

On obtient l'enseignement suivant: le taux de croissance de l'économie dépend fondamentalement de deux paramètres:

- le niveau du taux d'épargne
- l'efficacité des intermédiaires financiers dans leur activité à transformer l'épargne en capital productif.

La relation positive entre le développement des intermédiaires financiers et l'évolution de l'épargne est synthétisée par la relation suivante qui s'inspire des modèles d'Atje, Jovanovic et Greenwood et qui vient compléter ce qui précède:

$$K_{t+1} = (1 - \delta)K_t + R(F_t)I_t$$

avec: I_t = investissement

F_t = niveau de l'intermédiation financière

R = relation croissante qui regroupe l'ensemble des facteurs grâce auxquels l'intermédiation financière est susceptible d'avoir un effet positif sur le rendement de l'investissement.

Joue dans ce sens un système financier développé qui protège les investisseurs contre tout risque idiosyncratique, favorisant ainsi une diversification des portefeuilles, et qui permet d'avoir plus d'informations au sujet des projets d'investissement, par conséquent contribue à mieux orienter l'épargne vers des investissements plus productifs. Meilleure protection contre le risque et fourniture d'informations sont donc les fonctions qu'assurent les intermédiaires financiers pour stimuler la croissance.

Cependant, cette relation positive entre le développement des intermédiaires financiers et le niveau d'épargne ne s'impose pas de soi. S'ils peuvent améliorer " Φ ", " s ", qui dépend de bien d'autres composantes de l'économie, ne peut pas l'être nécessairement. Il y a donc contradiction.

Cette contradiction a principalement été expliquée par le rationnement du crédit des banques en raison de l'hypothèse d'information imparfaite, ou d'une asymétrie d'informations entre le prêteur et l'emprunteur. Il n'en demeure pas moins vrai que la non neutralité des structures financières sur le développement économique est démontrée. Elles conditionnent la qualité de la transformation de l'épargne en investissement.

Même au niveau de cette évidence, l'ambiguïté persiste à cause du taux d'intérêt explicite créditeur, incitatif à l'épargne. En cas de baisse de celle-ci, son augmentation est parfois nécessaire. Cette augmentation n'a d'effet positif sur l'investissement, et donc sur la croissance, que pour autant que les interventions des intermédiaires financiers sont nombreuses de telle sorte que leurs coûts de structure s'en trouvent diminués et la qualité de leurs prestations améliorée.

Or l'introduction du risque rationne le crédit, ce qui freine le développement des banques, pourtant nécessaire à la diminution de leurs coûts, répercutable sur une épargne de

plus en plus exigeante. Williamson attribue précisément aux banques la vocation de surmonter les incertitudes, les asymétries d'information, les incomplétudes des contrats et les comportements opportunistes qui maintiennent des coûts économiques de transaction élevés. Elles doivent se distinguer des marchés traditionnels par le renforcement de leur comportement d'irréversibilité tout en exploitant les avantages.

Est né ainsi un modèle d'offre de crédit basé sur la maximisation du profit bancaire avec risque de non remboursement des crédits. Sans l'intégration de cette notion de risque dans la fonction bancaire, l'offre de crédit tendrait vers l'infini si le taux débiteur est supérieur au coût de refinancement, s'établirait à zéro dans le cas contraire. De même, une notion de risque de défaillance est attribuée à l'entreprise, sans laquelle elle s'endetterait sans limite.

* Le compte de l'entreprise à la période 1 s'écrit de la façon suivante:

$$p_1 I_1 + r B_e + r_b C R_e = \Delta C R_e + \Delta B_e + (1 - \theta)(p_1 Q_1 - w_1 N_1)$$

avec: p_1 = niveau général des prix à la période 1
 I_1 = niveau de l'investissement à la période 1
 r = taux de rémunération des émissions d'emprunt
 r_b = taux du crédit bancaire
 $C R_e$ = crédit obtenu
 θ = taux de distribution de dividendes
 $\Pi_1 = (p_1 Q_1 - w_1 N_1)$ = profit de l'entreprise

et on introduit la contrainte:

$\Delta C R_e < C R$ et $\Delta B_e < B$, limite maximale à l'endettement supplémentaire auquel l'entreprise peut recourir.

Il y a défaillance de l'entreprise si:

$$r B_e + r_b C R_e > C R + B + (1 - \theta) \Pi_1$$

* Les banques, en période 0, se donnent une fonction caractéristique pour les ressources de l'entreprise en période 1:

$$F(u) = \text{Prob}(C R + B + (1 - \theta) \Pi_1 < u)$$

* elles admettent ensuite l'hypothèse que les entreprises ne paieront pas toutes leurs dettes. Leur capacité de remboursement est égale à:

$$x < r_e B_e + r_b C R_e$$

et elles maximisent leur marge en conséquence:

$$\text{max}_{mb} = R - r_m RE$$

avec: r_m = taux de refinancement des banques
 R = recettes des banques
 RE = volume de refinancement des banques
 mb = marge de la banque

Toutes ces hypothèses de comportement étant posées, il est aisé de démontrer que l'offre de crédit augmente d'autant que:

- * le taux d'intérêt offert par la banque est élevé,
- * le coût de refinancement pour la banque est faible.

L'incertitude provient du caractère aléatoire du profit et des règles d'encadrement du crédit et d'émission de titres.

Ce constat est logique. Compte tenu de la contrainte d'incitation à l'épargne, les théoriciens de l'offre en ont néanmoins étrangement conclu que plus l'offre de crédit assorti d'un taux d'intérêt élevé serait abondante, plus l'économie serait stimulée. Les entreprises sont en effet encouragées à emprunter à n'importe quel taux si elles savent a priori que les banques consentiront à les soutenir en cas de défaillance en contrepartie des rentes exceptionnelles qu'elles leur ont préalablement versées.

Stiglitz et Weiss montrent néanmoins que les possibilités pour les banques d'accroître leur taux d'intérêt vis à vis des entreprises sont limitées, non seulement par la concurrence, mais aussi par le jeu de la différenciation des risques. Celui-ci fait qu'un accroissement du taux d'intérêt traduit naturellement une aversion pour le risque de sorte qu'en réalité la banque maximise son profit en relation avec des entreprises de moins bonne qualité, ce qui est paradoxal compte tenu du résultat recherché. En outre, Jaffee et Russel ont mis en évidence que les entreprises maximisent de leur côté leur intérêt à rembourser ou non les banques, en fonction de leur besoin de crédit supplémentaire.

La banque qui applique le principe du partage des profits et pertes est obligée de stimuler l'initiative, de fournir à ses clients/partenaires informations, appuis techniques et financiers. Car la spécificité du principe du partage des profits et pertes est de susciter une convergence d'intérêt dans une relation de partenariat. Tous les partenaires, épargnant, banque et entrepreneur, sont intéressés par la même variable économique: le profit de l'entreprise. Il n'y a aucune raison de vouloir penser que, dans ce cadre, l'un ou l'autre d'entre eux, principalement le chef d'entreprise, veuille tirer la couverture à soi à moins de nuire au climat de confiance, ce qui, immanquablement, se retourne tôt ou tard contre lui. L'intervention d'un tiers, le commissaire aux comptes, aide au contrôle et à la convergence vers un consentement mutuel sur les résultats.

Le principe du partage des profits et pertes crée une interdépendance stratégique

positive, autrement dit complémentaire, entre agents économiques. Par définition, ils partagent le bénéfice d'externalité positive, compensent efficacement les externalités négatives grâce au caractère intrinsèquement réversible de ce mécanisme de rémunération. Celui-ci permet de revenir immédiatement à l'état d'équilibre initial en cas de perturbation économique, tout en maintenant une certaine irréversibilité dans la relation de financement. Le principe du partage des profits et pertes réconcilie les deux objectifs contradictoires dont les théoriciens du rationnement du crédit et des contrats implicites étaient soucieux.

N'est-ce pas en réalité l'épargnant qui, avec la complicité des banques, démultiplie les situations de rupture en exigeant un retour fixe et prédéterminé explicite?

Une allocation optimale des ressources

Gérer signifie pour la banque maximiser les profits, à la fois pour elle-même et pour le souscripteur de certificat de participation. Pour minimiser les risques, elle doit adopter des règles strictes de prudence réfléchie et sécurisante qui ne relèvent en aucun cas d'un souci de se couvrir systématiquement et artificiellement.

Le système financier fondé sur le principe du partage des profits et pertes éveille la conscience de la masse à l'égard du processus de développement économique, rationalise les dépenses de consommation financées par le crédit, suscite l'intérêt à l'égard des performances économiques obtenues ou à venir. Les mécanismes des banques traditionnelles ne sont par contre ni reliés, ni issus de repères réels. Ils renforcent l'incertitude et désorientent les masses. Pour vaincre cette opacité, la nationalisation des banques n'a pas vraiment été une alternative. Bien souvent, l'expérience en a témoigné, elle l'a accentuée.

La tendance actuelle des banques à rechercher une assurance sur les dépôts auprès d'une compagnie afin de contenir et satisfaire aux exigences de l'épargne, atténue la vigilance de cette dernière face aux risques. Les banques, protégées de leur contrainte, sont alors tentées d'adopter un comportement plus audacieux.

Gordon et Santomero ont essayé d'étudier la discipline du marché du crédit suscitée par l'intervention des assurances. Or, l'incapacité pour ces créanciers subordonnés d'ajuster immédiatement leur prime de risque à la volatilité des actifs des banques, confère à celles-ci un effet de levier dont elles peuvent abuser. La santé financière des compagnies d'assurance s'en trouve inévitablement fragilisée. Or, elles sont aussi responsables vis à vis de leurs souscripteurs auprès desquels elles collectent leur épargne à long terme.

L'assurance sur les dépôts, effective ou fondée sur la conviction qu'un prêteur interviendra toujours en dernier ressort de peur de laisser une banque de grande taille tomber en faillite, trouve prétexte dans les mouvements de panique vers les guichets. Mais elle a pour effet pervers d'accentuer une déresponsabilisation, tant de la part des déposants que de celle

des banques, à l'origine d'un accroissement des risques.

Remplir l'objectif de sécurité exige une politique d'investissement cohérente et diversifiée reposant sur une judicieuse répartition des risques. La banque doit s'imposer des restrictions à l'aide de ratios prudentiels, indépendamment des perspectives de rentabilité qui se présentent à elle. Elle répartit les risques, la taille des fonds distribués, par catégories de titres, de clients/emprunteurs, personne ou entreprise, dans la limite de pourcentages en rapport avec ses fonds propres et ses engagements.

Sa liquidité doit être assurée aux dates de maturité, intermédiaires ou finales, des titres des déposants. Pour cela, doivent être appliqués aux comptes courants des réserves obligatoires à 100% afin d'être en mesure d'honorer à tout instant tous les tirages des clients. C'est la seule garantie réelle qui doit être apportée par les banques à sa clientèle.

Le principe du partage des profits et pertes est solidaire de la loi de la concurrence.

La banque opère continuellement des arbitrages entre liquidités et différents types de placement. D'un côté, pour acquérir des disponibilités, elle vend des titres, parts de fonds ou des certificats de participation, anciens ou nouveaux, auprès de prêteurs structurels ou d'autres banques, autrement dit elle se refinance. De l'autre, ou bien elle achète des titres existants auprès d'autres banques ou agents économiques, ou bien elle crée de nouveaux titres en finançant de nouveaux projets. La concurrence joue une première fois entre affaires anciennes et nouvelles, une seconde fois entre affaires nouvelles, objets d'études comparatives. Toutes les activités, adultes ou naissantes, sont mises à pied d'égalité, ce qui promeut sans cesse l'innovation.

La responsabilité des banques est dans un tel contexte constamment engagée. Elle est amenée, non seulement à effectuer systématiquement des études de faisabilité, mais en plus, à rechercher sans arrêt de nouvelles opportunités d'investir au lieu de se contenter de prêter. Elle est d'abord légitimement tentée de trouver les projets aux rendements les plus élevés. Ces débouchés, régis par la loi du marché, n'étant pas indéfinis, elle s'oriente ensuite spontanément vers des projets à moindre rentabilité. Les activités à haute valeur ajoutée sont souvent plus risquées, avec une courbe de vie plus accentuée, tandis que celles qui sont plus modestes et traditionnelles peuvent être plus sûres, régulières et durables.

Sans disqualifier personne, le principe du partage des profits et pertes permet le financement d'entreprises liées à l'exploitation des richesses naturelles, par exemple l'agriculture, qui réalisent peut-être des performances moins spectaculaires, mais honorables. Paradoxalement, ces activités seront même recherchées pour constituer un portefeuille d'actifs équilibré et stable, bien réparti entre rémunérations et risques. Ceux-ci se compensent pour procurer un rendement moyen attractif sans mettre en danger les ressources disponibles de l'épargne.

A contrario, le taux d'intérêt explicite représente par nature un coût incontournable. Il oriente les entrepreneurs vers des rendements à court terme, à haute plus-value, mais beaucoup moins stables. En corrolaire, il freine les projets à long terme, souvent vitaux pour la société. C'est ainsi que l'agriculture est tacitement sacrifiée. Les pays occidentaux, Europe et Etats-Unis, sont obligés de vendre les quantités produites à des prix artificiellement prohibitifs, afin de permettre aux agriculteurs de faire face à leurs échéances. Pour ce faire, ils détruisent leur production en dépit d'un déséquilibre alimentaire international, à moins de recevoir des subventions en compensation des pertes subies.

Par ailleurs, le taux d'intérêt explicite n'impose pas la recherche du meilleur projet. La banque traditionnelle ne prête qu'à des emprunteurs crédibles, ce qui sous-entend qu'elle compte sur leurs actifs personnels pour se faire rembourser, capital et intérêts. Ainsi s'intéresse-t-elle davantage à son client pour la force de sa caution plutôt que pour la qualité de son initiative. En poussant le raisonnement à l'extrême, la banque, dès lors qu'elle est couverte et que son profit est assuré, peut accepter de consentir un mauvais prêt.

Dans le cadre du principe du partage des profits et pertes, si le retour sur les fonds prêtés n'est pas garanti, la banque, pour contenter sa clientèle, et ne serait-ce que pour sa propre survie, s'efforce de maximiser prudemment ses profits par une allocation optimale de ses ressources. D'âpres négociations sont inévitables lors de l'octroi d'un nouveau prêt pour aboutir à un accord sur le pourcentage de partage des profits et pertes. Sous la pression de la concurrence, il lui revient de statuer en dernier ressort sur l'opportunité de finaliser telle ou telle opération à des conditions acceptables pour tous les partenaires.

Sans proximité et sans collecte rigoureuse d'informations, la banque ne peut valablement exercer son métier. Cela impose une atomisation de sa présence. Elle doit recruter autant d'analystes financiers que possible, capables de repérer, de suivre et de contrôler les projets ou entreprises dans lesquels elle investit. Côté déposants, elle doit être en mesure d'informer, sinon à tout moment, tout au moins très fréquemment. De cette information dépend l'accroissement et la fidélisation de sa clientèle, la flexibilité indispensable à une bonne rotation de son portefeuille et à la gestion de sa liquidité.

La responsabilité de la banque est donc continuellement sollicitée, stimulée, sanctionnée. Elle s'appuie sur des procédures de décisions, d'organisation, de gestion et de calculs, complexes à respecter et nécessitant un outillage très élaboré.

L'application du principe du partage des profits et pertes réduit les asymétries d'information, contraint les banques à jouer leur rôle d'agent surveillant délégué dans le cadre des opérations auxquelles elles participent au côté des déposants. Les coûts économiques des transactions, au sens très élargi de Williamson et de Lewis, induits par ces asymétries d'information qui se propagent, disparaissent pratiquement avec lui. Tout aléa, en raison de la

réversibilité du mode de rémunération, est immédiatement perçu comme une information qui est ensuite mémorisée.

Les banques traditionnelles ont déjà entamé cette révolution. Bien qu'elles travaillent dans un contexte monétaire et financier fondé sur le taux d'intérêt explicite, les équipes de financement de projet et d'investissement hors bilan se sont démultipliées et agrandies. Les financements sont de moins en moins accordés sans analyses approfondies de la rentabilité des projets. Parallèlement aux fonds communs de placement et aux sociétés d'investissement à capital variable, les techniques de titrisation se perfectionnent.

LE BESOIN DE LIQUIDITE

Le concept et la fonction de la monnaie dans le système financier islamique diffèrent de ceux du système financier traditionnel. Pour ce dernier, la monnaie est considérée comme un bien en soi acheté et vendu comme les autres pour un prix, le taux d'intérêt explicite, en rapport avec ceux des autres actifs. Dans le premier, la monnaie n'est pas un bien. Elle sert non pas à faire du profit en elle-même mais de simple moyen d'échange et à ce titre ne devrait pas faire l'objet de négociation sur un marché qui serait le sien.

En Islam, la monnaie aurait exclusivement des fonctions de réserve de valeur et d'instrument d'échange de biens. Ces deux fonctions nécessitent la stabilité de l'instrument qui doit permettre l'évaluation des marchandises, leur comparaison et leurs transactions. Il serait donc illogique de considérer cet instrument abstrait comme une marchandise achetée et vendue sur un prétendu marché, d'anéantir de la sorte son rôle d'étalon de référence, garant de la valeur réelle des biens. Elle serait alors sujette à des composantes de marché qui lui attribueraient une valeur mouvante perturbant l'évaluation des biens par rapport à elle.

La monnaie ne devrait donc pas avoir de valeur intrinsèque, en dehors de ses propres caractéristiques d'usage. Elle serait distincte de la masse monétaire constituée, de la monnaie en circulation (espèces, comptes courants, éléments liquides des comptes d'épargne et d'investissement) et des certificats de participation émis par les banques, de part et d'autre de leur bilan.

Par définition, le système économique et financier islamique s'appuie sur une rémunération des fonds prêtés issue exclusivement de l'application du principe du partage des profits et pertes. Si pour la banque, des opérations d'achat-vente de type Murabaha, ainsi que des transactions sur le marché secondaire des titres semblent possibles bien que l'évaluation quotidienne de chaque titre ne se conçoive qu'avec difficulté, comment gérer la liquidité d'une entreprise? Comment évaluer au jour le jour ses profits? Une suggestion consisterait à répartir également le pourcentage du profit annuel sur plusieurs mois. A moins de basculer dans la tentation de fixer d'avance le niveau de rémunération en se référant au résultat d'exploitation de l'année antérieure (encore faut-il qu'il soit positif!), imaginer une rémunération rétroactive sur la base de celui obtenu a posteriori manque d'immédiateté et de concret pour le pourvoyeur de fonds comme pour l'entreprise.

Au milieu des années 1980, la position du Professeur Mohamed Wejatullah Siddiqi à ce sujet était exhaustive: " Il ne paraît pas possible de satisfaire tous les besoins financiers du secteur productif sur la base du principe du partage des profits et pertes. Les besoins de fonds de roulement et autres besoins de liquidités à court terme devraient être satisfaits par des prêts sans intérêts, dans le cas où la contribution de ces fonds au résultat de l'entreprise ne peut pas être comptabilisée. Mais puisque les banques ne retirent aucune profitabilité de telles opérations, le risque que ce besoin ne soit pas satisfait est évident. Or, en réalité, elles devraient être persuadées d'y consentir au motif du soutien à la régulation de l'entreprise et pour le bien des affaires. Car, bien que leur profitabilité ne puisse pas objectivement être calculée, ces avances contribuent néanmoins à la création additionnelle de richesses en facilitant le processus de production". Le soutien à la profitabilité d'un projet par l'apport de cash-flow à titre gratuit fait référence au prêt bénévole, Quard-Hasan.

Admettre sans critique une attitude aussi philanthropique des banques serait vraiment utopique. Comment donc satisfaire au besoin de fonds de roulement des entreprises sans trahir au principe du partage des profits et pertes? La réponse à cette question capitale peut être recherchée dans l'examen du fonctionnement des tontines, appelées aussi "association rotative de crédit" dans un langage plus moderne. De tradition ancestrale, elles sont couramment pratiquées en Asie et en Afrique. Ainsi constate-t-on qu'au Sénégal, où les personnes s'orientent de préférence vers des instruments d'épargne et de crédits conformes aux principes de l'Islam, les tontines sont florissantes.

1) Le prix de la liquidité

Deux raisons objectives écartent l'idée qu'il puisse y avoir un marché de la monnaie: d'une part, son prix n'est pas unique à un instant donné, d'autre part, la monnaie est omniprésente sur tous les marchés, en tant que contrepartie. Or, cette notion de contrepartie monétaire, élément de passif, ne se maximise pas comme sur un marché qui, parce qu'il serait compartimenté, confronterait une offre et une demande.

Cependant, s'il n'existe pas un marché de la monnaie stricto sensu, le mécanisme de la tontine confirme qu'il y a un marché de la liquidité, dont l'instrument de mesure est le prix de sa disponibilité.

Rietsch propose de définir la tontine comme "un système que se donne un groupe de personnes pour s'obliger collectivement à épargner en vue de jouir tour à tour d'une somme importante". Autrement dit, il s'agit d'un groupe de personnes agissant en circuit fermé au sein duquel chaque membre apporte périodiquement une certaine somme et chacun son tour, à chaque période, est constitué adjudicataire pour la levée de l'ensemble des apports des autres membres.

La monnaie contrepartie

Selon la théorie néo-classique du portefeuille, pour une offre de monnaie constante, l'équilibre avec la demande de monnaie résulte d'une confrontation de la valeur intrinsèque d'usage de celle-ci avec les rendements des autres actifs financiers, de telle sorte que tous les taux soient égaux à l'issue des arbitrages. Un taux unique serait ainsi déterminé et correspondrait au prix de marché de la monnaie. Il est toutefois aisé de démontrer, aussi bien à l'aide de la théorie de la structure des taux d'intérêt que par l'analyse des comportements des prêteurs et des emprunteurs, l'absence d'unicité du taux d'intérêt.

La théorie de la structure des taux d'intérêt a pour but d'analyser s'il y a parfaite substituabilité entre titres courts et titres longs. Si l'on suppose que l'individu cherche à maximiser son profit, il a le choix entre acheter des titres à long terme ou acheter une succession de titres à un an sur la même période que le titre long considéré, en réinvestissant chaque année l'ensemble de son capital, coupon compris. On obtient pour résultat que le taux long est égal à la moyenne géométrique des taux courts à un an, anticipés chaque année sur toute la période considérée, ces taux courts étant calculés à partir des taux de rendement de deux titres à maturités différentes. Ainsi le taux court à un an d'aujourd'hui est-il déterminé à partir de la connaissance que l'on a maintenant des maturités N et $N-1$.

Mais si l'on envisage qu'il puisse y avoir cession avant échéance ou achat au cours de la période d'analyse ou encore non réinvestissement chaque année du coupon versé, il apparaît alors une incertitude sur le capital qui induit une substitution imparfaite des titres et brise donc la chaîne qui relie les taux longs aux taux courts, rendant impossible l'estimation de ces derniers. Or, c'est précisément l'existence de cette chaîne qui crée l'équivalence entre les taux à maturités distinctes et qui permet d'affirmer l'unicité du taux d'intérêt.

Soit par ailleurs un modèle d'aversion pour le risque où sont présents des prêteurs et des emprunteurs qui ont des divergences d'intérêt, car respectivement ils préfèrent placer à court terme et émettre des titres à long terme. Il y a donc excès de demande de titres court terme et excès d'offre de titres long terme. Si les agents ne cherchent pas à se couvrir systématiquement, théoriquement l'excès de demande de titres court terme engendre une hausse de leurs cours qui en diminue le rendement, tandis que la situation est inverse sur le marché des titres longs. Les prêteurs arbitrent en faveur de titres longs tandis que les emprunteurs consentent à s'endetter à un plus court terme. Au terme de ce processus d'arbitrage, on obtiendrait un taux d'intérêt unique pour une durée unique. Par contre, si les prêteurs et emprunteurs ont une convergence d'intérêt, les deux marchés des titres courts et des titres longs coexistent parallèlement avec deux taux d'intérêt d'équilibre différents.

Tous ces scénarios se produisent simultanément. On peut d'ores et déjà conclure à l'absence d'unicité du taux d'intérêt. Mais ce n'est pas suffisant pour en déduire que la monnaie n'est pas un bien.

Dans le cadre du principe du partage des profits et pertes, la banque n'est pas un marchand d'argent. Elle a pour vocation d'assurer la circulation des capitaux, de faire respecter le Principe d'Equilibre et sa double symétrie, et par ce biais, de faire coïncider le monétaire et le réel. Ainsi préserve-t-elle la valeur réelle des biens.

Chaque opération d'achat ou de vente de biens, d'émission ou d'extinction d'une dette, a pour contrepartie l'acquisition ou la cession du moyen de paiement que constitue la monnaie. L'échange bien-monnaie est donc systématique. Patinkin précise qu'en conséquence le prix de la monnaie n'est pas un prix comme les autres, mais que celui-ci est égal à l'inverse de la moyenne pondérée de tous les autres biens, autrement dit, il est la contrepartie du système des prix relatifs, évoluant en fonction de l'offre et de la demande de biens.

La monnaie ne serait donc considérée comme un bien recherché pour lui-même qu'afin de satisfaire des encaisses de spéculation en liaison avec une multitude de taux d'intérêt explicites parasites. En effet, à cause du taux d'intérêt explicite dont le revers est toujours la création d'une dette au passif, la confusion sinon l'ambiguïté entre monnaie, liquidité, masse monétaire, est soigneusement entretenue. Or, Patinkin le montre lui-même, la fonction transactionnelle de la monnaie est primordiale. Ne la satisfait, non pas la monnaie, mais un autre bien, authentique et indispensable, sans lequel aucune transaction ne peut être effectuée, la liquidité.

Le coût de l'immédiateté

Il existe deux grandes familles de tontines, les tontines commerciales où l'épargnant remet ses liquidités en dépôt à un garde-monnaie moyennant rémunération de ce service, les tontines mutuelles à l'intérieur desquelles l'argent circule entre les membres. Parmi celles-ci, on distingue:

- la tontine à levées à tour de rôle selon un ordre qui provient d'un arrangement entre les membres à la date de sa création; les mises, le prix du tour et la position du tour dans le temps sont entièrement prédéterminés à l'avance,

- la tontine à levées tirées au sort; seule la position du tour de chacun dans le temps restant indéterminée à l'origine,

- la tontine à levées aux enchères, chaque membre n'ayant pas encore été adjudicataire pouvant formuler à chaque tour une offre pour acquérir le droit de lever la totalité des apports des autres membres; les deux variables, position et prix du tour, demeurent indéterminées.

L'étude de la seconde famille de tontines, permet de mettre en évidence l'existence d'un prix de la liquidité qui ne s'apparente pas à un taux d'intérêt explicite.

Quelle que soit la tontine, les analyses financières sur toute la durée de son cycle de

vie effectuées par Mourgues et Perrault démontrent à nouveau l'incongruité de l'hypothèse d'une préférence de l'individu en faveur d'une consommation immédiate à l'infini, dès lors qu'une rémunération fixe et prédéterminée ne serait pas offerte à son épargne. Elles mettent pleinement en évidence l'inexistence d'un quelconque taux de rémunération explicite des fonds mis à disposition de la tontine.

Au cours de la durée de vie de la tontine, chaque membre est successivement, ou bien prêteur vis-à-vis des autres tant qu'il n'a pas été adjudicataire pour la levée de la totalité de la mise d'une période donnée, ou bien emprunteur dès qu'il a usé de son droit. Sous cet angle, la tontine peut être interprétée de deux manières:

* Selon la première, les fonctions de prêteur et d'emprunteur de l'individu sont séparées, ce qui suppose que la date du passage de sa position créditrice à sa position débitrice soit connue. A chacune de ces fonctions devrait être attribué un taux. Le taux créditeur serait défini de telle façon que la somme des montants prêtés capitalisés à ce taux jusqu'à la date de leurs remboursements soit égale au montant des fonds reçus par le participant à cette date qui, lui, dépend des enchères. Le taux débiteur serait défini de manière analogue. Il est alors constaté que les taux débiteurs sont structurellement inférieurs aux taux créditeurs, que plus la durée est longue, moins la position créditrice est rentable. L'hypothèse d'une séparation de la position créditrice de la position débitrice n'est par conséquent pas défendable car un système où les taux créditeurs et débiteurs seraient structurellement divergents est inconcevable. Accepter une telle divergence signifierait que le prêteur ne prête pas au plus offrant et que l'emprunteur n'emprunte pas au moindre coût ce qui reviendrait à admettre que les agents économiques sont irrationnels.

* Si les opérations de prêt et d'emprunt sont étroitement associées, sans distinction entre les positions créditrice et débitrice de l'individu, il devient définitivement impossible d'explicitier un taux d'intérêt, même distinct pour chaque individu, car il n'existe plus aucun moyen d'actualiser les flux.

A chaque période du cycle de vie de la tontine, tous les membres payent donc leur contribution d'un montant préétabli, le plus souvent égal. Le "tour" est défini comme le moment où un membre bénéficie des cotisations versées par tous les membres de la tontine, le "cycle" comme la totalité des tours étalés régulièrement sur toute la durée nécessaire au désintéressement de tous les membres, le "lot principal" de chaque séance comme étant égal à la cotisation individuelle unitaire multipliée par le nombre de participants, les "petits lots" enfin, comme tous montants autres que le lot principal, résultant de l'activité même de la tontine et pouvant être mis à la disposition de ses membres.

A partir de ces principes de base de fonctionnement, s'observent les composantes du mécanisme de l'enchère qui déterminent le coût de la liquidité à un instant donné, dans le cadre d'un marché fermé, constitué d'un nombre de personnes bien établi.

Dans ce contexte, la tontine ressemble à un marché "à la criée" de libre concurrence pure et parfaite où se confronte, ou bien une offre de liquidités constante (lot principal) à un besoin de liquidités décroissant, chaque membre ayant levé la totalité de sa mise ne pouvant plus exercer ce droit une seconde fois, ou bien une offre (les petits lots) à une demande, les deux étant parfaitement flexibles, puisque tous les membres peuvent avoir accès à ces petits lots, à chaque tour et pendant toute la durée du cycle.

Le coût ou le prix d'acquisition de la liquidité, exprimé par le montant atteint par les enchères, reflète la rareté de son offre et la pression de la demande. Sur la durée du cycle, (lots principaux), une fonction linéaire négative par rapport au temps du montant des enchères est observée. Elle traduit la forte différence entre les niveaux atteints par celles-ci en début et fin de cycle, entre chaque réunion. Au cours d'une réunion (les petits lots), il ressort une relative constance entre le montant de la première ou de la dernière enchère et une absence totale de corrélation entre les montants de l'enchère et du petit lot.

On en déduit que le montant atteint par l'enchère associé au lot principal mesure le prix de l'immédiateté du besoin de liquidité. Plus l'individu exerce rapidement son droit unique à lever la totalité des mises, plus le coût de l'exercice de ce droit est élevé. Le montant de l'enchère attaché au petit lot mesure quant à lui le prix du degré d'urgence du besoin de liquidité, l'individu n'ayant aucune restriction à accéder à cette catégorie de liquidités.

La gestion d'un portefeuille tontinier

Autour de la tontine est aussi débattue la prise en compte d'une préférence intertemporelle de l'agent économique qui y adhère. Pour Mourgues, l'absence de taux d'intérêt explicite suffit à nier cette préférence intertemporelle. Rietsch s'oppose à cette conclusion et affirme que le mécanisme des enchères mesure avec précision les préférences de chacun, selon le degré d'immédiateté voire d'urgence à satisfaire son besoin de liquidité. Les positions créditrices et débitrices de chacun en témoignent et la préférence se manifeste sans autre technique de rationnement que par le prix.

Il ne s'agit cependant plus, dans le cas présent, d'une préférence intertemporelle au sens néo-classique du terme. Au contraire, l'individu participant à une tontine épargne par précaution, quel que soit son niveau de rémunération, afin de minimiser le coût de la mise à disposition des fonds nécessaires à sa satisfaction.

Le raisonnement intertemporel de l'individu ne s'applique pas à des événements dus au fonctionnement même de la tontine, mais en prend d'autres en considération qui lui sont extérieurs, prévus ou escomptés. La participation à une tontine n'implique pas un gain en soi, mais doit permettre d'en réaliser un autre, grâce à une certaine quantité de liquidités disponibles à un moment donné. La tontine n'est donc qu'un instrument qui s'insère dans une

optique économique plus globale de l'entreprise, la gestion de sa trésorerie quotidienne. Ce service a un coût, coût d'opportunité ou coût de couverture, que le trésorier se doit de minimiser.

L'adhésion d'un individu à une tontine répond donc bien à un comportement rationnel. Il anticipe préalablement le volume et les délais de ses besoins de liquidité, et cherche en conséquence à participer à une tontine au sein de laquelle il prévoit le positionnement au cours de son cycle de son droit d'adjudication. Selon le degré d'incertitude, il choisit, ou bien une tontine dont les tours sont prédéterminés à l'avance, cas où le coût d'opportunité est réduit à zéro, ou bien une tontine à enchères en essayant d'éviter les situations d'urgence qui accroissent d'autant le risque d'un coût d'opportunité élevé. Plus tard à l'intérieur du cycle de la tontine le droit de tirage est exercé, moins il l'est.

Si chaque membre raisonne de la même manière, celui-ci devrait tendre à être relativement constant, tout au moins en début de cycle. Cependant, la participation à une tontine signifie l'apport et l'immobilisation de liquidité tant que le droit de tirage n'est pas exercé. La renonciation à l'utilisation de ces disponibilités pour investir ou consommer immédiatement représente un coût d'une autre nature qu'il importe aussi de minimiser en raccourcissant au mieux le délai de récupération de ces fonds, de sorte qu'une pression naturelle sur les enchères se manifeste plutôt en début de cycle. Le coût de cette immobilisation s'apparente au prix d'une couverture à terme du besoin futur anticipé de trésorerie. Si cette anticipation est certaine, l'agent économique choisit de participer à une tontine en fonction de la durée de couverture recherchée, la plus courte possible. En cas d'incertitude, la couverture devient aléatoire de sorte qu'il en résulte la prime de risque supplémentaire représentée par le coût d'opportunité.

Les tontines peuvent se démultiplier sans fin. Une gamme infinie peut et doit permettre à chacun d'établir un échéancier de cotisations et de ressources adapté au rythme de perception de ses revenus ou à sa structure de cash-flow. Au trésorier de minimiser conjointement ses coûts de couverture et d'opportunité. Les combinaisons précises de tontines qu'il élabore confirment la rationalité de ses arbitrages et constituent son portefeuille tontinier.

Toute notion de risque n'est pas non plus à écarter, notamment celui de défaillance de l'un des membres au titre de ses obligations. Chaque tontine a un nom, un règlement intérieur, qui définit son organisation, ses règles de fonctionnement et crée ainsi au gérant et aux membres des obligations administratives et financières. Des garanties ou cautions peuvent être réclamées aux membres. Si l'un d'entre eux manquait au versement de sa cotisation alors qu'il n'a pas encore été adjudicataire, il est tout bonnement expulsé de la tontine, avec (si remplacé) ou sans (si pénalisation) remboursement des sommes précédemment versées. Mais une partie des mises risque d'être perdue dans la mesure où le membre défaillant a déjà exercé son droit d'adjudication. Le recours à la justice reste le seul

remède.

La participation à une tontine procure en définitive un service, la maîtrise du couple disponibilité/non immédiateté, plus ou moins risqué, qui a sa contrepartie, un prix. Ce service projeté, éclate et répartit dans le futur l'immédiateté immanente du besoin de liquidité. Comme tous biens et services, le paiement de ce prix est rattaché au motif de transaction.

Il n'y a pas de solution "miracle" pour se couvrir des imprévus associés à la satisfaction et au coût du besoin de liquidités. Pour Debreu, en cas d'inadéquation entre la couverture et son opportunité, autrement dit que la condition suspensive liée à la transaction et à son utilité se réalise ou non, l'individu en paie le prix, et même s'il ne souhaite plus en disposer. C'est le "risque de base".

Le risque d'assèchement du marché financier ne doit pas non plus être écarté. La grande différence avec le système tontinier, réside dans le fait que c'est le bénéficiaire du besoin, et non pas la banque, qui en assume toutes les conséquences, sauf à ce que celle-ci consente à se substituer à tout membre défaillant pour le paiement de sa cotisation, moyennant une prime d'assurance.

2) La vitesse de circulation de la liquidité

Il est absolument impératif de faire ressortir de l'ensemble de la masse monétaire, contrepartie des opérations de financement de toute nature, la liquidité.

L'analyse quantitative traditionnelle de la monnaie est connue sous la formulation de Fisher:

$$MV = PY$$

où M est la quantité de monnaie existante dans l'économie, V sa vitesse de circulation ou encore le nombre de transactions réalisées par une unité de monnaie pendant une période donnée, fonction inverse de la composante institutionnelle associée à l'intermédiation financière, P le niveau général des prix, Y la masse des flux réels pendant cette même période. Cette relation classique universelle est censée établir le lien entre les variables monétaires et réelles de l'économie.

Hors des circuits habituels, dits formels, de l'économie, se situent les tontines. Elles sont susceptibles d'explicitier la relation de Fisher, car elles permettent d'approfondir les composantes de la vitesse de circulation de la liquidité et le comportement de l'individu confronté à ses arbitrages.

Les fonctions de la liquidité

Debreu se demande si la monnaie a un sens. Il développe l'idée que toutes les décisions d'un individu peuvent être prises à un instant donné, de telle sorte que toutes les transactions, y compris celles du futur, sont synchronisées quelle que soit la prise en compte de l'incertitude et du temps. Il a posé ainsi les jalons des marchés de couverture. Avec eux, la notion de "marchés successifs" disparaît et avec elle, les raisons de détenir de la monnaie. La tontine à levées à tour de rôle selon un ordre établi satisfait à cette démarche. L'individu fixe aujourd'hui son besoin de liquidité à terme, en supporte le coût d'immobilisation tout en n'éprouvant plus la nécessité de la conserver.

La compréhension de la nature et des fonctions de la monnaie a été profondément transformée par l'élaboration du modèle à générations imbriquées de Allais et Samuelson: la liquidité est un moyen de transmission de pouvoir d'achat dans le temps. Dans le même ordre d'idée, Clower, pose le principe de l'universalité de l'échange monétaire. Il s'en inspira, tant pour sa théorie des déséquilibres à prix fixe, que pour son modèle à contrainte de transaction monétaire.

La fonction d'intermédiaire des échanges de la liquidité s'explique par le fait que les échanges qui l'impliquent sont ceux qui ont le coût de transaction le plus faible. Elle épargne l'énergie et les frais exorbitants qu'engendrerait la collecte d'informations indispensable pour assurer la coïncidence nécessaire à l'échange de deux biens sous forme de troc. A supposer même que le coût en soit faible, le risque d'échec demeurerait élevé. Enfin, les transactions avec liquidité peuvent être effectuées à fréquences variables et illimitées.

L'absence de synchronisation entre deux échanges, le temps, causent la liquidité. La tontine à enchères découle de l'existence de marchés successifs et en cas d'imprévu, offre un recours à la liquidité au moindre coût. Elle compense donc le manque de régulation de l'économie provenant de l'information imparfaite. Comme pour tout bien, son coût doit être l'expression de sa rareté. La tontine associée au principe du partage des profits et pertes traduit sans doute plus fidèlement cette rareté que le taux d'intérêt explicite, influencé par de nombreux facteurs exogènes.

Les composantes de la vitesse de circulation de la monnaie

La stabilité de la demande de monnaie dépend de la vitesse de circulation de la liquidité. Celle-ci est à son tour indissociable de deux facteurs fondamentaux: les institutions financières et les arbitrages opérés par les individus.

Les quantitativistes de l'école de Cambridge ainsi que Fisher estimaient que la vitesse de circulation de la monnaie relevait de l'organisation des institutions financières, rigide à court et moyen terme. Ils en concluaient que celle-ci était constante.

En incorporant dans sa réflexion le marché des titres, Keynes considère qu'il n'est plus possible d'accepter l'hypothèse que l'individu se contente de gérer sur une période donnée la quantité de monnaie qu'il détient, exclusivement en rapport avec les échanges de biens. Il peut aussi, dans ce laps de temps, être tenté de spéculer et d'acquérir des titres. Il effectue ses arbitrages en fonction du taux d'intérêt explicite et du degré de confiance qu'il a dans l'économie. La vitesse de circulation de la monnaie, fonction du taux d'intérêt explicite, devient extrêmement volatile et quasiment impossible à mesurer à tout moment.

Marshall appuie sur les arguments en faveur d'une vitesse de circulation de la monnaie instable, en ajoutant un lien avec le niveau général des prix et l'exercice de son influence sur les anticipations des individus. Friedmann essaye néanmoins d'en démontrer la stabilité à long terme en la reliant au revenu permanent ou au revenu anticipé. Mais ses efforts ne sont pas convaincants, car incapables d'établir une relation fiable entre la demande de monnaie, le revenu, le taux d'intérêt explicite et le niveau général des prix.

Tous mélangent en réalité monnaie et liquidité. Avec les tontines, les fonctions propres à celle-ci sont mieux identifiées. Cette identification permet d'approfondir les composantes de la vitesse de circulation de la liquidité.

Les tontines font circuler la liquidité en contrepartie d'une accumulation symétrique et temporaire de créances et de dettes. Ce n'est donc pas l'argent, qui tourne en son sein entre les adhérents, qui s'accumule. En changeant de mains, la liquidité laisse une trace, chaque participant devenant créancier ou débiteur, les uns des autres. Si dans les banques commerciales traditionnelles, les dépôts et les crédits progressent modérément, au bilan de la tontine, ceux-ci augmentent au contraire très rapidement pendant son cycle de vie pour disparaître instantanément le dernier jour. Pendant ce temps, la liquidité de ses membres a varié constamment et fortement.

Les positions créditrices et débitrices cumulées sont intéressantes à observer. Elles sont en permanence équilibrées et évoluent de façon parfaitement symétrique. Non seulement elles sont équilibrées dans le temps, mais aussi dans l'espace, non pas pour chacun d'entre eux, mais entre l'ensemble des participants.

Les tontines contribuent ainsi à l'équilibre monétaire en diminuant les encaisses oisives qu'elles redistribuent. Elles accélèrent ou ralentissent d'une période à l'autre la vitesse de circulation de la liquidité en fonction des variables qui caractérisent les règles de fonctionnement de chacune d'entre elles. Par contre, elles n'ont pas pour vocation d'injecter de la monnaie nouvelle dans l'économie.

La vitesse de circulation de la liquidité devient donc intrinsèquement mesurable selon deux critères, en relation étroite avec le processus d'accumulation de dettes et de créances, différent dans chaque tontine. Le premier est quantitatif, le volume global de la

liquidité, le second qualitatif, son rythme de circulation. Le volume de la liquidité, pour chaque tontine, est égal au nombre de participants, équivalent au nombre de parts ou encore au nombre de tours, multiplié par le montant de la cotisation unitaire. Le rythme de circulation dépend de la périodicité écoulée entre chaque tour, indissociable de la durée du cycle de vie de la tontine. L'aggrégation de la première composante à un moment donné ne pose pas de problème. Plus difficile est le calcul de la seconde qui ne peut être qu'une moyenne de toutes les durées, pondérée par l'importance de chaque tontine.

La vitesse de circulation de la liquidité ne se mesure donc pas à partir des autres membres de l'équation de Fisher. Elle se détermine par des composantes structurelles qui lui sont propres et dont il est possible de déterminer le degré de variabilité. L'individu poursuit ses arbitrages entre l'acquisition de biens, de titres régis par le principe du partage des profits et pertes ou la participation à telle ou telle tontine en fonction de ses besoins de trésorerie anticipés. L'entrée ou la sortie en cours de route d'une tontine serait techniquement concevable.

Le motif de précaution associé au motif de transaction

En effet, dans la Théorie Générale, Keynes ne développe pratiquement rien au sujet de la détention de liquidité pour motif de transaction. Il ne renie pas l'idée de Fisher ou de Pigou selon laquelle il existe une relation proportionnelle entre quantité de monnaie et revenu, exprimée par un coefficient au contenu très flou qui amalgame caractéristiques structurelles, système bancaire, organisation industrielle, habitudes sociales.

Keynes rattache le phénomène de la trappe à liquidité au motif de spéculation. L'individu choisit de détenir de la liquidité dès lors qu'il estime que la perte anticipée d'un investissement en capital risque d'être supérieure au produit escompté de sa rémunération. Tenant compte de l'incertitude de l'environnement, il relie cette démarche à l'efficacité marginale du capital. Ainsi, Keynes se contente-t-il de considérer stable à court terme le coefficient structurel de la relation de Fisher.

En supposant qu'une parfaite liquidité n'existe pas, la théorie néo-classique du portefeuille fusionne quant à elle le motif de transaction avec le motif de spéculation. Elle optimise la détention de liquidité plutôt que de titres en confrontant la maximisation des rendements attendus des titres avec la minimisation de leur coût de transformation. La prise en compte sur la période à venir de l'ensemble du patrimoine de l'individu, du volume de transactions correspondant aux biens à acquérir, et des ressources futures prédéterminées, permet alors de démontrer que la détention moyenne de liquidité sur ladite période est une fonction inverse du taux d'intérêt explicite.

Néanmoins, ce résultat ne vaut que si tous les risques de toutes natures sont ignorés sur la période choisie de même que si tous les coûts, dépenses et rémunérations sont connus