

CREDOC
BIBLIOTHÈQUE



CENTRE DE RECHERCHE ÉCONOMIQUE
SUR
L'ÉPARGNE

ANALYSE DES CHOIX DE PLACEMENT
DES MÉNAGES

par
Pierre DHONTE

L'Épargne Analyse des choix de placement des ménages / Pierre Dhonte (Juin 1970).

Sou1970-2088

CREDOC•Bibliothèque



JUIN 1970

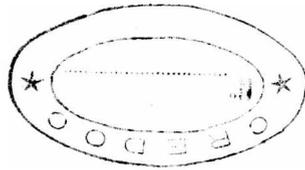
AS 010

CENTRE DE RECHERCHE ECONOMIQUE
SUR L'EPARGNE

ANALYSE DES CHOIX DE PLACEMENT DES MENAGES

par

Pierre DHONTE



S O M M A I R E

	Pages
<u>INTRODUCTION</u>	1
 <u>SECTION I : OBSERVATIONS DE DEPART</u>	 2
I - <u>SENS DE L'EVOLUTION A LONG TERME DES PLACEMENTS DES MENAGES</u>	2
A - Aux Etats-Unis	2
B - En France	4
 II - <u>L'ACTION INCERTAINE DES TAUX DE RENDEMENT</u>	 6
A - <u>Les observations</u>	6
1. Etudes économétriques	6
2. Résultats d'enquêtes	7
 B - <u>Les interprétations</u>	 9
1. Liaison actifs - mode de vie	9
2. L'information	10
 III - <u>L'INCERTAINE COHERENCE DES STRUCTURES DE PLACEMENT</u>	 11
A - <u>Le constat d'indépendance</u>	11
B - <u>Les variables explicatives ;,;,;,;,;</u>	12
 <u>CONCLUSIONS INTERMEDIAIRES</u>	 14

<u>SECTION II</u>	16
I - <u>LE PRINCIPE D'UN COMPORTEMENT PATRIMONIAL</u>	16
A - <u>Les deux sens de "patrimoine"</u>	16
B - <u>Les objectifs de l'agent</u>	18
II - <u>UNE STRATEGIE PATRIMONIALE POUR LE MENAGE</u>	19
A - <u>Une organisation des actifs en catégories</u>	19
B - <u>Incidence de cette organisation sur les choix des ménages</u>	22
1. Le schéma décisionnel du ménage	22
2. L'identification de l'objectif général	23
3. La spécification de l'objectif précis	24
III - <u>STRATEGIE PATRIMONIALE ET PROBLEMES D'INFORMATION</u>	26
1. Le rôle des "schémas culturels"	26
2. L'activité des agents	26
3. La rationalité de la politique d'équilibre	27
4. La demande d'avoirs liquides	28
<u>CONCLUSION</u>	30

INTRODUCTION

Peut-on "vendre" l'épargne ? Il y a dix ans encore, la recette permettant de le faire aurait enrichi son inventeur ; aujourd'hui, il n'en va plus tout à fait de même, car c'est bien ce que l'on fait déjà. L'épargne se déposait dans les Caisses d'Epargne : on vend de l'épargne-logement ; elle se plaçait en Bourse : on vend des S.I.C.A.V. ; il existait des instruments de placement : on crée aujourd'hui des produits, que l'on commercialise. A quoi tient donc cette transformation ? En réalité, il ne s'agit pas d'une nouveauté : on a vendu effectivement, commercialisé, en leur temps, des fonds russes ou des Bons de Défense Nationale. Ce qui est nouveau peut-être, est que, plus systématiquement que par le passé, on réalise que l'épargne n'est pas essentiellement un résidu, mais l'ensemble des demandes de certains biens ; et on en déduit qu'il faut promouvoir la vente de ces biens pour développer l'épargne.

"Vendre l'épargne" : c'est un problème mal posé ; et s'il est mal posé c'est que le théoricien emploie un concept inadéquat. A la suite de KEYNES il sépare la décision d'épargner et celle d'employer l'épargne. Or, si cela peut être vrai pour les ménages les plus fortunés, car leur comportement s'apparente à celui de gérants de fonds de placement, ce n'est pas le cas de la plupart des ménages : ceux-ci épargnent en vue d'un objectif déterminé.

Les pages suivantes ont trait au comportement des ménages "moyens", c'est-à-dire, ni des plus riches, ni des moins riches. L'interprétation proposée résulte d'observations qui sont relatées dans la section I, et cherche à en rendre compte en étudiant le processus décisionnel du ménage (Section II).

Le principe de cette interprétation est le suivant : les choix de placement du ménage sont la mise en oeuvre d'un plan qui exprime le projet de croissance à long terme du ménage. Ceci signifie en premier lieu, que faire le choix d'un placement, c'est assigner à un instrument un rôle, une fonction déterminée ; en second lieu, que l'on satisfait successivement les différentes fonctions, selon un ordre chronologique de priorité, qui exprime le "cycle de vie" du ménage. Le plan patrimonial est ainsi le plan qui définit les urgences, et discerne les moyens propres à les satisfaire.

SECTION I.

OBSERVATIONS DE DEPART

Trois faits, ou plutôt trois ensembles de faits, émergent particulièrement des observations empiriques des comportements d'épargne :

- Les structures patrimoniales sont en longue période assez stables.
- Les choix de placement ne semblent pas étroitement liés à la structure des taux de rendement.
- La cohérence des structures de placement est difficilement saisissable.

Ce sont ces données que nous allons exposer avant d'en tirer quelques "leçons" élémentaires.

I - SENS DE L'EVOLUTION A LONG TERME DES PLACEMENTS DES MENAGES.

L'évolution des placements des ménages en longue période est marquée par une grande stabilité des parts respectives des placements en actifs physiques et en actifs financiers, et par l'existence d'une double tendance contemporaine : tendance à accroître la part des actifs quasi-monétaires et de l'épargne liquide, tendance à recourir davantage à l'emprunt. Ces deux aspects sont soulignés aussi bien par les études américaines que françaises.

A. AUX ETATS-UNIS

Selon R.W. GOLDSMITH, la structure de l'épargne des ménages, exprimée en pourcentage du "revenu personnel disponible", a évolué comme l'indique le tableau 1.

Ce tableau révèle un recours croissant à l'emprunt ; il est d'ailleurs regrettable qu'il ne fasse pas apparaître les flux de remboursement du passif. Les détails fournis par le tableau original manifestent également une croissance de l'épargne liquide. Cette double évolution, déjà apparente dans la comparaison de la période 1922 - 1929 à la période précédente paraît caractériser particulièrement les développements intervenus depuis 1955.

Tableau 1 (1)

en % du revenu personnel disponible (2)	1909 à 1914	1922 à 1929	1950 à 1954	1955 à 1959	1960 à 1964
I - Investissements en actifs physiques	5,75	8,13	7,53	7,83	7,83
II - Investissements en actifs financiers	8,83	9,99	8,80	9,59	10,09
III - Engagements	4,17	5,30	5,67	6,60	7,06
Epargne nette (I + II - III)	10,41	12,82	10,65	10,82	10,85

De leur côté, les auteurs tels que KATONA, JUSTER et LIPSEY, en étudiant l'évolution des investissements des ménages en actifs physiques, soulignent l'importance considérable et, à leur avis, croissante, de ces placements. KATONA (3) insiste sur leur rôle conjoncturel, et sur l'opportunité d'étudier les anticipations et attitudes des ménages dont dépendent ces investissements ; il considère ainsi le ménage comme un producteur autant que comme un consommateur (4) JUSTER et LIPSEY, au terme d'une étude historique (5) concluent que la croissance de l'investissement des ménages compense le déclin de celui des entreprises, et soulignent la croissance de leur endettement.

(1) R.W. GOLDSMITH : "Modifications dans la structure de l'épargne des particuliers" Congrès de la Caisse Générale d'Epargne et de Retraite de Belgique, Bruxelles . C.G.E.R., 1965, pp 87-107.

(2) Ces données concernent les ménages et les entreprises individuelles.

(3) KATONA, la Société de Consommation de Masse, Paris, Hommes et Techniques, 1966, p. 16 sq.-cf. aussi C. SKENDEROFF et G. MOUTET : Valeur prédictive des intentions d'achat au niveau des ménages pris individuellement, in Consommation 1968.

(4) Cette approche est systématisée par A. WOLFELSPERGER : Les biens durables dans le patrimoine du consommateur, Paris, P.U.F., 1968.

(5) JUSTER et LIPSEY : Household Capital Formation and Financing, NBER, NY 1966, et A Note on Consumer Asset Formation in the US, Economic Journal, 1967.

B. EN FRANCE

On dispose, à défaut de données systématiques, d'un ensemble d'évaluations, plus ou moins hétérogènes et incertaines, de la fortune privée à différentes dates. Le contenu de ces évaluations a été analysé par Ch. A MICHALET (1) pour la période 1820-1960. Les résultats de cette étude peuvent se résumer comme suit :

a) L'ensemble de la période peut s'organiser en trois phases : au cours de la première, qui couvre le début du 19ème siècle, les biens immobiliers occupent une place prépondérante dans la composition des patrimoines ; la seconde couvre la fin du 19ème siècle et le début du 20ème siècle, et se caractérise par le déclin du placement immobilier au profit des valeurs mobilières ; l'époque contemporaine voit le regain de faveur du placement immobilier.

b) L'époque contemporaine est marquée simultanément par la "coexistence relativement surprenante" (2) d'une préférence pour les avoirs réels et d'un goût pour la liquidité : en pourcentage de la fortune totale, la part des diverses catégories d'actifs est la suivante (3) :

	1928	1934	1951 - 55	1956 - 60	1963
Immobilier	39,4	40,6	59,3	54,6	58
Valeurs mobilières	33,4	29,6	15,4	21	17
Autres avoirs mobiliers	27,2	29,8	25,3	24,4	25

(1) Ch. A. MICHALET. Les Placements des épargnants français de 1815 à nos jours - Paris - P.U.F., 1968.

(2) op. cit. p 262.

(3) op. cit. pp 232 et 252. Ces diverses estimations, bien qu'étant les meilleures dont il soit possible de disposer, sont d'une qualité sujette à caution. Les autres avoirs mobiliers recouvrent aussi bien les actifs financiers, les fonds de commerce, que les biens tels que les "meubles meublants".

c) Tirant les conclusions de son examen, l'auteur relève une certaine rigidité des structures patrimoniales qui est le fait particulièrement de l'immobilier et des avoirs mobiliers non monétaires : "une proportion minima des fortunes privées est nécessairement immobilisée, sous forme d'immeubles ou de biens durables" (1) ; d'autre part, il constate que "les placeurs n'ont pas attaché une importance prioritaire au rendement des actifs dont ils accroissaient la part dans leurs patrimoines" (2), et que, pendant tout l'entre-deux guerres, ils ont été victimes de l'illusion monétaire.

De son côté, le C.R.E.P. a procédé à plusieurs études pilotes sur les comportements de diverses catégories socio-professionnelles. Ces études confirment l'existence de tendances nouvelles en ce qui concerne le recours à l'emprunt : "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" (3). On constate corollairement un rajeunissement des accédents à la propriété (4).

En résumé, ces quelques observations nous paraissent suggérer l'existence d'une certaine stabilité des structures patrimoniales exprimées par grande catégorie d'actifs, stabilité qui se double d'une "évolution stable" des comportements financiers ; les habitudes n'évoluent pas brutalement et par à-coups, mais lentement et profondément.

(1) op. cit. p 291. Notons que l'auteur estime que la part des avoirs mobiliers non monétaires n'est pas croissante, ce qui contredit les estimations de JUSTER et LIPSEY pour les U.S.A.

(2) p. 296.

(3) E.A. LISLE et A. ANDRE : Etude sur l'offre et la demande de créances des ménages, Consommation, 1968, p. 80.

(4) cf. P. DURIF : Propriétaires et locataires en 1967, Economie et Statistique n° 3, 1969.

II - L'ACTION INCERTAINE DES TAUX DE RENDEMENT

Le second trait auquel nous avons attaché une importance primordiale n'est pas établi d'une manière aussi systématique que le précédent. Nous pensons pouvoir affirmer que la composition des patrimoines des ménages est moins sensible à la structure des rendements que ne le laisserait croire un examen trop rapide des théories expliquant cette composition (1). Nous n'affirmons pas par là qu'elle en soit indépendante : mais nous croyons que cette composition présente une certaine "viscosité".

A - LES OBSERVATIONS

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

1) Les études économétriques mettent en évidence une certaine sensibilité de la demande de monnaie au taux d'intérêt. C'est ainsi que LAIDLER (2) observe une élasticité certaine mais faible de la demande d'encaisses par rapport au taux d'intérêt : LEE, (3) de son côté, estime que cette demande est très sensible au rendement de l'épargne liquide ; HAMBURGER (4) trouve que les taux de rendement des titres à long terme sont les déterminants essentiels des fluctuations à court terme de l'encaisse ; cette conclusion est aussi celle de COSTE (5). S'il semble que s'établisse ainsi un consensus sur cette question, les résultats sont moins nets dès lors qu'il s'agit de définir les substituts de la monnaie. LEE estime que les dépôts de "savings and loans" sont des substituts meilleurs que les dépôts à terme ; HAMBURGER estime qu'il y a peu d'indications que les actifs liquides soient de meilleurs substituts que d'autres actifs. En fait, s'appuyant sur la considération des rendements d'actifs divers, HAMBURGER parvient à être plus précis ; il estime que les actifs monétaires et quasi-monétaires sont de bons substituts aux obligations, tandis que les actifs quasi-monétaires ne sont que de mauvais substituts aux actions. On peut en conclure que celles-ci et l'ensemble actifs liquides + obligations formeraient deux catégories distinctes : au sein de chacune, on observerait des réactions aux taux de rendement, qu'on n'observerait pas entre elles.

(1) cf. H. MARKOWITZ, Portfolio Selection - Cowles Foundation Monograph, n° 16, 1959.

(2) LAIDLER. The Rate of Interest and the Demand for Money - Journal Political Economy, Décembre 1966.

(3) LEE. Alternative Interest Rates and the Demand for Money - A.E.R., Décembre 67. p.1168

(4) HAMBURGER. The Demand for Money by Households - Journal Political Economy, Décembre 1966.

(5) COSTE. Le Développement de la Consommation et la Demande d'Encaisses en France, Thèse, Paris 1967, Tome II.

2) Les résultats d'enquête s'attachent naturellement à considérer les réactions des ménages. Un premier groupe d'études s'intéresse au rôle des dépôts d'épargne. En Allemagne Fédérale, B. WISSMAN (1) constate, à partir de plusieurs sources que :

- a) une sensibilité dynamique au taux d'intérêt n'apparaît que chez les titulaires de dépôts dépassant 5 000 DM (2 % du nombre de dépôts), et que d'autre part, l'âge est aussi un facteur conduisant à une plus grande sensibilité ;
- b) historiquement, il n'apparaît pas de relations perceptibles entre le volume des dépôts et leur rémunération ;
- c) le "seuil" de 5 000 DM (2) est celui à partir duquel les ménages possèdent des valeurs mobilières, Selon l'institut de sondages D.I.V.O. les ménages ne demandent pas ces titres parce qu'un calcul montre que leur rendement est avantageux, mais parce qu'il existe une habitude sociale allant en ce sens.

En R.F.A. également, G. SCHMOLDERS (3) remarque qu'une forte minorité de déposants ignore le taux servi par les caisses d'épargne ; que parmi ceux-là même qui le connaissent, ce taux n'est pas une variable de décision ; que l'éducation est un facteur promouvant une sensibilité accrue (ce point est confirmé par KREININ pour les U.S.A.) (4).

(1) B. WISSMAN. Die Zinsempfindlichkeit des Deutschen Sparer. Berlin, Duncker Humblot, 1960.

(2) B. WISSMAN estime qu'il existe une "marge" de variation du taux d'intérêt au sein de laquelle les variations ne sont pas ressenties par les épargnants. Cette notion de seuil est également explicitée par KATONA (op. cit.), et dans sa thèse (La Structure des Décisions Intertemporelles dans une programmation financière, Grenoble, 1967 ou 1968, CHRISTIN fonde sur elle une représentation théorique de la diversification des patrimoines, qui est parfaitement conciliable avec les résultats de recherches empiriques (cf. D.S. PROJECTOR : Consumer Asset Preferences, A.E.R. May 1965) ; PIGANIOL fonde une représentation de la demande de biens durables sur le même phénomène (Consommation, Epargne et Biens Durables, Paris, Dunod, 1969).

(3) G. SCHMOLDERS : Der Einfluss des Zinses auf das Angebot von Sparkapital Colloque du G.I.E.P.E. Lausanne 1967.

(4) KREININ : Liquid Assets Ownership, Review of Economics and Statistics 1961, p. 76.

En France, une étude du C.R.E.P. (1) conduit à une interprétation de cette insensibilité : d'une part, les déposants ne voient dans le taux d'intérêt qu'une compensation à l'érosion monétaire ; d'autre part, - et surtout - le dépôt en caisse d'épargne, plus qu'un calcul, reflète l'adhésion à un certain schéma culturel. Le rôle de cette adhésion, est relevé par MUELLER et OSBORNE, qui soulignent que "l'emploi de ces dépôts représente une politique établie, reconnue, et des coutumes de gestion des finances familiales, qui ne sont pas de nature à changer brutalement" (2). Ces auteurs remarquent également :

- a) qu'un douzième seulement de la population réagit aux taux d'intérêt,
- b) que c'est en addition, et non en lieu et place de leurs avoirs liquides, que les épargnants achètent des titres, ce qui confirme l'opinion de HAMBURGER.

D'autre part, un second groupe d'enquêtes s'est intéressé au comportement des ménages à hauts revenus. Pour n'en citer que deux, MORGAN, BARLOW, BRAZER d'une part (3) et KATONA, LANSING (4) constatent une activité accrue, c'est-à-dire, des révisions de structure plus fréquentes, chez les ménages riches en termes de fortune et de revenu. Cependant, MORGAN observe que cette activité présente un aspect caractérogique, et, eu égard au comportement d'ensemble de la population étudiée, estime que "les activités économiques de l'essentiel de l'échantillon n'étaient pas dominées par les calculs précis du gain monétaire".

Au total, études économétriques et enquêtes paraissent conduire à des résultats contradictoires, les premières en montrant l'existence d'une certaine sensibilité au taux d'intérêt, les secondes en dégageant au contraire des facteurs d'inélasticité. Il s'agit là d'un paradoxe, et non d'une contradiction. Il faut en effet, retenir que ce sont certaines catégories particulières de la population qui paraissent réagir au taux d'intérêt. En règle générale, il semble que les ménages aient une demande stable pour certains placements, non parce qu'un calcul en montre l'avantage relatif, mais parce que ces placements sont "typés", qu'ils sont une "fonction" déterminée ; les divers placements sont de ce fait hétérogènes, et bien plus que par une modification de la structure des taux de rendement, c'est en insistant sur leur spécificité fonctionnelle qu'on peut en promouvoir la diffusion.

(1) REYNAUD : Le Comportement des Déposants des Caisses d'Epargne. C.R.E.P. Paris, 1969.

(2) MUELLER et OSBORNE : Consumer Time and Savings Balances. A.E.R. 1965, p. 269.

(3) A Survey of Investment and Working Behavior among High Income Individuals. A.E.R. 1965, p. 263.

(4) The Wealth of the Wealthy, Review of Economics and Statistics, Feb. 1964.

B. LES INTERPRETATIONS

Ce dernier point étant le plus délicat et aussi sans doute le plus important, il importe de le confirmer en recourant cette fois, non plus à des observations directes, mais à des interprétations de ces observations.

1) Deux auteurs en particulier - mais en réalité cette observation découle plus ou moins explicitement des conclusions de ceux qui ont été précédemment cités - voient dans l'existence même d'un stock d'actifs détenu par le ménage un obstacle à la révision de la structure de ce stock.

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 des 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".

De son côté Ch. A. MICHALET (3), nous l'avons souligné, estime que la recherche du rendement n'est pas une motivation essentielle du placeur français. Cet auteur forme l'hypothèse que "si la structure des patrimoines est le résultat des préférences de placement, celles-ci, une fois la fortune constituée, sont à leur tour influencées par la structure des stocks d'avoirs".

(1) op. cit. pp. 228 et 239.

(2) Ce terme fréquemment usité dans la littérature américaine, a une acception beaucoup plus large que le "portefeuille" de titres : il recouvre en pratique tous les actifs financiers, en excluant parfois l'assurance-vie. Dans certaines acceptions, il désigne l'ensemble du patrimoine, considéré sous l'angle de la gestion financière.

(3) op. cit. p. 290 et 296.

Cette hypothèse est moins explicite que celle de D.S. PROJECTOR. On peut cependant, supposer qu'elle recouvre la même intuition, eu égard à l'importance que l'auteur donne à la rigidité de la part occupée, dans le patrimoine, par les actifs physiques (1).

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 le ménage en vient à choisir un mode de vie déterminé (2).

2) C'est là à notre sens que réside le problème essentiel du rôle de l'information, entendue comme un phénomène de relations sociales. Cet aspect, pour essentiel qu'il soit, ne doit pas masquer l'autre rôle de l'information, qui est lié au caractère "risqué" du rendement. En l'absence d'information, le ménage ne réagit pas aux variations de rendement. De plus, et peut-être surtout, n'étant pas informé, il ne cherche pas à obtenir les meilleurs résultats possibles : il se contente de résultats "raisonnables". Son souci primordial est la sécurité du placement (3), que garantit un certain rendement compensatoire de l'érosion monétaire. Son activité de gestion est alors faible.

En résumé, nous pensons avoir montré qu'il n'est pas déraisonnable de croire que les structures patrimoniales, et les habitudes de placement, présentent une certaine inertie, et que l'évolution de la structure des taux de rendement ne suffit pas à court terme à déterminer de nouveaux choix (4). Le lien entre cette conclusion et celle du paragraphe précédent est pour partie évident ; avant de pouvoir l'explicitier en totalité dans la section suivante, il convient de faire état d'un troisième fait qui nous semble majeur, celui de l'existence d'un cycle des projets du ménage.

(1) op. cit. p. 290. Notons que cette citation introduit une autre dimension de l'analyse : elle conduit à distinguer les révisions (massives) de la structure du stock d'actifs existant, des révisions (marginales) du flux d'épargne modifiant cette structure. Elle suggère que les secondes sont plus aisées que les premières, ce qui rejoint l'observation de MUELLER et OSBORNE sur la demande des titres. Elle introduit l'effet du niveau des fortunes sur la structure patrimoniale, et rejoint donc D.S. PROJECTOR (cf. infra) et MORGAN, BARLOW et BRAZER, qui, à la suite de cette dernière, distinguent les actifs des riches de ceux des "not so rich".

(2) Voir également DUESENBERY. *Income, Savings and the Theory of Consumer Behavior* Harvard, University Press, 1962.

(3) A long terme, la structure des rendements s'adapte sans doute à celle des demandes de placements autant que l'inverse. En tout cas ce n'est pas par une révision simple de leurs structures patrimoniales que les ménages réagissent à l'évolution des rendements : cf. E.A. LISLE. "Le Monde", 28/10/1969.

(4) De même, PASCHKE, se réfère à la conception d'un "homo habitus" de Ch. V. REICHENAU. cf. *Bestimmungsgründe des Persönlichen Sparens*, Berlin, Dunker u Humblot, 1961.

III - L'INCERTAINE COHERENCE DES STRUCTURES DE PLACEMENT

Admettons que les choix de structure du ménage ne sont pas entièrement dominées par la recherche du rendement. Faut-il en déduire que cette structure ne présente aucune cohérence ?

A - LE CONSTAT D'INDEPENDANCE

On serait tenté de le croire à la lecture de deux études, celles de GUTHRIE et de CLAYCAMP. GUTHRIE, analysant la détention d'actifs liquides, remarque qu'il ne paraît y avoir d'effet de substitution entre le logement et ces actifs que 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 d'une richesse totale, il ne faut pas considérer que chaque type d'actifs 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).

D'un autre côté, WATTS et TOBIN (4), cherchent à analyser la composition des patrimoines privés en partant de l'hypothèse que : "les ménages s'efforcent de maintenir un certain équilibre ... entre les différents postes du compte de capital". Ces auteurs, procédant à l'étude d'un grand échantillon, concluent à l'existence d'un équilibre entre :

- a) la part des actifs rendant des services directs et celle rendant des services financiers,
- b) les liquidités et l'endettement.

(1) GUTHRIE : Consumers' Propensities to Hold Liquid Assets, Journal American Statistical Association, 1960, p. 478.

(2) P. CAGAN : The Effect of Pension Plans on Agregate Saving NBER 1965.

(3) CLAYCAMP : The Composition of Consumer Savings Portfolios - NBER - University of Illinois - 1963.

(4) Consumer Expenditures and the Capital Account. in : Cowles Foundation, Monograph n° 20, Wiley 1967, p. 39.

Cependant, TOBIN, analysant l'endettement des consommateurs, ne dégage pas de relation entre le niveau des liquidités et celui de l'endettement (1) et avance l'hypothèse qu'il existe un niveau de liquidités optimum pour le ménage, niveau relatif à celui du revenu : il retrouve ainsi une conclusion plus ancienne de LYDALL (2).

B - LES VARIABLES EXPLICATIVES

La confrontation de ces études, suggère que la cohérence des structures patrimoniales n'apparaît que lorsqu'on se donne un schéma explicatif au moins partiel. A cet égard, deux variables semblent particulièrement importantes : l'âge et le niveau de fortune.

- L'âge, ou, plus exactement, le groupe d'âge, a été particulièrement étudié. Les premières expressions théoriques du "cycle de vie" paraissent imputables à MODIGLIANI et BRUMBERG (3). Diverses appréciations empiriques en ont été réalisées. LYDALL s'exprime ainsi : "A mesure que les gens passent de la jeunesse à l'âge mûr, et de là à la vieillesse et à la sénilité : leur conduite économique traverse des phases variées. Le schéma de ces changements est assez stable dans tout pays et toute période donnée pour justifier que nous le dignifions du titre d'un "cycle économique de vie" (4). Pour REVELL (5), qui étudie les successions, il y a bien un cycle de vie, mais :

- a) celui-ci dépend pour chaque ménage de son histoire vécue ;
- b) il existe aussi un "effet de fortune".

Le C.R.E.P. a également souligné l'existence de cycles de vie propres aux différentes catégories socio-professionnelles (6), et l'étude des déclarations de succession fournit une confirmation à cet égard ; enfin, E.A. LISLE (7) insiste sur l'unité du "dessein" du ménage à travers la diversité des phases de son cycle.

(1) Consumer Debt and Spending - Cowles Foundation Monograph 20.

(2) LYDALL, Income, Assets and the Demand for Money. Review of Economics and Statistics February, 1958.

(3) Utility Analysis and the Consumption Function in KURIHARA, ed. Post Keynesian Economics Rutgers University Press, 1954.

(4) LYDALL, The Life Cycle in Income, Savings and Asset Ownership, Econometrica 1955 p. 132.

(5) REVELL, Assets and Age B.O.U.I.S., 1962, pp. 363-378.

(6) L'Offre et la Demande de Créances des Ménages, op. cit.

(7) L'Epargne et l'Epargnant, Dunod, Paris 1967.

- L'effet de la fortune est, curieusement, d'ailleurs, plus rarement étudié. La grande étude à ce sujet est celle de D.S. PROJECTOR, déjà citée, qui distingue les "actifs des riches" des "actifs des non-riches", selon l'interprétation de MORGAN, BARLOW et BRAZER. KATONA et LANSING (1) procèdent à une étude pilote qui leur confirme l'existence d'une variation systématique des structures selon le niveau de fortune ; ils en déduisent l'importance que revêt la concentration de la fortune pour la formation de l'épargne des ménages. Des résultats du même ordre se dégagent d'une étude pilote du C.R.E.P. (2) ainsi que des déclarations de succession (3).

S'il faut en croire ces études, il y aurait donc une certaine logique dans la constitution des patrimoines, et cette logique s'interpréterait au niveau des projets des agents, projets qui évolueraient systématiquement avec l'âge et le niveau de fortune.

(1) The Wealth of the Wealthy, op. cit.

(2) Enquête Salariés-Inactifs, 1964, Tome II par H. FAURE.

(3) C.R.E.P. Recherche historique sur les choix de patrimoine, par R. COSTE, N. CAMPION, P. DHONTE, ronéotypée, Décembre 1969.

CONCLUSIONS INTERMEDIAIRES

Rendus à ce point, nous avons organisé un ensemble d'observations de manière à montrer que trois propositions ne paraissent pas être, au pire, clairement infirmées par les faits :

- I - 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.
- II - 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.
- III - Cependant, les structures patrimoniales présentent une cohérence, tant sur le plan de la poursuite du rendement - ainsi que l'exprime la différenciation des patrimoines selon leur valeur nette - que sur celui de "l'expansion vitale" du ménage.

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

1) La recherche du rendement peut être considérée comme un déterminant de la structuration des patrimoines à condition de tenir compte de trois facteurs.

a) 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 (1),
- 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.

b) Un second facteur important est l'information. Le sens de celle-ci est double.

- exprimant les relations entre le ménage et son entourage, l'information reflète les pressions sociales qui s'exercent sur la formation des objectifs du ménage. Ceci introduit en particulier le rôle des circuits qui commercialisent les actifs.

(1) L'explication complète doit faire appel à la considération du niveau moyen et de la concentration de la fortune, d'une part, de l'effet d'ostentation de DUESENBERY, d'autre part.

- exprimant le degré d'ignorance du ménage quant à l'évolution future des rendements, elle invite à considérer son attitude envers le gain et le risque.

c) Lié aux deux facteurs précédents, le niveau de fortune est une troisième "variable" importante. En effet, à mesure que s'accroît la fortune du ménage, s'élève aussi sa 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").

2) 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 commercialisation et la politique de l'épargne, de considérer qu'elle est fréquemment liée et subordonnée au désir, à la demande, d'un placement spécifique. Cette hypothèse recouvre évidemment 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 (2).

3) 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. Pour cela, il faut dépasser l'abstraction des représentations du choix financier pur, et réintroduire dans l'analyse des 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.

(1) cf. M. FRIEDMAN : The Demand for Money, Journal Political Economy, 1959.

(2) cf. ce qui a été dit plus haut des dépôts d'épargne (REYNAUD, MUELLER, OSBORNE), de la demande de valeurs mobilières (D.I.V.O., d'après WISSMAN), du recours au crédit (C.R.E.P., E.A. LISLE et A. ANDRE).

SECTION II

Dès lors, notre démarche devient la suivante : postulant que le ménage à un comportement rationnel, et nous appuyant sur les conclusions précédentes, nous cherchons une représentation de ce comportement.

Pour cela, nous commençons par définir ce que nous entendons par rationalité du comportement patrimonial ou, de manière équivalente, par comportement patrimonial authentique. Nous estimons qu'il y a comportement patrimonial authentique dès lors que le ménage organise ses divers actifs en vue de résultats d'ensemble (point I). La question devient alors de savoir quels sont les caractères de cette organisation (point II) : nous considérons qu'elle consiste fondamentalement à partitionner l'ensemble des actifs en catégories significatives (point II - A) du point de vue de l'agent, et que cette partition a le double effet de conditionner les choix, et de leur permettre de s'exercer, (point II - B). Dès lors, il nous reste à expliciter la place de "l'information" et à en développer le sens général, (point III).

I - LE PRINCIPE D'UN COMPORTEMENT PATRIMONIAL

Nous entendons par patrimoine un ensemble d'actifs (1). La théorie du patrimoine ainsi entendu a été développée en particulier par F. PERROUX (2) et K. BOULDING (3). Ces auteurs, bien qu'ayant donné à leur expression une portée générale, paraissent avoir particulièrement songé au capital des entreprises. La conception du ménage comme un producteur permet de lui appliquer leurs notions.

A - LES DEUX SENS DE "PATRIMOINE"

Il ressort de ces travaux que le "patrimoine" a deux sens, d'ailleurs parfaitement intégrés :

- Le patrimoine est un ensemble organisé d'éléments divers. Ce qui importe à l'existence du patrimoine c'est simultanément l'hétérogénéité des éléments qui le composent et leur unité, laquelle résulte de leur intégration dans un ensemble, et dépend donc tant de leur hétérogénéité que des relations qui grâce à cette hétérogénéité même, peuvent s'établir avec les autres actifs.

(1) L'emploi du terme "actifs" dans ce texte peut être considéré comme inadéquat : nous entendons par là, en effet, désigner un poste du bilan, qui peut fort bien être un élément du passif.

(2) F. PERROUX, Les Comptes de la Nation, P.U.F., 1949.

(3) K. BOULDING, A Reconstruction of Economics, Science ed. N.Y., 1962.

- Le patrimoine est l'expression du plan de l'agent qui l'organise, et n'existe comme patrimoine que par ce plan. Ceci veut dire qu'une collection d'objets divers n'est pas un patrimoine : pour qu'elle en soit une, il faut que chaque objet et leur ensemble aient une fonction déterminée. Le plan patrimonial consiste ainsi d'une part à choisir les fonctions qui doivent être remplies ; et d'autre part, à sélectionner d'après leurs aptitudes à remplir ces fonctions, les meilleurs actifs. En chacun de ces aspects, la détermination du plan est influencée par la relation entre l'agent et son environnement.

Ainsi la notion de plan nous amène-t-elle nécessairement à considérer le dynamisme de l'agent. Ce dynamisme apparaît dans un projet (l'objectif poursuivi) et une analyse. Ce second point est plus délicat. Nous avons mentionné ci-dessus l'hétérogénéité des actifs. En fait, par nature, les actifs sont hétérogènes sous de multiples aspects ; et même le fait de les considérer comme hétérogènes suppose qu'on les compare. Or, il est difficile de comparer deux objets sous de multiples aspects simultanément (1). La comparaison des actifs suppose donc que soit défini l'aspect sous lequel ils seront comparés. Dans l'action, cet aspect ne peut qu'être déterminé par l'objectif poursuivi.

Il découle de ceci, d'une part, qu'un actif ne peut entrer dans un patrimoine qu'à la condition que l'agent l'ait "analysé" ; d'autre part - et surtout - que cette "analyse" consiste à définir volontairement quel aspect de l'actif importe, c'est-à-dire à lui assigner une fonction.

C'est ainsi qu'en définitive, les actifs remplissent une certaine fonction dans le patrimoine, non en raison de leur nature, mais par la destination que leur confère l'agent. Le plan définit les fonctions que l'agent assigne aux différents actifs dont il a connaissance, en liaison avec les objectifs qu'il poursuit : définition de l'objectif, analyse et finalement, sélection (2) des actifs sont ainsi les différentes composantes de la définition du plan patrimonial. Cette définition apparaît ainsi essentiellement comme une stratégie organisatrice de l'ensemble des actifs.

(1) cf. CLAYCAMP, op. cit. p. 46.

(2) "Sélection" car il est évident que l'agent n'est pas entièrement "libre" d'assigner toute fonction à tout actif : par rapport à une fonction donnée, chaque actif est plus ou moins adapté : car il a sous ce rapport des propriétés "objectives", qui ne dépendent pas directement du plan de l'agent, mais sur lesquelles au contraire ce plan s'appuie pour obtenir des effets désirés : cf. La théorie de l'échange chez BOULDING.

B - LES OBJECTIFS DE L'AGENT

Il devient alors nécessaire de considérer de plus près les objectifs de l'agent. Il convient à cet égard de distinguer formellement deux situations.

La première, est la situation "simple" ; l'objectif de l'agent est unique. Par conséquent, les actifs sont comparés sous un rapport unique ; la détermination du plan en est simplifiée, et sa mise en oeuvre vise à atteindre une situation maximale. Ce cas simple est celui auquel correspondent les représentations habituelles de la firme en situation de certitude. L'objectif est de maximiser le profit ; c'est sous cet angle que se comparent les différents actifs, physiques (détermination de la fonction de production efficace) et financiers (détermination du niveau de production, et donc, du programme d'équipement). Ce cas simple est aussi celui auquel on a trop souvent réduit la situation du ménage. Or, les développements contemporains tendent à le dépasser, d'une part en introduisant l'incertitude, d'autre part, en décrivant la firme comme un organisme poursuivant une finalité complexe, volonté de puissance, ou, plus simplement, de croissance, dont la recherche du profit n'est qu'un aspect.

On aboutit ainsi à la situation "complexe" : plusieurs objectifs sont poursuivis simultanément. Dans le cas du ménage par exemple, il s'agira de chercher à la fois le meilleur rendement et un certain mode de vie : ce qui peut être partiellement antinomique. Ainsi, la possession d'un logement qui satisfait l'exigence posée par le mode de vie cherché peut correspondre à une structure patrimoniale non optimale du point de vue du rendement.

Dans cette situation, le problème de choix est plus difficile à résoudre : il n'existe généralement pas d'actif qui soit préférable aux autres sous tous les rapports à la fois. Le problème est simplifié si l'agent arbitre les divers objectifs, les hiérarchise. Une manière particulièrement intéressante de procéder ainsi est de définir un ordre chronologique de priorité : cette manière de procéder est intéressante, car elle semble bien être fréquemment appliquée. Au début du cycle de vie prédomine la recherche d'un mode de vie ; c'est ensuite qu'apparaît le souci primordial du rendement.

C'est le contenu concret d'un tel plan, dans le cas du ménage, que nous allons maintenant examiner.

II - UNE STRATEGIE PATRIMONIALE POUR LE MENAGE

Nous allons donc supposer :

- que le ménage a un comportement patrimonial, c'est-à-dire, que la structure de son patrimoine n'est pas fortuite,
- que ce comportement a une dimension temporelle, c'est-à-dire, qu'il existe un cycle vital des objectifs de l'agent.

La manifestation première de l'existence d'un comportement patrimonial est l'organisation des actifs en catégories significatives.

A - UNE ORGANISATION DES ACTIFS EN CATEGORIES

Supposer que les ménages procèdent à une telle organisation ne paraît pas irréaliste : cela permettrait d'interpréter les relations d'inégale substitution dégagées par HAMBURGER (1) ; cela est cohérent avec l'hypothèse d'une liaison entre actifs et mode de vie ; cela a été d'ores et déjà proposé par E.A. LISLE, (2) qui distingue actifs et jouissance, actifs de rendement, liquidités.

En réalité, la discussion de cette nomenclature nous conduit à l'hypothèse plus complexe selon laquelle le ménage procède en fait à une double partition de la gamme des actifs.

1) Une organisation des actifs en catégories fonctionnelles

La première partition consiste à conférer à l'actif une fonction de jouissance ou de rendement. L'actif de jouissance fournit un service, directement consommable, à son propriétaire, par opposition à l'actif de rendement, qui lui procure directement un revenu monétaire. Le contenu substantif de l'idée de partition volontaire des actifs entre ces fonctions est donc que la demande d'un actif est influencée par la fonction en vue de laquelle il est demandé. Plus précisément, cette hypothèse signifie que les actifs de rendement sont peu ou pas substituables aux actifs de jouissance ; et il suffit de la solliciter assez peu pour l'interpréter comme signifiant qu'au sein même de chacune de ces catégories, il existe des rigidités diverses.

Si cette hypothèse est exacte, elle est d'un grand intérêt, puisqu'elle permet de lier le processus d'épargne au déroulement du cycle de vie du ménage. Or la réalité d'une affectation fonctionnelle des actifs paraît contestée dès lors que l'on relève qu'un bien aussi important que le logement paraît remplir ces deux fonctions

(1) cf. Supra p. 6.

(2) E.A. LISLE, L'Epargne et l'Epargnant, op. cit.

simultanément. On se heurte alors, en effet, à l'objection néo-classique : la valeur d'échange du bien représenterait complètement sa valeur d'usage ; il est par conséquent redondant, voire erroné, ayant admis que la demande de logement procède d'un calcul de rendement, d'admettre de plus que sa désirabilité dépend "aussi" d'une fonction de jouissance.

La question du bien fondé de cette objection est d'ordre empirique. Il nous semble que l'importance de l'épargne, consentie par les accédants à la propriété et son affectation déterminée sont de bonnes raisons de croire que ce n'est pas le seul rendement qui motive cet effort. Par contre, l'objection implique que ce n'est pas la seule recherche du mode de consommation non plus.

Nous opposerons donc les actifs qui sont détenus en vue du seul rendement et ceux qui sont détenus à la fois en vue de celui-ci et de l'obtention d'un service consommable particulier.

2) Une organisation des actifs selon leur degré d'engagement

La partition précédente répondait à la question : à quoi servent les actifs ? Dans quel but sont-ils désirables ? Elle concernait donc l'accomplissement, à chaque instant, par le patrimoine, des fonctions vitales du ménage.

En posant la question : "dans quelle mesure les actifs sont-ils échangeables?" On aborde un autre aspect, celui de la gestion du patrimoine dans un monde changeant. Cette question prend son sens précis lorsqu'on suppose constant le plan de l'agent, c'est-à-dire ses préférences fonctionnelles.

A ce niveau, la destination fonctionnelle des actifs n'a pas une importance majeure : le critère essentiel est celui de l'intensité de la liaison entre l'actif et le mode de vie de l'agent. On distinguera ainsi trois catégories d'actifs :

- Les actifs liés au mode de vie de l'agent : ce sont ces actifs qui ne peuvent, au sens de D.S. PROJECTOR, être cédés sans que l'agent change de mode de vie ou de profession, c'est-à-dire de plan. Les actifs sont aussi bien de jouissance (logement) que de rendement (actifs professionnels). Leur caractère les rend donc extrêmement illiquides, indépendamment de leurs caractéristiques financières propres et de celles de leur marché. Leur détention est corrélativement extrêmement stable ; au total, leur gestion est fort peu sensible à court terme à la structure des taux de rendement.
- Les actifs engagés, ou de "financement" (1) sont des actifs qui sont destinés à être échangés dans la réalisation d'un projet précis : ces actifs sont le support de l'accumulation intermédiaire qui permet de pallier l'indivisibilité du coût du projet. Accumulés en vue de ce projet précis, ils le sont à court terme : par conséquent, ne pouvant, sans révision de plan s'orienter vers d'autres emplois, ils ne peuvent non plus s'échanger contre d'autres formes de placement. Leur négociabilité est donc, en dépit de leur nature, restreinte. Nous inclurons parmi eux l'encaisse de transactions et de précaution.

(1) Cf. DAVIDSON : Keynes" Finance Motive. Oxford Economic Papers 1965, p. 47
COSTE : La Formation de l'Epargne Liquide, Consommation n° 2, 1969.

- Les actifs libres, ou discretionnaires, sont ceux dont l'emploi n'est déterminé ni par les conditions de vie présentes de l'agent, ni par ses projets immédiats. Ces actifs sont donc des actifs de rendement, qui peuvent comprendre une encaisse monétaire (de diversification, cf. infra). Libres ils le sont au sens où ne s'exerce sur eux aucune autre contrainte que celles que définit l'agent dans sa recherche du rendement. C'est donc la demande, (en terme de stock) de ces actifs qui est la plus apte à répondre aux incitations de la structure des rendements.

Cette typologie nous paraît donner une expression très générale du problème de la liquidité, au sens où E. MUELLER et H. OSBORNE remarquent que "la liquidité (ou proximité à la monnaie) d'un actif financier dépend non seulement des caractères de l'actif lui-même, mais aussi, et plus significativement, des plans et intentions de son propriétaire (1)

L'organisation des actifs selon leur degré d'engagement pose divers problèmes. L'un d'entre eux est celui de l'encaisse. On peut distinguer une encaisse de transactions, une encaisse de financement, semi-liquide, une encaisse de précaution et une encaisse de diversification du portefeuille. Pour répondre à diverses fonctions, l'encaisse n'en est pas moins unique. Il nous semble donc qu'il faut considérer qu'elle connaît un seuil minimal, exprimé sans doute en termes de multiple de la dépense périodique ; et qu'au delà de ce seuil, ses accroissements doivent s'interpréter en relation avec l'importance et la nature du reste du patrimoine.

On voit que ce problème en introduit un autre : qu'est-ce qui détermine la composition des actifs "libres" ? Ceux-ci sont les actifs auxquels s'applique par excellence la théorie des choix de portefeuille. On sait que celle-ci vise essentiellement à montrer comment l'aversion au risque conduit à tirer parti du principe de division des risques. La question est de savoir si ce comportement s'applique au seul portefeuille ou à l'ensemble du patrimoine. Pour notre part, nous opinerions pour la seconde solution : les actifs liés et les actifs engagés étant placés de manière autonome, les choix de placement des actifs libres sont tels que l'ensemble du patrimoine présente les qualités requises de sécurité, rendement, et liquidité. Cette question, toutefois, demande à être approfondie empiriquement. Elle est importante : car si notre hypothèse est exacte, il apparaît que la présence d'un patrimoine lié important, relativement au total, explique celle d'une forte encaisse de précaution-diversification, et inversement. Dans l'étude des choix patrimoniaux, c'est alors non seulement la valeur du patrimoine total, et le rapport patrimoine-revenu, qu'il faut considérer, mais aussi le rapport patrimoine libre / patrimoine total.

En résumé, nous avons proposé deux typologies des emplois des actifs : la première a une relation directe aux projets des ménages, la seconde est plus liée à leur gestion financière. Il n'y a pas à "choisir" entre ces deux typologies : toutes deux doivent être comprises simultanément, car elles expriment deux aspects nécessairement coexistants de la stratégie de l'agent : le choix des objectifs, et celui de l'action qui les réalise.

(1) op. cit. p. 265.

B - INCIDENCE DE CETTE ORGANISATION SUR LES CHOIX DU MENAGE

Nous avons, dans le paragraphe précédent, avancé qu'un aspect essentiel du plan de l'agent est de comparer les actifs sous divers rapports. Ce que nous pensons avoir réalisé dans le présent paragraphe est de préciser ces "rapports" de comparaison ; ce qu'il nous faut maintenant aborder c'est la manière dont s'opère la comparaison et comment cette comparaison est un processus de choix.

Le problème que nous nous posons est ainsi celui de la mise en oeuvre du processus de choix du ménage. Les théories de la décision nous sont ici d'un grand secours : elles permettent de situer dans un schéma d'ensemble les éléments exprimés ci-dessus et de dégager les autres phases du processus.

1) Le schéma décisionnel du ménage

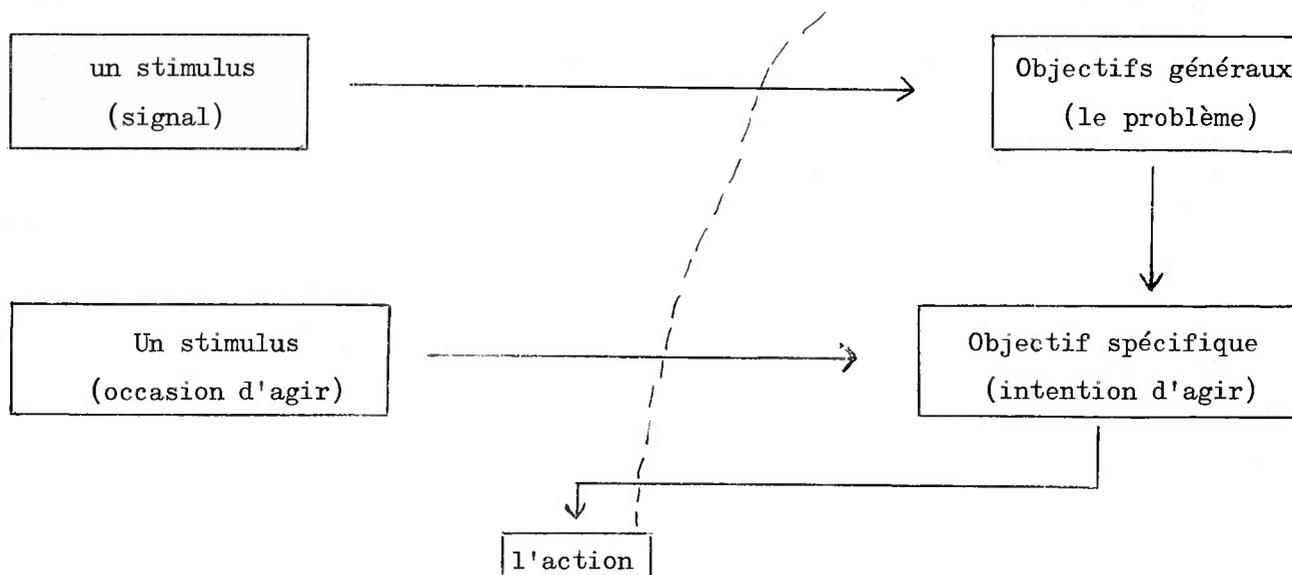
FERBER (1), examinant le processus décisionnel du ménage, se sert d'une thèse définie par MARCH et SIMON dans le cas de la firme : "le processus de décisions peut être décomposé en trois étapes distinctes :

- la manière dont la possibilité d'une action particulière, par exemple un achat, se présente à l'esprit du ménage ;
- l'identification et l'évolution de différentes formes d'action ;
- le choix effectif".

Ces trois phases explicitées de manières diverses, se retrouvent dans la plupart des schémas décisionnels. NICOSIA (2) en fait une revue extrêmement précieuse. Le schéma fondamental est celui de "l'école de WURZBURG", que NICOSIA illustre de la manière suivante :

L'environnement

Le sujet



(1) FERBER, Research on Household Behavior, p. 142 (Surveys in Economic theory, Vol. III).

(2) Consumer Decision Processes Prentice Hall, 1966, Chapitre IV.

L'action apparaît ainsi comme une réponse à une perturbation du champ psychologique visant à rétablir l'équilibre de ce champ.

Nous n'allons pas entrer ici dans le détail de l'exposé de ces processus. Ce qui nous paraît devoir essentiellement en être retenu est :

- l'idée que la décision ne se comprend que comme une relation entre l'agent et l'environnement.
- l'idée qu'au coeur du schéma se trouve un processus que NICOSIA désigne par le terme de "funneling", "passage par l'entonnoir" qui consiste à procéder d'une appréciation globale du problème et des objectifs à la détermination d'un objectif suffisamment précis pour être opératoire. Nous appellerons ce processus, processus de spécification, en l'opposant au processus d'identification qui est celui par lequel l'agent apprécie globalement son problème et son objectif à partir d'une sensation confuse de tension.

Dès lors, nous pouvons appliquer ce schéma général au cas particulier du choix de placement. Nous nous intéressons particulièrement au choix de la structure du patrimoine, mais le processus peut être adapté au choix de gestion. Nous considérons que le processus comporte deux phases essentielles : la phase d'identification, et la phase de spécification.

2) L'identification de l'objectif général

L'agent se trouve initialement dans une situation concrète déterminée : c'est-à-dire qu'il dispose d'un certain pouvoir économique, d'anticipations quant à l'évolution de ce pouvoir ; qu'il subit certaines contraintes, qui sont l'effet de ses choix antérieurs et des pressions sociales auxquelles il est, consciemment ou non, sensible, (effets d'ostentation, etc...)

A ce stade, les termes de son choix sont une variété de projets possibles, qui, de la manière la plus générale, se classent en projets de jouissance ou projets de rendement. Ainsi, la première étape du choix est-elle le choix d'une fonction dont l'accomplissement est jugé prioritaire.

Il n'y a pas de raison de croire que ce choix soit anarchique : au contraire, l'observation (1) donne à penser qu'il existe un ordre des urgences lié à l'existence d'un cycle de vie, et se traduisant donc par un cycle des projets patrimoniaux.

Ce cycle traduit l'existence de préférences du ménage pour certaines fonctions : ces préférences sont le coeur de la stratégie d'expansion du ménage. Il s'exprime à la fois dans la durée (succession chronologique des fonctions préférées) et dans la position économique du ménage (hiérarchie des priorités selon le niveau de fortune).

(1) cf. C.R.E.P. Etude "Salariés-Inactifs", 1964 et Etude de la Demande de créances par les ménages, op. cit.

Ce choix de la fonction est ainsi présenté comme préalable au choix des actifs : il représente, de ce dernier point de vue, une contrainte, puisqu'il constitue une "condition d'éligibilité" à laquelle tous les actifs ne peuvent satisfaire. Cette contrainte est à priori plus forte dans le cas des projets de jouissance que dans le cas des projets de rendement. Sa présence est une première explication de la rigidité des structures par grandes catégories, et invite à interpréter le comportement des ménages en termes de préférences de structure plus que de comportements de maximation.

D'autre part, le choix de la fonction n'est pas associé à la situation concrète de l'agent par une relation nécessaire et unique ; il est lui-même le terme d'une élaboration, qui peut se décrire au moyen d'un schéma décisionnel du même type, dans lequel l'objet du choix est une stratégie du financement. C'est en explicitant cet aspect de la décision que l'on pourrait rendre compte du recours accru à l'emprunt qui caractérise les ménages contemporains.

3) La spécification de l'objectif précis

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 et sa structure selon son degré d'engagement, la position destinée à l'actif dans le cadre de cette structure, le coût de l'actif, le revenu du ménage.

Il nous paraît possible d'être plus spécifique à cet égard. D'une part, et c'est un aspect que nous ne développerons pas ici, c'est à ce stade qu'interviennent les calculs de "sélection du portefeuille". D'autre part, et c'est l'aspect que nous voulons détailler, le ménage va plus loin encore dans la partition des actifs que nous ne l'avons envisagé jusqu'à présent.

En effet, nous avons rencontré chez HAMBURGER (1) le constat que certains actifs paraissent plus étroitement substituables entre eux qu'ils ne le sont à d'autres ; nous avons aussi souligné plusieurs fois que le choix d'actifs révèle l'adhésion à un schéma culturel ; enfin, H. SIMON (2) souligne que la quantité d'informations reçues de l'environnement à chaque instant est infiniment supérieure à ce que l'esprit peut assimiler.

(1) The Demand for Money, op. cit.

(2) H. SIMON. Theories of Decision Making, Surveys in Economic Theory, III.

Tout ceci suggère que le ménage regroupe les actifs en "classes" qui lui semblent homogènes par nature. Les classes ainsi constituées diffèrent d'un groupe social à l'autre ; en cela le choix d'actifs révèle l'adhésion à un schéma culturel ; elles sont surtout inégalement précises. Le détail que le ménage peut apporter à la description d'une classe est révélateur de sa familiarité avec elle et donc de l'aptitude des actifs de cette classe à être sélectionnés : d'un ménage à l'autre, le nombre de catégories de valeurs mobilières qui est distingué varie ainsi grandement.

Une autre remarque est nécessaire. Le processus de spécification est plus complexe pour les placements libres que pour les placements liés. Pour ces derniers, en effet, la présence simultanée de plusieurs contraintes exclut que les solutions possibles soient nombreuses. Pour les premiers, il en va autrement : non seulement plusieurs solutions sont possibles, mais elles doivent être choisies en fonction des choix faits pour les autres placements.

Dans ces conditions, le choix d'actifs liés paraît original : la dichotomie keynesienne qui distingue un choix épargne-consommation et un choix de placement ne paraît pas s'y appliquer. La décision d'épargne au contraire, semble être assujettie à la décision d'acquérir un actif donné. Si ceci est exact, il en résulte qu'il n'existe guère de possibilité pour une politique de l'épargne de substituer un placement en portefeuille à un placement lié sans assister à une baisse du niveau d'épargne.

En résumé, le choix d'un actif déterminé ne nous semble pas relever d'un pur hasard, ni d'un pur calcul, mais découler d'un processus dans lequel sont étroitement associées les influences externes au ménage, les "coordonnées personnelles" de celui-ci, la nature des actifs. L'action sur les choix de placement des ménages doit porter sur tout ce processus et discerner en particulier deux niveaux du choix. Elle doit reconnaître le caractère primordial du choix de la fonction, et la dépendance de celui-ci par rapport à l'âge et au niveau de fortune du ménage. D'autre part, il paraît possible que le déroulement du processus soit significativement différent dans le cas des deux fonctions distinguées, et, par conséquent, que l'épargne totale doit être considérée comme la somme de deux flux d'épargne distincts.

Nous avons ainsi, dans ces deux sous paragraphes, cherché à décrire le processus de la décision d'épargne, c'est-à-dire explicité les rapports sous lesquels le ménage compare les actifs, et la manière dont il procède. Ce faisant nous avons souligné comment ce processus fournit une première explication de la stabilité des choix relevée au début de ce texte. Nous avons expliqué la cohérence des structures de placement, selon l'âge du ménage et la valeur du patrimoine, par l'existence d'un cycle des fonctions et le caractère primordial du choix des fonctions.

Par ce même cycle, nous avons défini "l'arbitrage" qui permet au ménage de "réduire" la complexité de son problème (cf. p 18). Il nous reste à justifier la rationalité de ce comportement, et, du même coup, à fournir une explication de notre seconde observation de départ, la faible sensibilité des choix à la structure des taux de rendement.

III - STRATEGIE PATRIMONIALE ET PROBLEMES D'INFORMATION

Au sens le plus large, l'information est l'ensemble des relations entre le ménage et son environnement. En ce sens, elle intervient à trois niveaux :

- au niveau du choix des fonctions : il y a un aspect social dans la détermination des préférences de structure ;
- au niveau de la sélection des actifs ;
- et à celui de leur gestion, ce qui recouvre :
 - . le choix d'une stratégie de financement (emprunt ou accumulation préalable)
 - . les choix de révision de la composition du patrimoine en raison de la recherche du rendement (par opposition aux révisions qui, découlant de changements de plan, relèvent des niveaux précédents) : il existe des "schémas culturels" auxquels adhèrent les agents.

1) Le rôle des "schémas" culturels

Il convient de souligner le rôle de ces "schémas", et de dégager ce qui fait leur pouvoir. Ces "schémas", se présentent comme des données, des informations ; ils réduisent l'étendue du choix, c'est-à-dire le nombre des conduites possibles. Or, l'information est désirée, et l'extension du choix est crainte, car une situation de choix est une situation d'incertitude. La force de ces schémas tient donc à ce qu'ils se présentent comme des réducteurs d'incertitude.

D'autre part, ces schémas exercent une incitation sur le ménage. Ce point est souligné par PASCHKE, selon qui le ménage disposé à épargner se réfère à un trend social de développement, par rapport auquel sa tendance propre oscille, et, à travers ces oscillations, se trouve renforcé ou non dans sa disposition (1).

C'est donc ce double effet qui fonde l'influence des données culturelles, influence qui contrarie celle du "pur" calcul économique.

2) L'activité des agents

Cependant, cet effet est inégal suivant les agents : ceux-ci peuvent avoir une conduite plus ou moins indépendante, c'est-à-dire non pas individualiste, mais active : c'est ainsi que MORGAN, BARLOW et BRAZER ont pu souligner l'aspect caracté-
rologique du comportement actif de certains épargnants (2). Plus généralement,

(1) W. PASCHKE, op. cit. p. 68.

(2) A Survey ..., op. cit.

diverses typologies ont été établies qui se rattachent à ce critère. Certaines ont une portée très générale : par exemple, celles de RIESMAN (1) qui distingue un type traditionnel, un type introverti et un type extraverti ; PASCHKE, qui distingue les indifférents, les actifs et les conformistes. D'autres ont une portée plus spécifique : deux études du C.R.E.P. ont conduit à distinguer, à l'égard des Caisses d'Epargne, une attitude "utopiste" et une attitude "réaliste" (2), et, à l'égard des Valeurs Mobilières, un type de "gros porteur" et un type de "petit porteur" (3). Le rôle des attitudes personnelles est mis en évidence par KREININ tant en ce qui concerne la demande de Valeurs Mobilières (4) que la détention d'actifs liquides (5).

Un effort particulier d'élaboration est dû à Ch. A. MICHALET. Ayant discerné, un aboutissement de son étude historique déjà citée, plusieurs attitudes envers les placements, en général, cet auteur reprend les archétypes du spéculateur et du rentier, et "créé" le type des "placeurs", qui se caractérisent par "leur niveau très faible d'information ; ensuite, la modicité de leurs ressources qui entraîne une dissymétrie entre l'utilité d'un gain pécuniaire et la désutilité d'une perte, celle-ci étant plus redoutée que celui-là ; enfin, l'horizon économique à long terme par rapport auquel ils effectuent leurs choix. Cet ensemble de contraintes va donner à leur structure patrimoniale une rigidité temporelle"... (6).

3) La rationalité de la politique d'équilibre

Si l'on admet le réalisme et la généralité du type de "placeur ainsi dégagé ; et nous pensons que les diverses observations que nous avons rapportées appuient en ce sens, il devient alors clairement "raisonnable" de suivre une politique visant à

(1) La Foule Solitaire . Paris, Arthaud, 1964.

(2) REYNAUD, Etude "Caisse d'Epargne" op. cit.

(3) A. ANDRE, Etude Psychosociologique du Comportement des Porteurs de Valeurs Mobilières, C.R.E.P., Paris, 1969.

(4) Factors Associated with Stock A Ownership. Review, of Economics and Statistics February, 1959.

(5) Liquid Asset Ownership, op. cit.

(6) Demande de Monnaie, Demande d'Actifs et Comportement Patrimonial en Incertitude. Revue d'Economie Politique, 1968. p. 622.

atteindre non une position maximale mais une position d'équilibre. Cette opinion est partagée par FARRELL (1) qui précise qu'il y a là un effet de l'incertitude ; Ch. A. MICHALET précise dans l'article cité que, pour le placeur, "le souci de maximiser le rendement s'efface toujours devant celui de la sécurité" (2). C'est surtout BOULDING qui a montré la rationalité et la généralité du principe d'équilibre en situation d'incertitude, (3).

La démonstration de la rationalité de ce principe suppose qu'on puisse fonder sur lui un schéma d'action cohérent : c'est ce que fait BOULDING de manière théorique, ce que Ch. A. MICHALET infère de ses observations empiriques et formalise, ce que nous avons tenté de faire également. Dans la mesure où Ch. A. MICHALET a particulièrement insisté sur le rôle de l'information au troisième niveau de la classification ci-dessus, et où nous avons nous-même surtout évoqué l'effet des préférences du ménage aux deux premiers niveaux, notre contribution nous semble complémentaire de celle-là. D'autre part, et surtout, la démonstration de la rationalité du principe d'équilibre suppose que l'on établisse qu'un équilibre peut être atteint, qui ne soit pas maximum : l'observation empirique est là pour l'établir, et l'approche psycho-sociologique du comportement de l'épargnant fournit un fondement de principe de cette position.

4) La demande d'avoirs liquides

Le comportement de "sous-optimisation" que nous prêtons au ménage, en général, trouve une application particulière dans sa demande d'avoirs liquides. A notre sens, le problème de la liquidité concerne le bilan, en relation aux flux qui le traversent, et nous avons fondé sur cette base une classification des actifs selon leur degré d'engagement. Il convient d'ajouter deux observations.

- Dans le schéma keynésien, une partie de l'encaisse correspond à une demande "spéculative". Le ressort de cette demande est une anticipation précise du retournement de la tendance des taux d'intérêt, et la volonté d'en tirer avantage. Ce comportement s'explique dans le cadre de la recherche d'un maximum ; il perd son sens dans le cas du placeur, qui ne cherche pas à "réaliser des différences".

(1) M. J. FARRELL, The New Theories of the Consumption Function. Economic Journal 1959. p. 678.

(2) op. cit. p. 623.

(3) K.E. BOULDING, A Reconstruction of Economics. op. cit.

Cela n'implique pas pour autant que la monnaie soit de ce fait exclue du patrimoine libre : au contraire, elle y trouve pleinement sa place. En effet, la monnaie de l'encaisse spéculative n'est pas tant un instrument de placement qu'un auxiliaire du placement, ainsi que le suggère Ch. A. MICHALET. Par contre, elle peut figurer dans le patrimoine libre, non pas à titre transitoire, mais comme l'instrument permanent d'une diversification de la structure de ce patrimoine. Nous considérons donc que peut figurer dans le patrimoine libre une encaisse de diversification.

- Dans cette perspective, la "préférence pour la liquidité" prend deux significations :

- . elle peut se manifester d'une part par le développement relatif du "patrimoine engagé" : ceci correspond à un développement des encaisses de précaution et de transaction qui s'explique à la fois par le choix de processus de financement spécifique (accumulation à court terme préalable à l'emprunt) et par une aversion au risque de défaut de "liquidités".
- . elle peut également se caractériser par une croissance de la part de l'encaisse de diversification dans le patrimoine "libre". Cette croissance est imputable à l'aversion au risque de rendement.

En résumé, il nous semble que les choix du ménage sont orientés par son adhésion à un certain nombre de normes sociales, si bien que leur rationalité est pour partie celle de ces normes. Cette adhésion suppose et révèle chez le ménage "placeur" le choix d'un comportement de "sous-optimisation" (1), caractérisé par un souci de sécurité et une recherche de l'équilibre. Un tel comportement n'est pas irrationnel, mais s'interprète mal dans la logique de la maximation. Une des révisions théoriques qu'il semble impliquer est une révision de la notion de maximum elle-même.

(1) "Second-best".

CONCLUSION

Il s'en faut de beaucoup que les pages précédentes constituent une analyse complète des choix de placement ; elles nous semblent brosser le cadre d'une telle analyse, dont on peut, en concluant, indiquer quelques développements.

1) En ce qui concerne l'étude des comportements : la présentation ci-dessus repose essentiellement sur l'idée que ce n'est pas seulement en vue de leur rendement que sont demandés les placements. Elle exploite cette idée en estimant que ce n'est pas seulement en relation à leur ensemble qu'ils sont choisis, mais qu'une part importante d'entre eux est demandée spécifiquement. Il conviendrait de préciser cela en explicitant par l'observation la formation d'une demande importante, celle du logement ; il conviendrait de même de préciser les conditions auxquelles des variations de taux d'intérêt sont perçues et suivies d'effet.

2) En ce qui concerne la politique de l'épargne, ces idées amènent plusieurs conclusions :

- L'analyse préalable à la définition d'une politique doit rendre compte de la répartition du flux d'épargne et de la masse des patrimoines selon :

- . l'âge et la catégorie socio-professionnelle des ménages ;
- . leur niveau de fortune ;
- . leur statut d'occupation du logement.

Ces variables en effet déterminent l'orientation des placements : la première et la troisième parce qu'elles définissent la position du ménage sur le cycle de vie de ses projets ; la seconde, parce que l'observation montre que la part des "actifs libres" - actifs dont le placement est le plus sensible aux considérations de rendement - est une fonction croissante du niveau de fortune.

- Dans la définition de ses objectifs, cette politique ne peut ignorer qu'il existe une liaison entre le niveau et l'affectation de l'épargne. La demande d'actifs liés, en effet, est une demande pour des actifs déterminés, qui peut être satisfaite ou non, mais peut difficilement être orientée vers d'autres actifs.
- Dans la définition de ses moyens, cette politique doit reconnaître que le choix d'un placement est la solution d'un problème, dans laquelle interviennent de multiples influences. Elle doit reconnaître le rôle des structures de commercialisation des placements, qui interviennent aussi bien au niveau de l'identification des objectifs qu'à celui de la spécification des instruments. Elle doit donc concevoir une organisation de la concurrence telle que celle-ci ne s'établisse pas entre placements "à court terme" et placements "à long terme" ; c'est-à-dire, telle que chaque instrument n'ait pas sa structure de commercialisation spécifique. La concurrence doit au contraire s'instaurer entre des groupes présentant chacun une gamme d'instruments aussi large que possible.

3) En ce qui concerne la commercialisation des placements, il est nécessaire d'appuyer l'effort promotionnel sur une connaissance des besoins de la clientèle. Il convient de faire l'hypothèse que chaque ménage a un ou plusieurs projets qu'il devra mener à bien. La première tâche est de connaître ces projets, de localiser leur apparition et d'identifier les facteurs qui la déterminent. Il faut en particulier, partager les projets spécifiques (vacances, logement) et ceux qui, étant plus généraux ou lointains, (retraite, précaution, éducation des enfants) laissent une plus grande latitude quant au choix des moyens. Sur cette base, l'effort promotionnel doit tendre d'une part à créer des instruments nouveaux et spécifiques, comme on en a vu apparaître plusieurs depuis 1965 ; d'autre part, à isoler ceux des ménages, généralement les plus fortunés dont la rationalité s'exprime le mieux en termes de rendement financier.

Ces conclusions présentent la particularité suivante : les efforts qu'elles appellent sont ceux qui s'accomplissent depuis 1960 ... On espère toutefois n'avoir pas seulement justifié a posteriori cette entreprise, mais aussi avoir présenté une perspective permettant de nouveaux progrès.

18 FEB. 1977

Case - n° 1

