

# PLACEMENT ET INVESTISSEMENT

par

**Pierre DHONTE**

Investir et placer sont deux activités distinctes ; épargner et placer sont deux aspects d'une même réalité. Opération financière, le placement doit être distingué de l'investissement, opération réelle qui est seule créatrice d'emploi. L'usage courant cependant confond parfois ces deux activités, peut-être en raison de l'ambiguïté du terme anglais « investment » (1). Retrouver leur description dans deux textes fondamentaux — les **Éléments** de WALRAS et la **Théorie Générale** de KEYNES, et examiner leur synthèse concrète dans le cas des ménages peut donc être utile.

## A. — LES PERSPECTIVES ANALYTIQUES : WALRAS ET KEYNES

La principale difficulté de l'économie pure, comme l'envisage Walras, est l'analyse de la formation des « capitaux neufs » ; le thème essentiel de la Théorie Générale est la fixation du niveau d'emploi : ceci explique que Walras et Keynes aient analysé fort différemment le processus épargne-investissement, et donne un intérêt particulier à ce que leurs analyses ont de commun.

a) « L'économie politique pure est essentiellement la théorie de la détermination des prix sous un régime hypothétique de libre concurrence absolue » (2) et la clef de l'économie pure est que, « parmi les choses dont se compose la richesse sociale, il faut distinguer les capitaux ou biens durables... et les revenus, où biens fongibles » (3) qui comprennent aussi sous le nom de services, les usages successifs des capitaux : ces propositions liminaires des **Éléments** commandent l'exposé de Walras.

1) i) La concurrence pure exclut l'existence d'effets de domination et suppose une parfaite fluidité des ressources : ces conditions ne sont réunies que dans le cas de concurrence parfaite, c'est-à-dire, lorsque l'information des agents est totale (4). Walras établit cette perfection par le moyen de

(1) P. DIÉTERLEN, *L'Investissement*, éd. Rivière, 1957, p. 39. Voir également *Initiation aux textes et Documents Économiques*, par N. CAMPION, R. COSTE et J. RINAUDO (Nathan, 1969, p. 108).

(2) *Éléments d'Économie Politique Pure (E.E.P.P.)*, Paris, LGD, 1952, p. XI.

(3) *E.E.P.P.*, p. XI.

(4) W. FELLNER, *modern Economic Analysis*, Mc Graw Hill, 1960, p. 223 souligne que deux conditions ne sont pas requises par la concurrence « seulement pure » : la mobilité parfaite des entreprises vers et hors du marché et la transparence du marché. La concurrence parfaite est également pure, c'est-à-dire que la firme n'a pas le choix du prix de vente.

deux hypothèses complémentaires. En premier lieu « nous supposons une société établissant (son) équilibre *ab ovo*, pour une période de temps déterminée pendant laquelle il n'y aura pas de changement dans les données du problème » (1) : l'équilibre est statique en ce sens particulier que le passé n'intervient que par les dotations initiales des actions en diverses ressources, et qu'il ne se conclut pas de pari sur le changement des « données du problème ».

— En outre, l'échange est conduit en deux temps : la livraison des facteurs de production et celle des produits interviennent « après les tâtonnements faits sur bons, l'équilibre une fois établi en principe », l'échéance des règlements étant également fixée au préalable (2).

L'objet très explicite de ces conventions est d'éliminer toute cause d'incertitude, tant sur le rendement des capitaux que sur l'état des trésoreries (3) ; l'étude des situations incertaines relève de l'économie politique appliquée.

ii) Dans ce contexte de concurrence pure et parfaite, la description de l'activité repose sur la distinction des capitaux et des revenus, parmi lesquels figurent les services « revenus consistant dans l'usage même des capitaux », et parmi ces derniers, ceux qui sont transformés en produits, c'est-à-dire les « services producteurs » (4) : usage de la terre, d'un appareil de production, travail. Cette distinction fonde la théorie de la production et celle de la capitalisation.

— la théorie de la production, car elle permet de poser que « la location d'un capital, c'est l'aliénation du service de ce capital » et d'introduire ainsi avec l'entrepreneur « un quatrième personnage entièrement distinct » du propriétaire foncier, du travailleur, du capitaliste, dont le rôle est d'acheter aux trois autres leurs services producteurs respectifs pour les associer (5).

— la théorie de la capitalisation, car elle permet d'introduire à côté des marchés de consommation et de services producteurs un marché des capitaux neufs sur lequel se fixe un prix des capitaux ; et ce prix, rapporté à celui de leurs services, détermine un « taux de revenu » (6).

2) La perspective propre de l'économie pure ainsi entendue entraîne une conception spécifique de l'épargne :

— l'épargne n'est pas un résidu mais un sous-ensemble des demandes : « il faut supposer des propriétaires fonciers, travailleurs et capitalistes, qui épargnent, c'est-à-dire qui, au lieu de demander des services consommables et des objets de consommation pour la valeur totale des services qu'ils offrent, demandent des capitaux neufs pour une partie de cette valeur (7). Deux points remarquables dans cette proposition : l'épargne est définie par une demande de biens capitaux, c'est-à-dire par un investissement ; et celui-ci n'est pas le fait de l'entrepreneur.

— La finalité de l'épargne est le rapport financier : « 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 revenu de son capital » (8) : c'est là une application de l'hypothèse de fluidité des ressources.

(1) E.E.P.P., p. 301.

(2) E.E.P.P., p. 298.

(3) E.E.P.P., p. 292 et p. 301.

(4) E.E.P.P., p. 179.

(5) E.E.P.P., p. 191.

(6) E.E.P.P., p. XIII.

(7) E.E.P.P., p. XIII.

(8) E.E.P.P., p. 242.

— Mais, alors que la finalité de l'épargne est ainsi la réalisation d'un placement, l'activité financière n'est rien : « la clef de toute la théorie du capital se trouve dans cette élimination du prêt du capital en numéraire et dans la considération du prêt du capital en nature » (1) : le marché du capital numéraire n'est qu'une « superfétation théorique ». Position d'allure paradoxale, mais indéniablement logique : l'élimination de toute incertitude, la parfaite fluidité des ressources, justifient l'unité du taux de revenu réel et du taux de l'intérêt et ne laissent à la monnaie qu'une fonction de lubrifiant facilitant les échanges (2).

Ainsi, **pour l'économie pure**, dans les termes de Walras on peut identifier épargne, placement, investissement. Dans ces conditions particulières, le plein emploi est toujours réalisé, l'épargne ne pouvant se matérialiser que par une demande de biens capitaux.

b) Au moment où Keynes rédige la Théorie Générale, les préoccupations de l'économie politique sont beaucoup moins « pures ». Le chômage sévit, et la Théorie Générale est d'abord une théorie de l'emploi.

1) i) Dans la mesure où, selon Walras, « l'économie politique appliquée étudie le rôle de ces spéculateurs qui interviennent ainsi en vue de classer les capitaux » (3) la théorie Générale relève de l'analyse appliquée. Rompant radicalement avec la perspective d'une information totale, elle donne une place centrale à l'incertitude (4) :

« Dans une situation (...) donnée, le niveau de l'emploi, à la fois dans chaque firme particulière, dans un secteur et globalement, dépend de la valeur du produit que les entrepreneurs s'attendent à recevoir de la production correspondante » (5). La fiction de l'échange en deux temps est éliminée ; dès lors, l'entrepreneur devient beaucoup plus que celui qui associe des services producteurs : c'est l'homme qui parie sur la base d'anticipations à court et long terme (6).

ii) Simultanément, la préoccupation centrale change : elle n'est plus d'analyser la composition de la demande totale — biens capitaux ou biens fongibles — mais son volume, et ce qui la détermine. C'est ce qui ressort d'un passage essentiel de la Théorie Générale, celui où Keynes note que la définition de « la dépense de consommation au cours d'une période donnée est la valeur des biens vendus aux consommateurs au cours de cette période, ce qui nous ramène à la question de savoir ce qu'est un acheteur pour la consommation. Toute définition raisonnable de la ligne séparant l'acheteur pour la consommation de l'acheteur pour l'investissement nous conviendra également bien, pourvu qu'elle soit appliquée avec cohérence... le critère doit évidemment correspondre à la ligne de partage entre consommateur et entrepreneur (...) la dépense de consommation peut se définir sans ambiguïté par ... le total des ventes effectuées au cours de la période (moins) le total des ventes faites par un entrepreneur à un autre (7). » Ce passage contient une redéfinition des cotes et des acteurs : entrepreneur, celui qui produit et investit ; consommateur, celui qui consomme et épargne : nous sommes loin des « propriétaires, travailleurs et capitalistes » de Walras et loin aussi des catégories d'agents de la Compta-

(1) E.E.P.P., p. 269.

(2) Cf. J. R. HICKS, *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford Clarendon Press, 1967, The Two Triads.

(3) E.E.P.P., p. 292.

(4) G. L. S. SCHACKLE, *Recent Theories Concerning the Nature and Role of Interest*, *Surveys of Economic Theory*, T 1, Mc Millan, 1967.

(5) *Théorie Générale (T.G.)*, Mc Millan, 1967, p. 24.

(6) *Théorie Générale.*, p. 47.

(7) *Théorie Générale.*, p. 61.

bilité Nationale. Cet entrepreneur et ce consommateur ne sont pas des individus concrets, mais des acteurs es-qualités : définis par leur comportement (1). En même temps, la consommation et l'investissement n'ont plus grand chose de commun avec les capitaux ou les services. Plus que des catégories de biens, il s'agit d'isoler des catégories de fonctions de demande : ce que les expressions « demande induite » et « demande autonome » traduisent très adéquatement (2).

2) Un tel bouleversement conceptuel n'est évidemment pas gratuit ; sa portée est explicitée : « l'épargne est un pur résidu. Les décisions de consommer et les décisions d'investir déterminent ensemble les revenus (...). Peut-être se représente-t-on le mieux les choses en raisonnant en termes de décisions de consommer (ou de s'abstenir de consommer) plutôt qu'en termes de décisions d'épargner » (3). C'est ici que la Théorie Générale apparaît le plus clairement comme théorie de l'emploi : ce qui importe est d'analyser la formation de la demande globale, et l'épargne n'est plus une composante de cette demande, car elle ne se matérialise que par l'acquisition d'actifs financiers.

i) « La condition nécessaire (d'une demande de monnaie en raison d'une préférence pour la liquidité) est l'existence d'une incertitude sur l'avenir du taux d'intérêt » (4). L'introduction de l'incertitude permet de voir dans les marchés financiers autre chose qu'une « superfétation théorique » ; elle permet en particulier que la monnaie joue un rôle de réserve de valeur, et puisse dès lors servir à la réalisation d'objectifs patrimoniaux. Dès lors, se pose un problème de choix de placements dont le critère est la comparaison de rendements risqués : il s'agit (presque) d'un choix de portefeuille. Les objets considérés sont appréhendés comme instruments de placement, en raison de la nature du choix. Rien ne paraît donc s'opposer à ce que figurent parmi eux des actifs réels, à la manière dont l'épargnant de Walras emploie une maison ; un tel choix existe d'ailleurs, c'est celui qui commande la décision d'investir. Pourquoi donc Keynes limite-t-il les termes du choix de placement à des actifs de nature financière ? Il est vrai que l'activité d'entreprise qui consiste à « prévoir le rendement anticipé des actifs sur toute leur durée de vie » est différente de l'activité de spéculation « qui prévoit la psychologie du marché » (5). Cette explication n'est pas suffisante ; ou plutôt elle vient renforcer l'explication essentielle : l'univers du choix est limité, parce que l'épargnant est défini es-qualité, et cette disposition même se justifie par sa conséquence : mettre en évidence l'existence possible d'une « non dépense » du revenu.

ii) La réalité résiduelle de l'épargne n'est que macroéconomique : pour chaque épargnant, l'épargne répond à une fonction : « précaution, prévoyance, calcul, amélioration, indépendance, entreprise, fierté et avarice » (6), liste qui exclut le dessein de s'établir dans un certain mode de vie, par l'appropriation immédiate des services de biens capitaux. Cette omission est cohérente avec l'analyse de la nature du choix de placement : l'homo keynésianus est un financier.

c) Ainsi donc, chez Walras, l'investissement, la dépense en certains biens, est le moyen d'épargner, qu'il y soit recouru directement ou par le

---

(1) Aussi bien Keynes introduit-il simultanément les catégories de l'« individu » et des « entreprises » : cf. p. 108.

(2) La superposition des catégories fonctionnelles keynésiennes et des catégories personnelles de la Comptabilité Nationale pose d'ailleurs de sérieux problèmes pédagogiques !

(3) *Théorie Générale.*, p. 64.

(4) *Théorie Générale.*, p. 168.

(5) *Théorie Générale.*, p. 158.

(6) *Théorie Générale.*, p. 108.

moyen du crédit : cela n'est plus vrai chez Keynes qu'en termes macro-économiques, chaque épargnant pouvant matérialiser son épargne au moyen d'actifs financiers, ne pouvant dans le cadre strict des définitions de la Théorie Générale la matérialiser autrement. L'initiative de la formation du capital passe ainsi entre les mains de l'entrepreneur, ce qui n'était pas le cas chez Walras.

L'opposition toutefois est loin d'être totale : le désaccord s'établit sur le rôle du placement qui est « un voile » dans les *Éléments*, une réalité distincte de l'investissement chez Keynes, l'accord s'établit sur l'identification de l'épargne et du placement, en ce sens que chez les deux auteurs, l'épargne a pour finalité un rendement financier.

## B. — LE PROCESSUS CONCRET ÉPARGNE-INVESTISSEMENT, CAS DES MÉNAGES

Les catégories « consommation » et « investissement » de la Comptabilité Nationale sont beaucoup plus proches des concepts Walrassiens que des concepts de demande induite et demande autonome. De même, le découpage des agents respecte leur unité : chaque agent est susceptible de plusieurs comportements de demande.

Il en va ainsi en particulier des ménages qui peuvent être à la fois « acheteurs pour la consommation » et « acheteurs pour l'investissement ».

1) Le processus concret de la formation du patrimoine des ménages comporte une succession d'étapes ordonnées dans le temps.

La première manifestation de l'épargne est un gonflement de l'encaisse monétaire, qu'il s'agisse de dépôts ou de billets. Stricto sensu, c'est là que réside tout le phénomène de l'épargne : le reste est gestion patrimoniale. Ce « reste » comprend une phase de placement de l'encaisse excédentaire, puis tôt ou tard — ou jamais — une phase de dépense associée éventuellement à la souscription d'un emprunt. La séquence typique est celle de l'acquisition du logement : au cours d'une période préparatoire, le ménage accumule son épargne propre et mobilise les concours extérieurs (dons, héritages) dont il peut disposer, afin de constituer ce qui sera son « apport personnel ». L'achat du logement — la signature de l'acte — intervient alors ; il n'est pas un acte d'épargne, un flux, mais une mutation patrimoniale. A l'actif, disparaît l'« apport personnel » et apparaît le « logement » ; au passif, apparaît un emprunt. L'achat effectué, une partie de l'épargne est affectée au remboursement de l'emprunt et au paiement des intérêts.

L'acte de dépense — ou d'investissement — que représente l'achat ne figure pas dans la séquence keynésienne, en raison des définitions particulières adoptées. Il est cependant essentiel pour la compréhension du processus concret : car il signifie qu'une part non négligeable du flux d'épargne est liée à l'existence de dépenses indivisibles — qu'il s'agisse des vacances, du logement ou de l'éducation des enfants — c'est-à-dire que son placement, et dans une certaine mesure son volume, sont liés à l'existence et à la nature de ces projets de dépenses. Si bien que le processus concret se situe à mi-chemin des formalisations de Walras et de Keynes : l'investissement (ou une dépense non « normale » de consommation) moyen de réaliser l'épargne, oui dans la mesure où il constitue le projet qui la suscite ; l'épargne, non-dépense, oui dans la mesure où ce projet se réalise postérieurement à la formation de l'épargne.

2) La Comptabilité Nationale précisément ne suit pas ces processus dans leur enchaînement chronologique, mais pratique à chaque période une « coupe » qui en saisit l'état au cours de cette période. C'est pourquoi elle fait apparaître l'acquisition de logements comme un emploi de l'épargne des ménages, alors qu'elle est une affectation de leur patrimoine. Cette représentation confond les opérations de placements de l'épargne courante, et les opérations de transformation de la structure patrimoniale. Quels qu'en soient les mérites, elle traduit notre difficulté actuelle :

— à suivre le processus concret d'épargne-investissement, c'est-à-dire à relier les opérations de dépenses en capital (ou en consommation exceptionnelle) des ménages aux opérations financières correspondantes ;

— à déterminer en particulier la stabilité de l'épargne liquide ou monétaire — le problème de la stabilité de ces placements est, en effet, analysé dans une optique « instantanée » : dans quelle mesure de nouveaux dépôts compensent-ils les retraits ? Cette analyse nécessaire doit se doubler d'une analyse de leur engagement dans des projets de dépense, selon l'échéance de la réalisation de ces projets.

3) En face de ces considérations, il arrive que certaines « pré-notions » aient la vie dure : témoin cet avis recueilli dans un périodique économique : « il faut rendre les placements plus attractifs pour ceux qui épargnent, c'est-à-dire pour les investisseurs ». Point n'est besoin d'être exégète pour voir là la survivance de l'arche-type de l'épargnant de la Belle Époque — rentier parce qu'il « investissait » dans la rente. Ce qui ne serait pas grave si un certain manichéisme ne s'attachait à cette survivance : opposant un placement sain parce que « long », les valeurs mobilières, à un placement malsain parce que « court », les dépôts liquides. D'où, l'idée d'inciter le public à « allonger » ses placements : idée qui n'est pas toujours incorrecte, mais qui risque de l'être dans la mesure où des placements étant engagés dans un projet de dépense, leur stabilité ne tient pas essentiellement à leur forme, mais à la flexibilité avec laquelle la date de réalisation des projets peut être modifiée.

\*  
\*  
\*

A la séquence théorique de Walras, qui mène de l'épargne à l'investissement sans intermédiation du placement, Keynes substitue une autre séquence, qui rend sa place au choix de placement, mais ne débouche pas sur une dépense. Face au gain de réalisme introduit par la considération du placement, une perte est imputable à la définition assez particulière des agents. En considérant avec la Comptabilité Nationale des agents concrets, il importe d'adapter à ce cadre l'analyse Keynésienne c'est-à-dire de nuancer la conception de l'épargne « non-dépense » par une conception de l'épargne « dépense différée ». Cette adaptation est nécessaire pour saisir les interactions entre opérations réelles et opérations financières, ainsi que pour explorer certains déterminants des fluctuations de l'activité économique.