

Le certificat de participation

Le système du partage des profits et pertes englobe aussi bien des aspects éthiques et sociaux que des comportements psychologiques.

A titre d'exemple, considérons un projet représenté par les deux tableaux ci-dessous, construit sur la base d'un prêt pour un montant de 1 million de francs et sur l'hypothèse minimaliste d'un rendement réel ex-post de 5 % la première année sur les capitaux mis à disposition. Autour de cette hypothèse ont été inscrits au hasard les profits des années suivantes, en admettant qu'il ait pu y avoir des pertes, lors de certaines d'entre elles. L'opération s'étale sur une période de 10 ans et est amortie linéairement.

Tableau 1. (en milliers de francs) :

Année	Amortissement	réalisé à chaque période constaté ex-post	% accordé à la banque	Annuités
1	100	50	10	110
2	100	80	16	116
3	100	60	12	112
4	100	10	2	98
5	100	- 50	- 10	90
6	100	100	20	120
7	100	100	20	120
8	100	0	0	100
9	100	60	12	112
10	100	50	10	110

Dans cet exemple chiffré, exprimé en terme réel — on suppose que le niveau général des prix reste constant —, la banque, l'entrepreneur et le déposant partagent le fruit de l'affaire. La banque et l'entrepreneur d'un côté, la banque et l'épargnant de l'autre, chacun selon les termes de contrats distincts négociés, souvent indépendants. Des deux côtés, il a été supposé que le pourcentage en faveur de la banque est de 20 %. Tout ce mécanisme a permis à l'entrepreneur de réaliser en 10 ans, sur l'opération, un rendement de 36 %, au déposant de 7,04 % et à la banque de 1,76 %. Cela peut paraître peu, mais il importe de ne pas oublier que tous ces retours sont en terme réel et que, par ailleurs, une partie des gains obtenus par chaque agent est susceptible d'être réinvestie chaque année, de sorte que le rendement au terme de 10 ans est nettement supérieur, par effet multiplicateur.

Tableau 2. (en milliers de francs) :

Année	Bilan Banque		Créances (Principal + 20 % des pertes et profits cumulés)
	Engagements (déposants)		
0	1000		1000
1	1010		1010
2	1026		1026
3	1038		1038
4	1036		1036
5	1026		1026
6	1046		1046
7	1066		1066
8	1066		1066
9	1078		1078
10	1088		1088

Pour la banque :	Certificats de participation 20 % Répartition profits et pertes avec déposants		Certificats de participation 20 % Répartition profits et pertes avec entreprise	
	Année	Dépôts	Banque	Entrepreneur
Résultat chaque année	1	+ 8,0	+ 2	+ 40
	2	+ 12,8	+ 3,2	+ 64
	3	+ 9,6	+ 2,4	+ 48
Non cumulé	4	- 1,6	- 0,4	- 8
	5	- 8	- 2	- 40
partage profits et pertes	6	+ 16	+ 4	+ 80
	7	+ 16	+ 4	+ 80
	8	0	0	0
	9	+ 9,6	+ 2,4	+ 48
	10	+ 8,0	+ 2	+ 40
		70,4	+ 17,6	88
				+ 352 = 440
				+ 1000 (Apport initial déposants)
				1070,4

Il est important de relever ici que l'ensemble du processus de financement a effectivement privilégié le promoteur de l'activité financière, l'initiative et le travail, la créativité et l'énergie. Or, dans le système traditionnel, l'emprunteur, qui a généralement obtenu la mobilisation de ses fonds en engageant ses biens, en cas de difficultés rencontrées, non seulement perd les fruits de son activité, mais se trouve en plus amputé de ce qui lui appartient en propre. Non seulement l'entrepreneur assume le risque réel seul, mais en plus il subit,

toujours seul, une punition. Devant ces menaces, cette incertitude, ces éventuelles représailles, le détenteur de richesses, plutôt que d'entreprendre lui-même, préfère agir en tant que prêteur afin d'éviter de s'exposer lui-même, d'exposer ses richesses.

La pratique du taux d'intérêt, à l'inverse du partage des profits et pertes, conduit à une attitude d'expectative, d'immobilisme, à l'auto-destruction pure et simple. Toutefois l'utilisation du certificat de participation ne doit pas impliquer à son tour un laxisme suicidaire, mais au contraire une maîtrise rigoureuse du risque réel.

La maîtrise du risque

La maîtrise du risque s'articule autour de deux axes principaux : son évaluation en terme de répartition risque-sécurité ; sa négociabilité pour en permettre la diffusion et le partage entre agents économiques, qui assurent la liquidité d'un marché de capitaux devant satisfaire les besoins immédiats en liquidités des agents économiques.

Dans le système du partage des profits et pertes, il faut vivre avec l'incertitude et en supporter le poids. A cela, il propose une contrepartie : le droit au partage des fruits au prorata de la part de risque assumé, le prêt bénévole ou gratuit dans le cas contraire.

A partir de ces éléments directs, une grille d'analyse du traitement du risque par la banque, dans un contexte de concurrence, peut être proposée. Supposons en premier lieu que le projet de financement soit construit sur le partage des profits et pertes à 100 % : le pourcentage proprement dit de ce partage représente le prix du risque évalué. Moins ce dernier sera élevé, plus le pourcentage sera faible et réciproquement, ce phénomène étant indissociablement lié au principe de concurrence entre institutions financières. Le pourcentage dépend en outre de la durée de vie du projet, étant donné que, d'une manière générale, les activités avec une espérance de vie courte sont souvent plus risquées. Si elles ont une valeur ajoutée supérieure dans l'immédiat, elles ont tendance en revanche à avoir une courbe de vie, en fonction du profit, en forme de « pain de sucre ». Quant aux projets à plus long terme, ils devraient normalement être plus sûrs, avec une répartition du profit plus régulière et plus étalée dans le temps.

Les banques, dans un système de partage des profits et pertes, ont le choix d'investir dans des certificats de participations déjà existants en les achetant sur le marché financier, ou bien d'émettre elles-mêmes leurs propres titres, contrepartie de l'argent qu'elles ont prêté. De fait, les banques ont la possibilité de se refinancer pour se procurer des liquidités en cas de besoin, et d'effectuer des arbitrages optimaux. Les certificats de participation sont émis sous forme négociable, au

porteur ou enregistrés nominativement. Ils peuvent arriver à maturité à des dates fixées, à intervalles fixes après émission ou sur demande, ou un certain temps après demande de paiement. Ils sont distribués lors de souscriptions ou de ventes à des termes déterminés ; ils peuvent aussi être continuellement disponibles ou encore disponibles périodiquement. Tout cela dépend de la nature des investissements effectués, de leurs degrés de liquidité, du marché des capitaux lui-même, seul apte, s'il est bien organisé, à fournir une cotation quotidienne des titres. A cet égard, le développement d'agences, indépendantes ou internes aux banques, de « Rating », est indispensable. A l'aide d'une telle structure, des parts de risque sur tel ou tel type de montage peuvent alors être échangées.

Outre le fait que les banques, dans un système de partage des profits et pertes, sont susceptibles de fournir tous les services bancaires accessoires traditionnels, le financement à court terme étant, quant à lui, assuré principalement par des opérations d'achats et ventes successives, avec un profit réalisé sur une différence de prix théorique convenue à l'avance, elles ont surtout pour spécificité d'opérer sur le principe de la coïncidence épargne-investissement. Elles transforment l'investissement direct et l'équilibre en des devoirs. Elles travaillent avec des titres de même nature de part et d'autre du bilan (tableau 2), de sorte qu'elles sont à la fois des banques d'investissement chargées de placer et de négocier des titres auprès du public et d'autres banques — agissant ainsi pour son compte ou au nom de ses clients —, et des banques commerciales dont la fonction est d'émettre des titres nouveaux, ayant pour support les capitaux comptablement bien différenciés des dépôts et des actionnaires.

Le principe de l'équilibre

L'objectif de la science économique est de chercher à atteindre le plein emploi, d'en découvrir les conditions et de faire en sorte de s'y maintenir. Telle est la signification du principe de l'équilibre. Il suppose à la fois l'utilisation optimale des facteurs de production et la capacité d'absorber par la demande la quantité de biens produits.

A la banque revient la responsabilité de garantir cet équilibre, sa stabilité et non la rémunération garantie des ressources mises à disposition par le biais du taux d'intérêt fixe et prédéterminé. Pour cela, la renonciation à un taux d'intérêt de référence, en faveur d'une infinité de taux *a posteriori* individualisés, réhabilité d'une concurrence dont la vertu, si elle est parfaite et pure — et on ne voit pas ici comment il pourrait en être autrement —, est de procurer un résultat optimal à partir d'allocations maîtrisées. D'autre part, la banque a pour rôle

d'absorber les chocs de l'économie en les répartissant au prorata des engagements de tous les déposants.

Si l'on observe le tableau 2 de l'exemple chiffré, on constate la superposition d'une double symétrie au sein d'un système financier obéissant au principe du partage des profits et pertes. De part et d'autre du bilan, les opérations ont pour support les certificats de participation. En outre, le bilan est toujours équilibré, le montant des créances étant, sans exception, égal à celui des engagements, et les gains ou les pertes qui se produisent du côté des créances étant automatiquement répercutés du côté des engagements.

Cette analyse peut être généralisée à l'aide d'un modèle d'inter-médiation financière en terme de flux périodiques, équilibrés au bilan, proposé par Moshin Kahn en mars 1986 dans les *Staff Papers* du FMI. Les sous-périodes peuvent être agrégées en périodes allongées sans pour autant modifier le raisonnement et ses conclusions.

Le bilan de la banque peut être présenté de la façon suivante :

Engagements (réels)	BILAN	Créances (réelles)
S/P		Y/r

Autrement dit, ce bilan implique l'égalité suivante :

$$(1) \quad S/P = Y/r = s \quad \text{avec :} \quad S = \text{engagements en terme nominaux} \\ P = \text{N.G.P.} \\ Y = \text{revenu réel} \\ r = \text{taux de rendement réel} \\ \text{a posteriori (\% profit)}$$

Le modèle du principe du partage des profits et pertes postule que, dès lors que « r » est incertain, donc non prédéterminé, « S » devient flexible étant admis pour l'instant que « P » reste constant. En outre, on définit la richesse comme la somme de la monnaie et des titres détenus en portefeuille, telle que :

$$(2) \quad W = m + s \quad \text{avec :} \quad m = \text{offre d'encaisse réelle exogène} \\ W = \text{richesse totale} \\ S = \text{titres détenus en portefeuille}$$

Les règles d'arbitrage de portefeuille ne sont pas modifiées. Elles demeurent déterminées à partir des anticipations sur les revenus escomptés de l'entreprise, en fonction d'un environnement économique incertain. Par conséquent, la répartition monnaie-titre de la totalité du

portefeuille s'effectue en liaison étroite avec le taux de rendement escompté à partir de l'expérience des profits déjà réalisés dans le passé et de l'analyse présente de l'activité considérée :

$$(3) \quad m/s = g(r) \quad \text{avec :} \quad g'(r) < 0$$

On peut enfin relier sans difficulté le marché des titres à la quantité de monnaie :

$$(4) \quad m = g(r) Y/r \quad \text{avec :} \quad g'(r) < 0$$

Si l'on suppose maintenant un choc réel, tel que la production et donc les recettes diminuent, étant donné que la baisse du taux de rendement constaté, « r », ne peut mathématiquement pas compenser la baisse du revenu « Y », les engagements « S », supposés flexibles, diminuent à leur tour pour rétablir l'équilibre. Dans le système traditionnel, « r » étant non seulement rigide, mais de nature différente, « S » devient aussi rigide, de sorte que seul le niveau général des prix peut ramener à l'équilibre. Si celui-ci ne compense pas suffisamment, le déséquilibre persiste et la dette s'accumule. En effet, dans le cas où la faillite menace l'entrepreneur, la banque tente de rééchelonner la dette pour gagner du temps au risque de se mettre en situation, sinon de perte, tout au moins de non-liquidité qui l'oblige en dernier ressort à se refinancer auprès de la Banque centrale qui crée alors de la monnaie et alimente l'inflation.

Si, maintenant, l'hypothèse de la constance des prix est levée, l'effet d'un choc réel à la baisse se répartit au niveau global de la façon suivante : pour une baisse de l'offre de biens produits, la quantité de monnaie étant quant à elle toujours supposée constante de telle sorte que la demande de monnaie reste aussi constante, l'excès de demande de biens entraîne une hausse frictionnelle du niveau général des prix. Cette hausse diminue le volume des encaisses réelles, si bien que le niveau de la demande s'abaisse finalement à nouveau. Cette approche communément admise est toutefois, dans le système du partage des profits et pertes, vraisemblablement précédée par l'ajustement des actifs réels, si la banque remplit son rôle d'absorbateur de choc. Si non, devant la baisse des profits constatée, les agents économiques seraient eux-mêmes tentés, comme le montre l'équation (3), d'arbitrer leur portefeuille, de détenir moins de titres en faveur de plus d'encaisses, rétablissant le niveau antérieur de leurs encaisses réelles. Ainsi, même si la banque manquait à son rôle, la cession des titres vendrait satisfaire la préférence pour la liquidité, si bien que la demande ne s'en trouverait pas forcément accrue d'autant. Venant annuler l'effet d'encaisse réelle sur son niveau, cette cession de titres provoquerait une chute propor-

tionnelle de leur valeur. Mais on peut supposer que cette démarche ne se produira pas, l'intervention de la banque qui diminue automatiquement la valeur des engagements, coïncidant justement avec la préférence pour la liquidité chez les agents économiques désireux de maintenir la valeur de leurs encaisses réelles. Si, cependant, des tensions inflationnistes persistent, l'Agence monétaire a encore et toujours la possibilité d'intervenir de manière quantitative sur la monnaie en circulation, exclusivement à l'aide des réserves obligatoires. Mais cette intervention ne doit se produire qu'en dernier recours dans le processus d'ajustement.

Ainsi, une économie rattachée au système du partage des profits et pertes induit-elle et repose-t-elle sur la flexibilité des prix relatifs, seule source d'information véritable susceptible de réduire les incertitudes de l'environnement économique.

En raisonnant à nouveau au niveau micro-économique, il paraît encore une fois absurde de chercher à tendre vers le système de concurrence pure et parfaite auquel aspirent les théoriciens classiques et les monétaristes, si une contrainte de coût demeure rigide de façon durable. Comment atteindre un équilibre optimal, si toutes les variables intervenant dans les calculs n'évoluent pas à tout instant librement ? Tel n'est pourtant pas le cas, dès lors qu'à l'encontre d'un authentique capitalisme la contrainte financière au sein d'une entreprise demeure immuable, difficilement modifiable. En définitive, seule la masse salariale évolue en cas d'ajustement. Si les salaires sont eux aussi rigides à la baisse, il en résulte le chômage, finalement une réduction de la demande, donc de l'activité, et ainsi de suite..., sans que le poids de la dette diminue pour autant.

Dans les années 70, l'application des concepts keynésiens, cédant à l'inflation, a abouti à une rigidité quasi-parfaite des structures de la société, incapable de s'adapter, complètement retranchée derrière un rideau de protection. Pendant la première partie des années 80, les monétaristes, conservateurs ou libéraux selon les pays, ont voulu briser ce carcan en appelant à plus de liberté. Ils se sont d'abord attaqués de front à l'inflation, à leurs yeux principal facteur d'instabilité, ensuite à l'indexation des salaires, aux garanties de l'emploi. En agissant de la sorte, ils ont déjà rendu aux salaires un caractère plus flexible. Le revers de la médaille a été la forte élévation des taux d'intérêt en terme réel, provoquant au sein de la société un dangereux « effet de squeeze », connu aussi sous le nom « d'effet Fisher », encore plus préjudiciable pour l'économie.

LE MONÉTARISME : LES DANGERS D'UN FAUX-SEMBLANT

Les années 80 ont donc été marquées par un phénomène nouveau, la hausse irrésistible des taux d'intérêt, devenu positifs en terme réel, sans pour autant induire une augmentation du volume de l'épargne comme cela avait été prévu.

Sous l'impulsion monétariste en prise avec l'inflation, les Banques centrales et ministères des Finances des pays développés ont décidé de créer des conditions de marche laissant le taux d'intérêt devenir flexible, afin de limiter les interventions publiques en dernier ressort. L'État, pour renoncer à sa fonction de garant, favorise dès lors le développement et la gestion de la dette par le biais du marché financier. De la sorte, il contribue à augmenter les facteurs de risque, donc à accroître le taux d'intérêt.

Par ailleurs, ces restrictions monétaires amènent les instances gouvernementales à satisfaire leurs besoins de financement en ayant recours à l'épargne, nationale ou internationale. Elles sont obligées d'offrir des conditions de rémunération suffisamment attractives pour détourner l'épargne du secteur privé vers le secteur public. A ce coût élevé et délibéré d'éviction, vient s'ajouter une concurrence d'autant plus acharnée au sein du secteur privé, qui incite à son tour à surenchérir les taux.

Cette liberté concédée au taux d'intérêt au point d'en faire la variable « vedette », le centre nerveux de l'économie, peut paraître en totale contradiction avec le principe du partage des profits et pertes qui envisage d'y renoncer. Et pourtant, les deux extrêmes se rejoignent avec deux axes communs qui permettent de réaliser la soudure : la renonciation nécessaire à une rémunération fixe sur les dépôts affirmée par les monétaristes et l'usage des réserves obligatoires. A partir de ces éléments, certaines leçons du monétarisme pourront être retenues, voire certaines de ses institutions encouragées et développées.

La renonciation à une rémunération fixe sur les dépôts

Avec la crise bancaire des années 80, certains économistes comme Kindelberger, Kareken, Colombo et Mingo, ont défendu lors d'une conférence organisée par la Federal Reserve de San Francisco l'idée de la nécessité d'établir un système financier d'équilibre, qualifié même de « participation équilibrée ».

Pour appuyer leurs argumentations, ils reprennent les proposi-