

## COMPTES RENDUS

### LECTURES

LUC ARRONDEL, *Cycle de vie et composition du patrimoine : un regard théorique*,

Paris, Economica, 1993, 146 p.

Cet ouvrage de L. Arrondel passe en revue les modèles qui visent à étendre l'hypothèse du cycle de vie pour y intégrer la composition du patrimoine. Dans une première partie, l'auteur expose cette hypothèse, en tant que théorie dont l'objectif est de rendre compte des profils de consommation et d'accumulation au cours du cycle de vie. Puis il présente le modèle des choix intertemporels de portefeuille de Merton, avec des développements prenant en compte les imperfections des marchés financiers et les caractéristiques des actifs. Enfin, dans une troisième partie, il tente d'intégrer les apports des modèles d'accumulation des biens durables et ceux de la théorie de la hiérarchie des besoins pour esquisser une théorie générale de la composition du patrimoine. L'ouvrage comporte une longue préface d'A. Masson dont l'intérêt essentiel est de situer les travaux de L. Arrondel dans l'ensemble des développements de l'hypothèse de cycle de vie, conçue comme un programme de recherche, au sens de Lakatos.

L'hypothèse de cycle de vie<sup>(1)</sup>, née dans les années 50, se présente à l'époque en concurrente du modèle keynésien, en ce sens qu'elle rapporte les comportements d'épargne et de consommation non pas aux ressources courantes de l'agent, mais à son revenu permanent, lui-même proportionnel aux ressources globales sur le cycle de vie. Sa visée initiale est donc de fonder une théorie macro-économique de la fonction de consommation sur la base d'un modèle micro-économique de comportement (en l'occurrence, la maximisation d'une fonction d'utilité sur le cycle de vie)<sup>(2)</sup>. Les développements ultérieurs, en recherchant un réalisme toujours plus grand des modèles par rapport aux conditions dans lesquelles s'effectuent les choix des agents, ont conservé les caractéristiques de base du modèle, mais ont déplacé la visée initiale vers un objectif d'explication des comportements au plan micro-économique. En se donnant

---

<sup>(1)</sup> On trouve une excellente présentation des modèles de cycle de vie dans un article d'A. Masson, 1983: Profils d'accumulation patrimoniale et modèles de cycle de vie, *Revue économique*, n° 34, pp. 10-63.

<sup>(2)</sup> Modigliani (F.), Brumberg (R.), 1954, *Utility Analysis and the Consumption Function: an Interpretation of Cross-Section Data*, in *Post-Keynesian Economics*, K.K. Kurihara, ed, Rutgers University Press, pp. 388-436.

pour objectif d'expliquer la composition du patrimoine et son évolution dans le temps, L. Arrondel s'inscrit dans cette évolution.

L'hypothèse de cycle de vie a cinq caractéristiques :

- la ressource principale dont dispose un individu au cours de sa vie est son capital humain, c'est-à-dire la valeur actuelle du flux de salaire qu'il peut obtenir en se présentant sur le marché du travail,
- le choix d'affectation des ressources est prospectif,
- l'horizon de décision est celui de la vie entière: la seule contrainte de budget pertinente est celle des ressources disponibles sur le cycle de vie,
- le montant de l'épargne ne dépend que des caractéristiques de l'individu, et les préférences sont stables et indépendantes du montant de la richesse détenue (car si la richesse modifiait les préférences relatives au choix consommation/épargne, il serait difficile de dire quoi que ce soit sur le processus d'accumulation),
- la motivation de l'épargne est la satisfaction des besoins, la détention de richesse ne procure pas d'utilité par elle-même. C'est l'épargne pour soi.

Dans cette optique, les autres motivations de l'accumulation (altruisme intergénérationnel, investissement...) sont statistiquement résiduelles, même si elles peuvent être importantes pour certains individus. D'où l'importance théorique et la vigueur du débat entre Modigliani et Kotlikoff<sup>(3)</sup> sur l'importance relative de l'épargne de cycle de vie par rapport au patrimoine hérité. L'étude de la composition du patrimoine n'est donc pas a priori une préoccupation de la théorie du cycle de vie: le montant de l'épargne est déterminé indépendamment de sa composition, qui reste à expliquer. Au contraire, dans la perspective de la théorie des choix de portefeuille, l'épargne est la somme *ex post* des demandes d'actifs. C'est un simple agrégat qui, en tant que tel, n'a pas d'autonomie.

Merton<sup>(4)</sup> tente d'intégrer ces deux perspectives théoriques en modélisant simultanément les deux types de décisions: consommation et choix d'actifs. L'hypothèse de perfection des marchés financiers permet de traiter séparément les deux décisions. Les choix de portefeuille ne dépendent ni des choix passés, ni de l'horizon décisionnel: ils sont statiques et myopes. Ils peuvent eux-mêmes être décomposés en deux étapes (second théorème de séparation): la première consiste à déterminer la combinaison optimale des actifs risqués, constituant un fonds commun risqué, et la seconde à déterminer l'allocation optimale entre l'actif sans risque et ce fonds commun risqué. La composition du fonds risqué ne dépend que des caractéristiques des actifs (rendement et risque), elle est identique pour tous les individus (à condition que leurs anticipations soient identiques) et comprend tous les actifs risqués du marché. La composition du portefeuille (part du fonds commun) dépend, quant à elle, des préférences de l'agent à l'égard du risque. Dans le cas d'un agent dont l'aversion pour le risque est constante, la composition du portefeuille est, par hypothèse, indépendante du montant de richesse détenue. Au niveau macro-économique, la structure du

<sup>(3)</sup> Modigliani (F.), 1988, The role of intergenerational transfers and life cycle saving in the accumulation of wealth, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, n° 2, pp. 15-40.

<sup>(4)</sup> Merton (R.C.), 1971, Optimal consumption and portfolio rules in a continuous time model, *Journal of Economic Theory*, n° 3, pp. 373-413.

patrimoine dépend alors de la distribution des attitudes à l'égard du risque dans la population étudiée.

Il y a bien entendu une distance importante entre les prévisions du modèle de Merton et les structures empiriquement observées des patrimoines. Peu d'agents détiennent l'ensemble des actifs possibles, les portefeuilles observés ont des compositions très variées, mais chacun est en général peu diversifié. Les actifs privilégiés concernent le logement ou la préparation de son acquisition, la préparation de la retraite et la précaution (formes liquides de l'épargne). Pour obtenir des résultats plus réalistes, on doit revenir :

- sur les hypothèses faites à propos des caractéristiques des marchés des capitaux,
- sur celles relatives aux caractéristiques des actifs.

L'abandon des hypothèses simplificatrices du modèle de Merton conduit alors Arrondel à proposer un modèle global en trois étapes, la première étant identique à celle du modèle précédent, les deux suivantes consistant d'abord en un choix discret des actifs constituant le portefeuille, compte tenu des coûts de transaction, des indivisibilités, des coûts de détention, de la fiscalité différentielle, des différences et des coûts d'information, puis en un choix continu des montants de chaque actif. Les contributions de King et Leape illustrent, parmi d'autres, cette ligne de recherche<sup>(5)</sup>.

D'autres modèles partiels, concernant l'acquisition du logement (Artle et Varaiya)<sup>(6)</sup> ou celle de biens durables, ont été présentés mais il n'existe pas à ce jour de modèle global, et si Arrondel propose en synthèse de sa revue des pistes de recherche pour se rapprocher d'un tel modèle, cela montre bien que l'on est encore loin de l'objectif. Les difficultés d'une telle entreprise conduisent d'ailleurs à se demander si une théorie basée sur la hiérarchie des besoins (et donc sur les préférences) ne serait pas plus pertinente pour expliquer la composition des patrimoines. En effet, si l'on conjugue les actifs liés au besoin en logement et à la préparation de la retraite, il apparaît que la majeure partie de l'épargne est préaffectée, ce qui réduit beaucoup l'intérêt d'une approche en terme de choix d'actifs. Bien sûr, une telle approche a l'inconvénient, que souligne A. Masson, d'être dépendante du contexte institutionnel et social. Dans le contexte anglo-saxon, par exemple, l'épargne liée aux besoins d'éducation des enfants, ainsi que celle liée à la protection sociale sera plus importante que dans le contexte français. Il est alors facile de critiquer la dérive empiriciste à laquelle une telle approche peut donner lieu. L'intégration du schéma décisionnel fondé sur la hiérarchie des besoins dans un cadre théorique comme celui de l'économie de la famille devient alors un précieux garde-fou. Il n'est pas certain que l'hétérogénéité de ce courant et de la théorie du cycle de vie soit un obstacle majeur à leur fécondation mutuelle. Les développements de Becker sur le capital humain et sur l'altruisme intergénérationnel en fournissent les prémises.

Robert LIFRAN

INRA ESR, Montpellier

<sup>(5)</sup> King (M.A.), et Leape (J.L.), 1987, Asset Accumulation, Information and the Life Cycle, NBER, W.P, n° 2392.

<sup>(6)</sup> Artle (R.), Varaiya (P.), 1978, Life cycle consumption and homeownership, *Journal of Economic Theory*, n° 18, pp. 38-58.