ANA- LYSE KEYNESIENNE.....	72
A. - <u>L'ANALYSE DE TOBIN : L'AVERSION AU RISQUE</u> .....	74
a) Le rendement d'un actif.....	74
b) Le rendement d'une combinaison d'actifs.....	76
c) Les préférences du "décideur" et le choix d'un actif.....	77
d) Les conclusions de TOBIN.....	79
e) Les limites de cette théorie.....	80
B. - <u>L'ANALYSE DE HICKS : LE PROBLEME DE LA LIQUIDITE</u> .....	81
a) La notion de liquidité.....	81
b) La composition fonctionnelle du patrimoine.....	82
c) La place du portefeuille dans ce schéma.....	84
d) Conclusion.....	85
CONCLUSION.....	86

<u>SECONDE PARTIE</u> : L'ANALYSE DU CHOIX PATRIMONIAL.....	89
INTRODUCTION.....	89
A. - <u>BIENS COMPLEXES ET BIENS COMPOSITES</u> .....	91
B. - <u>APPLICATIONS</u> .....	94
C. - <u>PLAN</u> .....	95
- Chapitre III. - L'ANALYSE DU PLAN PATRIMONIAL.....	96
SECTION I. - NATURE ECONOMIQUE DU PATRIMOINE.....	98
A. - <u>LA PATRIMOINE, EXPRESSION DU PLAN DU MENAGE</u> .....	98
B. - <u>L'HETEROGENEITE DES ELEMENTS DU PATRIMOINE</u> .....	99
a) L'emploi réel ou pécuniaire des biens.....	100
b) Demande en portefeuille et demande autonome.....	101
C. - <u>L'UNITE DU PLAN PATRIMONIAL</u> .....	102
a) Une contrainte budgétaire.....	102
b) La coordination d'objectifs divers.....	104
<u>CONCLUSION</u> .....	105
SECTION II. - LA DIVERSITE DES FONCTIONS PATRIMONIALES.....	106
A. - <u>NATURE DES FONCTIONS PATRIMONIALES</u> .....	106
a) Les fonctions réelles.....	107
b) Les fonctions pécuniaires.....	108
c) La signification pécuniaire des actifs réels.....	110

B. - <u>DETERMINATION DE LA DEMANDE D'ACTIFS</u> .....	111
a) Le principe de la demande d'actifs.....	111
b) La cohérence pécuniaire des choix.....	113
c) Les objections présentées à l'existence de fonctions patri- moniales spécifiques.....	113
SECTION III. - L'UNITE DU PATRIMOINE. - A - LES FONCTIONS PE CUNIAIRES.....	116
A. - <u>COMPORTEMENT DU MENAGE TRES CALCULATEUR</u> .....	117
a) La contrainte de liquidité.....	117
.1. L'échéancier des dépenses.....	118
.2. La liquidité des actifs.....	120
b) La recherche du rendement optimal.....	122
.1. Estimation du rendement net d'un actif placé pour une durée déterminée.....	123
.2. Evaluation de la probabilité pour que l'actif soit placé jusque $t = h$ .....	124
.3. Estimation du rendement effectif de $i$ .....	125
.4. Choix de l'actif.....	125
B. - <u>COMPORTEMENT DU MENAGE CONCRET</u> .....	125
a) L'interprétation de la préférence pour la liquidité.....	126
.1. Préférence pour la liquidité et aversion au risque.....	126
.2. Le sens d'une préférence pour les actifs liquides.....	126
b) L'organisation pécuniaire du patrimoine.....	128
<u>CONCLUSION</u> .....	130

SECTION IV. - L'UNITE DU PATRIMOINE. - B - LA COHERENCE FONCTIONNELLE DES STRUCTURES PATRIMONIALES.....	132
A. - <u>LE PLAN PATRIMONIAL, ENSEMBLE DES CHOIX DE STRUCTURE DU MENAGE..</u>	133
a) Caractère durable des préférences de structure.....	134
b) Rationalité économique des préférences de structure.....	134
B. - <u>LA DYNAMIQUE DES PREFERENCES DE STRUCTURE.....</u>	135
CONCLUSION.....	137
- Chapitre IV. - LA FORMATION DU PLAN PATRIMONIAL.....	138
SECTION I. - LE PROCESSUS DECISIONNEL DU MENAGE.....	140
A. - <u>TOUTE DECISION MET EN RELATION LE DECIDEUR ET SON ENVIRONNEMENT..</u>	140
a) Le champ psychologique du décideur.....	141
b) L'action réduit les tensions apparues dans le champ psychologique.....	144
B. - <u>LES ETAPES DU PROCESSUS DE DECISION.....</u>	146
a) Deux modèles de décision.....	147
.1. L'école de WURZBURG.....	147
.2. L'école de KATONA.....	148
b) Les enseignements de ces modèles.....	149
.1. Les deux étapes du processus.....	149
.2. Les conditions de la demande d'un actif.....	151

SECTION II. - LES INFLUENCES QUI CONDITIONNENT LE CHOIX PATRIMONIAL.....	152
A. - <u>LE ROLE SECONDAIRE DES VARIATIONS DE LA STRUCTURE DU TAUX DE RENDEMENT</u> .....	152
a) Le ménage attache peu d'importance à une amélioration du rendement de son patrimoine.....	152
.1. Les taux de rendement sont aléatoires.....	153
.2. Les variations des taux ont peu d'incidence.....	157
b) Le système financier n'incite pas les ménages à réagir aux variations de taux.....	159
B. - <u>L'EXISTENCE D'UNE TYPOLOGIE NORMATIVE DES PLACEMENTS</u> .....	160
a) La définition normative des actifs liquides.....	161
.1. La liquidité des dépôts d'épargne.....	161
.2. La non liquidité des valeurs mobilières.....	164
b) La nature complexe des biens immobiliers.....	164
c) Caractère ésotérique des actifs d'entreprise.....	165
d) La demande de valeurs mobilières.....	166
C. - <u>L'EXISTENCE D'UNE HIERARCHIE DES FONCTIONS PATRIMONIALES</u> .....	167
a) Caractères généraux de la hiérarchie des fonctions patrimoniales.....	168
.1. La nature de cette hiérarchie.....	168
.2. La catégorie socio-professionnelle.....	169
.3. L'âge du chef de ménage.....	171
.4. La fortune.....	173
b) Le recours au crédit et le renouvellement de la hiérarchie.....	174
.1. Importance de la demande d'actifs réels.....	176
.2. Incidence sur l'épargne liquide.....	178
.3. Actions des conditions de crédit.....	180

- CHAPITRE DE CONCLUSION - .....	181
SECTION I. - RESUME DE L'ANALYSE.....	182
A. - <u>LES OBJECTIFS POURSUIVIS PAR LE MENAGE</u> .....	183
a) L'emploi "réel" des actifs.....	183
b) La stratégie financière embrassant tout le patrimoine.....	185
B. - <u>LA COMPLEXITE DES CALCULS</u> .....	187
SECTION II. - IMPLICATIONS PRATIQUES DE CETTE ANALYSE.....	189
A. - <u>POLITIQUE DE L'EPARGNE</u> .....	189
a) Politique de l'épargne et orientation des ressources.....	189
b) Politique de l'épargne et définition des circuits financiers.	190
c) Politique de l'épargne et répartition des revenus.....	193
B. - <u>PROMOTION DE L'EPARGNE</u> .....	194
<u>BIBLIOGRAPHIE</u> .....	196
<u>TABLE DES MATIERES</u> .....	207
<u>BIBLIOGRAPHIE COMPLEMENTAIRE</u> .....	215

- BIBLIOGRAPHIE COMPLEMENTAIRE -

Groupées autour de quelques grands thèmes, on a introduit ici un certain nombre de références auxquelles on a recouru sans pour autant être amené à en faire la citation. Cette liste n'a aucune prétention d'exhaustivité, on espère seulement en l'introduisant, faciliter d'éventuelles recherches ultérieures.

OUVRAGES GENERAUX.

Deux ouvrages de caractère théorique peuvent utilement consultés. Ce sont :

- COTTA. A.           Théorie Générale du Capital, de la Croissance et des Fluctuations.  
Paris, Dunod, 1967. 430 pages.  
En particulier le Chapitre 2. qui reprend l'approche de K. BOULDING.
  
- JOHNSON. H.G.       Monetary Theory and Policy.  
In : Surveys of Economic Theory. Vol. I. Am. Ec. Ass'n ed.  
Macmillan, 1967.

D'autre part, deux contributions, celles de J.N. MORGAN et de L.R. KLEIN présentent un intérêt particulier pour l'étude des méthodes de définition du bilan des ménages.

- MORGAN. J.N.       Factors Related to Consumer Saving when it is defined as a net worth concept.  
In : Contribution of Survey Methods to Economics. Klein ed.  
Columbia Un. Press, 1954. 268 pages. Page 89.

- KLEIN. L.R.           Assets, Debt, and Economic Behavior.  
In : Studies in Income and Wealth. Vol. 14. Pages 195-227.

Parmi les ouvrages permettant d'acquérir une vue d'ensemble des problèmes pratiques liés à l'épargne des ménages, on pourra consulter :

- FORTRAN. L.           L'Epargne des Ménages.  
KLEIN. G.           Paris, P.U.F. 1970 qui est une synthèse de travaux théoriques et de recherches du C.R.E.P.
- C.E.S.               L'Epargne des Ménages.  
Rapport Bourgeau. 13.11.68.
- O.C.D.E.           La Formation de l'Epargne en France. Par J.Y. HABERER.  
Comité des Transactions Invisibles. Septembre 1965. Ronéotypé.  
Diffusion restreinte. 84 pages.
- SARMET. M.       L'Epargne dans le Marché Commun.  
Paris, Cujas, 1963. 506 pages. Ouvrage qui ne se limite pas à des comparaisons internationales, mais examine aussi les travaux américains des années 50 (KUZNETS).
- EICHER. J.C.       Consommation et Epargne.  
Paris, Sirey, 1961. 165 pages, qui s'intéresse particulièrement à la fonction de consommation et présente un "Survey" des théories, complémentaire de celui de FERBER cité ci-dessus.

#### DEMANDE DE MONNAIE.

On possède plusieurs études économétriques de la demande de monnaie en France. Ce sont celles de :

- METZLER. A.           The Behavior of the French Money Supply. 1938-54.  
J.P.E. June 1963. Pages 216-46.
  
- ARCHER. R.            Etude Econométrique de la Thésaurisation Française. (1952-66)  
In : "Banque", Mars 1969, N° 272, III, pages 200-205.  
In : "Banque", Avril 1969, N° 273, III-suite, pages 278-286.  
In : "Extrait de la Revue Banque", N° 272/273, mars/avril 1969.  
Pages 1-14.
  
- DALOZ. J.P.           La Fonction de Demande de Monnaie en France de 1920 à 1968.  
In : "Revue Economique", vol. XX, n° 3, mai 1969, pages 468-496,  
bibliogr.

D'autre part, les études empiriques suivantes présentent à divers égards un intérêt particulier :

- LYDALL. H.F.        Income, Assets, and the Demand for Money.  
Rev. Ec. Stat. Février 1958; une des premières études à introduire le niveau de fortune comme élément d'analyse.
  
- COHEN. M.           Dépenses de Consommation, Epargne et Avoirs Liquides.  
Traduction par P. Higonnet.  
E.A. 1958, pages 375-401; qui insiste sur la forte concentration des actifs liquides.
  
- LEE. T.H.           Alternative Interest Rates and the Demand for Money : The Empirical Evidence.  
A.E.R. Décembre 1967, et
  
- HAMBURGER. M.J.    Household Demand for Financial Assets.  
Econometrica. Janvier 1968 ; qui étudie l'incidence des taux d'intérêt.

D'un point de vue théorique, les études suivantes doivent être retenues :

- CLAASSEN. E.M.      Le rôle de la liquidité dans les décisions micro-économiques et la polyvalence du taux d'intérêt.  
R.E.P. Mars/Avril 1964.
  
- PATINKIN Don      An Indirect Utility Approach to the Theory of Money and Savings.  
In : H. Brechling ed. : "The Theory of Interest Rates".  
Macmillan. New York. 1966.
  
- DUESENBERY. J.      Portfolio Approach to the Demand for Money and Other Assets.  
Pages 9-24. Commentaires : par Arrow, pages 24-27.  
Rev. Ec. Stat. Supl. Février 1963, pages 24-27.
  
- DAVIDSON. P.      Money, Portfolio Balance, Capital Accumulation and Economic Growth.  
In : "Econometrica", Apr. 1968. Pages 291-321.  
Résumé in "Journal of Economic Abstracts", vol VI, n° 4, Décembre 1968, page 893.
  
- LELAND. H.E.      Saving and Uncertainty : The Precautionary Demand for Saving.  
Q.L.E. Aug. 1968.

auxquelles on adjoint ici deux articles célèbres :

- MARKOVER. H      Assets Prices and Money Theory.
- MARSHAK. J.      Econometrica. Aug. 1938. Page 261.
  
- MARSHAK. J.      Money and the Theory of Assets.  
Econometrica VI, 1938.

CYCLE DE VIE.

Proposée par FISHER et surtout par MODIGLIANI et BRUMBERG, la théorie anglo-saxonne du cycle de vie a fait l'objet de discussions nombreuses, mais peu concluantes. Les articles suivants se réfèrent directement aux thèses de MODIGLIANI et BRUMBERG.

- ANDO. A. Tests of the Life Cycle Hypothesis of Saving.  
MODIGLIANI. F. B.O.W.I.S. Vol. 19.
- ANDO. A. The Life Cycle Hypothesis of Saving : Aggregate Implication  
MODIGLIANI. F. and Tests.  
A.E.R. 1963.
- ANDO. A. The Life Cycle Hypothesis of Saving : A Correction.  
MODIGLIANI. F. A.E.R. 1964.
- ARENA J.J. Capital Gains and "Life Cycle" Hypothesis.  
A.E.R. Mars 1964.
- PROJECTOR. D.S. Reexamination of Savings Theories in the Light of F.R.B.  
Surveys of Financial Characteristics of Consumers.  
American Stat. Ass'n. Proceedings of the Business and Economic  
Statistics Section 1968, page 56.

D'autres, sans rechercher une vérification statistique, utilisent la notion de cycle de vie:

- FISHER. J.A. Income Spending and Savings Patterns of Consumer Units in  
Different Age Groups.  
Studies in Income and Wealth. Vol 15. N.B.E.R. New York 1952.

- LANSING. J.B.           Consumer Finances over the Life Cycle.  
    MORGAN. J.M.           In : "Consumer Behavior". Vol. II. Clark ed. New York 1955.
- CLARK. L.H. ed        The Life Cycle and Consumer Behavior.  
                            New York 1955.
- LYDALL. H.F.           The Life Cycle in Income, Saving and Asset Ownership.  
                            Econometrica. 1955.
- MEADE. J.E.            Life Cycle Savings, Inheritance and Economic Growth.  
                            R.E.S.u. Vol 33 n° 93 Janvier 1966.

Enfin,

- FISHER. M.R.           Exploration in Saving Behavior.  
                            B.O.U.I.S. 1956, a proposé une comparaison des thèses de  
                            MODIGLIANI et BRUMBERG, et de FRIEDMAN.

#### CHOIX EN INCERTITUDE.

En addition aux ouvrages précédemment cités, - et particulièrement à celui de KAUFMAN qui fournit une liste des principaux critères du choix -, les références ci-dessous peuvent faciliter une première approche de la question.

- MORLAT. G.            Des Poids et des Choix.  
                            Math. des Sc. Hes ( M.S.H.) n° 3 Avril 1963.
- EGERTON. R.A.        Investment Decisions under Uncertainty.  
                            Liverpool Un. Press. 1960. 100 pages.
- KAUFMANN. A.         Méthodes et Modèles de la Recherche Opérationnelle. Tome II.  
                            Paris, Dunod, 1968.

- RICHTER. M. Cardinal Utility, Portfolio Selection and Taxation.  
Rev. of Ec. Studies 1960.
- FARRAR. D. The Investment Decision under Uncertainty.  
Prentice Hall, 1962.
- LINTNER. J. The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky  
Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets.  
Rev. of Ec. and Stat. Février 1965.
- BORCH. K. Risk and Uncertainty Proceedings of a Conference held by the  
MOSSIN. J. ed. International Economic Association.  
London, Macmillan, 1968. 22 cm. 455 pages.
- HIRSCHLEIFER. J. Investment Decision under Uncertainty : Applications of the  
State-Preferences Approach.  
Q.J.E. May 1966.
- BREEN. W. Specific versus General Models of Portfolio Selection.  
Oxford Ec. Papers. Novembre 1968.

DONNEES EMPIRIQUES.

Enfin, il peut être utile de se référer à un certain nombre d'études empiriques. Certaines ont un caractère historique, ce sont celles de :

- JEANNENEY. J.M. Rapport au Congrès International pour l'Etude des Problèmes  
de l'Epargne.  
Paris, Imprimerie Nationale. 1957.
- PRADEL. J.M. Rapport du Mouvement National d'Epargne au Congrès Interna-  
tional pour l'Etude des problèmes de l'Epargne.  
Paris, Imprimerie Nationale, 1957.

- GOFFIN. R. Les Valeurs Mobilières en France à la fin du XIX ème siècle et au début du XX ème.  
In : MORRISSON et GOFFIN : "Questions financières au XVIII ème et XIX ème siècles". Paris, P.U.F. 1967. 152 pages.
- COLSON. C. Cours d'Economie Politique. Tome III.  
La Propriété des Capitaux, des Agents Naturels et des Biens Incorporels.  
Paris, Gauthier-Villars, Alcan, 1967. 516 pages.

pour la France. A l'étranger,

- MENDERHAUSEN. H. The Pattern of Estate Tax Wealth.  
In : Goldsmith : "A study of Saving in the U.S.". Vol III. Part III.
- LANGLEY. K.M. The Distribution of Capital in Private Hands.in 36-38 and 46-47.  
B.O.U.I.S. Feb. 1951.
- LYDALL. H.F. The Distribution of Personal Wealth in Britain.  
TIPPING. D.G. B.O.U.I.S. 1961. Pages 83-104.

ont étudié les déclarations de succession, tandis que :

- WARSHAW. H.T. The Distribution of Corporate Ownership in the U.S.  
Q.J.E. XXXIX. November 1964. Pages 15-38.
- LARNER. R.J. Ownership and Control of the 200 Largest Non Financial Corporations.  
1929 and 1963.  
A.E.R. Vol 56. Page 777.
- CROCKET. J. Characteristics of Stock Ownership.  
FRIEND. I. In : "Proceedings of the Business and Economic Statistics Association". Am. Statistic. Ass'n. Wash DC 1963.

et surtout R. COX qui fait une synthèse :

- COX. E.B. Trends in the Distribution of Stock Ownership.  
Philadelphia. Un. of Phil. Press. 1963. 220 pages.

étudient la détention de valeurs mobilières.

La demande de biens durables constitue tout un domaine en soi. On citera cependant :

- PYATT. G.F. Priority Patterns and the Demand for Durable Goods.  
Cambridge Un. Press. Department of Econ. Monographs, 11.  
1967. 147 pages.

et :

- JUSTER. F.T. A Note on Consumer Asset Formation in the U.S.  
LIPSEY. R.E. Economic Journal. 1963.
- JUSTER. F.T. Household Capital Formation and Financing 1897-1962.  
LIPSEY. R.E. New York. N.B.E.R. 1966.
- WALTER. H.G. Consumer Asset Formation in the U.S. : A Rejoinder.  
The Economic Journal. N° 308 Décembre 1967.

qui pensent que l'accroissement de la formation du capital par les ménages com-  
pense historiquement le déclin de celle des firmes.

---

30 NOV. 1971

doc-n<sup>o</sup>. 1

