

**Université Lumière Lyon 2**

**Ecole doctorale : Sciences économiques et Gestion**

*Groupe d'Analyse et de Théorie Economique (GATE - UMR 5824)*

**Risque et crédit : le certificat  
hypothécaire, une solution pour les pays  
émergents**

par Riad OBÉGI

Thèse de doctorat de Sciences économiques

*mention : Monnaie, finance et économie internationale*

sous la direction de Jean-François GOUX

présentée et soutenue publiquement le 29 avril 2008

Composition du jury :

Jean-Pierre ALLÉGRET, professeur à l'université Lyon 2

Jean-François GOUX, professeur à l'université Lyon 2

Raphaëlle BELLANDO, professeure à l'université d'Orléans

Hervé LECUYER, professeur à l'université Paris 2

Jamil BAZ, maître de conférences à l'université d'Oxford

*À Henry et Marie*

## Contrat de diffusion

Ce document est diffusé sous le contrat *Creative Commons* « [Paternité - pas d'utilisation commerciale - pas de modification](#) » : vous êtes libre de le reproduire, le distribuer et le communiquer au public à condition de mentionner le nom de son auteur et de ne pas le modifier, le transformer, l'adapter ou l'utiliser à des fins commerciales.

# Remerciements

---

Mes remerciements vont tout d'abord à M. Jean-François Goux qui, en dépit du caractère inhabituel de ma thèse, a accepté de la diriger, qui, tout au long de mon travail, m'a accordé la liberté sans laquelle je n'aurais pas pu progresser, et donné les conseils et directions qui m'ont permis d'aller plus loin.

Mes remerciements vont également à M. Alain Chevalier qui, très tôt dans l'élaboration de la thèse, a lu, émis les bonnes objections et imaginé des prolongements à mes propositions.

Je remercie aussi M. Hervé Lécuyer qui m'a prodigué des encouragements et les assurances dont j'avais besoin, M. Jean-Pierre Allégret qui m'a éclairé sur un certain nombre de points et rassuré sur d'autres, mon très cher ami Jimmy qui me fait la joie de participer à mon jury, et Mme Bellando, qui consent à être l'un des rapporteurs de ma thèse.

Je suis reconnaissant à M. Charbel Cordahi qui m'a mis en rapport avec M. Goux, m'a poussé à faire cette thèse, m'a donné les indications nécessaires et effectué des recherches pour mon compte ; à M. Bassam Onaïssi qui, au cours de longues discussions, m'a aidé dans la compréhension des concepts juridiques et dans l'affinement de mes propositions ; à M. Didier Toussaint qui a lu les premières ébauches de mon manuscrit et m'a donné des repères en philosophie et en sociologie ; Mme Jacqueline Parant sans qui la thèse n'aurait jamais été finie et qui a allié sa compétence à une très grande gentillesse.

Je remercie aussi Nayla, sans qui je n'aurais pas commencé ma thèse, et qui a subi mes premières divagations ; Louma que j'ai eu le bonheur de connaître avec les premiers chapitres ; Henry, Marie et Isabella qui ont été une source d'inspiration et de motivation.

Mes parents, mes frères, mon oncle et mes tantes ont été très importants pour cette thèse puisqu'ils ont été les premiers à me faire comprendre ce qu'était la confiance et, par celle qu'ils m'ont toujours témoignée, m'ont donné le courage qui n'a jamais failli.

Je voudrais également remercier tous ceux qui, de près ou de loin, ont contribué à cet ouvrage et que je ne cite pas.



# Sommaire

---

Jury.....	3
Remerciements.....	7
Sommaire.....	9
Avant-propos.....	11
Introduction générale.....	13
<b>Chapitre 1.....</b>	<b>17</b>
<b>Vers un nouveau paradigme : le risque structurant et civilisateur.....</b>	<b>17</b>
Introduction au chapitre 1.....	19
Section 1 : Théories de la décision en situation de risque.....	25
Section 2 : Risque et richesse.....	41
Section 3 : L'échange et le risque.....	71
Section 4 : Les institutions et le risque.....	81
Conclusion du chapitre 1.....	101
<b>Chapitre 2.....</b>	<b>103</b>
<b>Le crédit : ciment de l'échange du risque.....</b>	<b>103</b>
Introduction au chapitre 2.....	105
Section 1 : Monnaie et crédit.....	109
Section 2 : Les banques, vecteurs du risque de crédit.....	135
Section 3 : Des mesures structurelles pour améliorer le crédit.....	151
Conclusion du chapitre 2.....	173
<b>Chapitre 3.....</b>	<b>175</b>
<b>Le Certificat hypothécaire : meilleur échange du risque, optimisation du crédit.....</b>	<b>175</b>
Introduction au chapitre 3.....	177
Section 1 : Les aspects juridiques et administratifs.....	181
Section 2 : Les autorités de tutelle et le Certificat.....	205
Section 3 : Une approche sectorielle.....	215
Section 4 : Perspective macroéconomique.....	249
Conclusion du chapitre 3.....	275
<b>Conclusion générale.....</b>	<b>277</b>
Annexe.....	281
Bibliographie.....	285
Table des matières.....	295
Table des graphiques.....	300
Table des tableaux.....	301
Table des schémas.....	303
Summary of thesis.....	305
Résumé de la thèse.....	307

« Ein grosse Vorsatz scheint im Anfang toll »  
Goethe (*Faust*)<sup>1</sup>

---

1. « *Un grand dessein apparaît insensé au départ.* »

# Avant-propos

---

À l'origine de ma recherche, se situe une discussion d'il y a près de sept ans entre mon frère et un de ses amis, Adel, sur les possibilités pour le Liban de sortir de sa situation difficile sans une injection massive et extérieure de liquidités. Mon point de vue était que le capital était déjà présent en abondance, que le stock immobilier libre libanais était abondant, qu'il pouvait largement remplacer cette hypothétique injection et qu'il s'agissait simplement de le rendre disponible. L'idée d'utiliser le cautionnement réel en faveur des déposants des banques commerciales s'est imposée à moi, dès cet instant, comme une évidence.

Une présentation de ce concept a été faite à l'époque au Gouverneur de la Banque du Liban et au ministre des Finances du Liban. Les économistes avec qui j'en ai parlé, notamment M. Alexandre Chaiban, ont pour leur part émis des objections portant essentiellement sur le caractère inflationniste de l'instrument. J'ai donc voulu justifier théoriquement cette inspiration en effectuant sur elle un travail d'approfondissement et de conceptualisation. La chance m'en a été offerte d'en discuter avec M. Goux qui a accepté de diriger cette thèse malgré tous les handicaps qu'elle comportait.

L'idée et sa justification ont sans doute germé à partir d'un mélange de constatations empiriques en France, au Liban et en Syrie et de lectures un peu éclectiques. Celles qui m'ont le plus impressionné et certainement influencé sont *Wealth and Poverty* de George Gilder<sup>1</sup>, *The Mystery of Capital* d'Hernando De Soto, *La Société de confiance* d'Alain Peyrefitte et *La Théorie des biens monétaires* de Naaman Khoury. Georges Gilder et Alain Peyrefitte ont tous deux renforcé ma conviction profonde que l'essor d'une société, d'une économie et même d'une entreprise ne peut se faire que par l'initiative individuelle et que celle-ci ne peut subsister et se développer que par un niveau élevé de confiance. Hernando De Soto et Naaman Khoury, quant à eux, m'ont orienté vers un secteur, l'immobilier, auquel je n'avais prêté jusqu'alors qu'une attention limitée.

Compte tenu de mes obligations professionnelles et de la difficulté d'accès à une bibliothèque de qualité, mes recherches ont été fondées sur des réflexions ou des lectures accessibles dans le commerce. Les références utilisées sont donc issues principalement des manuels, des ouvrages de vulgarisation et parfois des essais. En revanche, en raison du manque de revues scientifiques et de traités, les dernières avancées de la science économique en sont certainement absentes. De même, l'impossibilité dans laquelle j'étais d'accéder à des

---

1. Gilder (1981).

enquêtes de terrain internationales limite vraisemblablement l'universalité de mes observations et de mes recommandations.

En outre, mes études, principalement de mathématiques, sont déjà anciennes ; lorsque des travaux récents étaient disponibles ou qu'il fallait formaliser des propositions, il m'a manqué parfois la perspective économique globale et toujours l'outil mathématique.

Cette thèse en est le résultat très imparfait, mais elle m'a procuré une très grande satisfaction. J'ose espérer qu'au-delà de ce bénéfice personnel, une recherche ultérieure permettra d'affiner ce concept et qu'une application pratique générera des retombées à la hauteur des besoins.

# Introduction générale

---

Pourquoi certains pays sont-ils riches alors que d'autres sont pauvres ? Comment certains pays en retard ont-ils pu accélérer leur développement ? Cette énigme est un défi permanent pour les économistes du développement. Tous les cinquante ans, quelques pays, sans richesse naturelle exceptionnelle, accèdent soudainement à une prospérité nouvelle. Prédestination ou hasard, les économistes sont bien en peine de l'expliquer, d'en détecter les signes avant-coureurs ou d'en infléchir les arrêts. Seuls des économistes hétérodoxes, hors du courant dominant, proposent des schémas explicatifs qui tournent généralement autour de facteurs non « économiques », généralement idiosyncrasiques, telles l'idéologie<sup>1</sup>, la religion ou la qualité des institutions. Le succès de ces explications, l'impuissance du credo et le hiatus entre les deux conduisent à s'interroger sur les bases doctrinales.

## **Au-delà du principe de profit**

Adam Smith commence son ouvrage *De la richesse des nations* par la description d'une manufacture d'épingles. Il montre que, par la division du travail, la productivité est plus grande et le profit plus important. Plus généralement, les économistes classiques fondaient leur réflexion sur le principe de profit : en recherchant un plus grand profit personnel, les agents faisaient involontairement le bien de tous. Marx, également, voyait dans la recherche du profit par les capitalistes la pulsion qui amènerait irrémédiablement le capitalisme vers la faillite et le monde vers le socialisme.

L'échec des théories classiques à expliquer le développement ou à indiquer les méthodes à suivre, la preuve claire qu'il n'existe aucune tendance à la baisse des profits, désignent une absence. Nous pensons que le risque est ce facteur négligé.

De même que, pendant longtemps, les chimistes ont pensé que l'oxygène était de l'air déphlogistiqué<sup>2</sup>, plus d'un économiste croit encore que le risque est une absence de profit. Suivant la formule attribuée à Knight, le risque probabilisable est assurable, le risque non probabilisable est radical (radicalement ignoré !).

En réalité, le risque apparaît comme un facteur autonome et irréductible dans la décision des agents<sup>3</sup>. Mieux encore, il s'agit d'une force de néguentropie qui oblige les agents à coopérer, à créer des institutions, à rechercher de nouvelles opportunités. Par la tension que

---

1. Landes (1998) attribue cela à des valeurs culturelles comme le culte du travail et de l'épargne, l'honnêteté, la patience et la ténacité.

2. Kuhn (1983), p. 84 *sq.*

3. Pour les financiers, il s'agit déjà d'un couple : risque et rentabilité.

le risque engendre, il accroît le transfert des informations et évite le déclin progressif des sociétés vers l'extinction.

Cependant il comporte également une dose d'ambiguïté. Janus économique, le risque peut pousser tout à la fois vers plus d'organisation et d'échanges mais tout aussi souvent vers le désordre et l'inactivité.

Dans les pays développés, c'est sa face souriante que l'on peut voir, c'est elle qui permet l'existence des institutions, qui récompense les audacieux ou qui excite les hésitants.

Mais c'est la face grimaçante que le risque montre dans les pays non développés. C'est elle qui fige les initiatives et qui fait fuir capitaux et entrepreneurs (vers les pays développés).

### **Le nouveau paradigme**

Selon Kuhn, un paradigme ne disparaît que par son remplacement. Ce qui amène ce changement, c'est d'une part que les énigmes se multiplient et deviennent des anomalies et, d'autre part, qu'un concept émerge sur lequel peuvent s'accorder les scientifiques<sup>1</sup>. Or le risque est en train de devenir incontournable. À force de l'examiner sous toutes ses facettes, la communauté économique finira par lui rendre justice<sup>2</sup>. Le nouveau paradigme s'imposera naturellement. Dans quelques années, et peut-être déjà aujourd'hui, dans les manuels, les apprentis économistes apprendront que nos sociétés sont fondées sur la recherche de profit et sur la gestion des risques<sup>3</sup>. Comme on peut le constater dans la note de bas de page, c'est déjà le programme des institutionnalistes dont North est le chef de file.

Pour les pays en développement<sup>4</sup>, le changement de perspective aura des conséquences bien plus radicales que pour les pays développés. Selon Sen<sup>5</sup>, il faudra repenser les systèmes politiques. Mais sans doute, il apparaîtra dans certains cas que la démocratie à l'occidentale n'est pas la plus efficace. De toutes les façons, cela permettra une analyse économique normative du système le plus adapté. De même, les structures économiques pourront être réformées de façon plus rationnelle et moins idéologique. Le rôle de l'État, les monopoles

---

1. Kuhn (1983).

2. Pour Demange et Laroque (2001), les questions liées à l'incertitude « ont fait l'objet d'un très grand nombre de travaux, particulièrement dans les trente dernières années, tant en finance qu'en économie. La prise en compte de l'incertitude a été abordée de façon relativement autonome dans les deux disciplines » (p. 6).

3. Selon North (2005), « l'incertitude n'est pas une condition exceptionnelle : c'est la condition sous-jacente qui est responsable de l'évolution de la structure de l'organisation humaine tout au long de l'histoire et de la préhistoire » (p. 32).

4. La typologie économique distingue généralement entre pays développés, pays émergents, pays en développement et pays les moins avancés. Cependant les indicateurs basés sur le revenu ne reflètent pas toujours la réalité et entraînent parfois des disparités entre pays de la même catégorie. Depuis les années 1990, de nouveaux indicateurs synthétiques, comme l'indicateur du développement humain (IDH) du PNUD, commencent à être diffusés et à servir de base aux comparaisons internationales. Une autre approche basée sur le niveau de risque paraîtrait séduisante pour notre thèse, mais serait certainement irréaliste compte tenu de la difficulté à comparer différents types de risque et différents environnements. Le choix que nous avons fait d'utiliser l'appellation quelque peu floue de pays en développement plutôt qu'une définition plus précise s'explique par notre conviction que nos observations et nos recommandations s'appliquent surtout à des pays en situation intermédiaire. À l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) il existe une autosélection des « pays en développement ». Ce sont les membres eux-mêmes qui annoncent la catégorie à laquelle ils appartiennent.

5. Sen (2000) fait le lien entre la liberté individuelle et le développement : la liberté facilite le développement économique et le développement réalise la liberté.

privés, le protectionnisme, les nationalisations et les privatisations, les banques, le crédit, les investissements étrangers et bien d'autres devront être revisités selon le nouveau paradigme.

### **La main gauche de Dieu**

Ni Gorgone ni Aphrodite, Janus, dans la mythologie grecque, avait deux visages, l'un tourné vers le passé et l'autre vers l'avenir. Cette métaphore est intéressante car le risque, lorsqu'il est néfaste, agit d'une façon très subtile : il ne détruit pas le futur, mais fige le présent dans la contemplation du passé. En effet, les agents des PED, pour se préserver du risque, sauvegardent l'avenir ; ils gardent des taux d'épargne élevés et investissent dans des pays et des actifs à faible risque. Le risque permet donc l'union entre le passé besogneux mais économe et le futur encore plein de promesses.

Non pas la main invisible d'Adam Smith qui, au moins, semble propice pour certains et fait secrètement le bien du plus grand nombre, le risque se présente universellement négatif mais, dans le temps, et de façon souterraine, il crée les bases pour un avenir meilleur.

Pour pouvoir rendre présent cet avenir, faire tomber les masques de Janus, réaliser ces promesses toujours renouvelées mais rarement accomplies, une nouvelle politique économique doit être mise en œuvre dans les PED. Leurs États doivent gérer les risques non par défaut mais par dessein. De même, dans les pays développés les États doivent encourager la prise de risque, de peur de voir s'étioler leurs économies et s'évanouir leurs prospérités.

### **Les apports**

Nous pensons que les apports sont à deux niveaux : le premier, théorique, offre un point de vue sur le paradigme en cours d'éclosion, le second, pratique, utilise ce substrat pour une solution pratique, immédiate et efficace pour dynamiser les économies des PED.

Le premier chapitre est presque totalement consacré à la mise en valeur du paradigme. Ce chapitre utilise des notions bien connues. Sa seule originalité est de les avoir disposées de façon à faire apparaître le paradigme déjà bien établi dans des disciplines voisines (la finance par exemple) ou dans certains projets comme celui des institutionnalistes, et à les mettre en œuvre pour analyser la situation des PED. La première section décrit trois théories de la décision en situation de risque. Celles-ci montrent que le paradigme antérieur (la recherche du profit permet d'atteindre l'optimum social) est inapplicable et même contre-productif dans les PED. Elles montrent également l'importance de l'échange de risque et, par suite, l'utilité voire l'absolue nécessité des institutions pour faciliter cet échange.

Parmi les différentes institutions nous avons choisi d'en traiter trois : l'État, les entreprises et le crédit. Ce dernier, beaucoup plus au cœur de notre thèse, est étudié plus

longuement au deuxième chapitre qui, en revanche, est plus original<sup>1</sup>. En utilisant le nouveau paradigme, nous reconsidérons des concepts, des organismes et des mécanismes liés au crédit. Plus précisément, c'est une autre définition de la monnaie et du crédit, une nouvelle analogie pour les banques, une politique monétaire sans monnaie nationale et une réforme du droit de la faillite qui sont proposées et défendues. Ces divers jugements et suggestions visent, en optimisant le circuit du crédit, à améliorer l'échange du risque entre agents. À la différence du premier chapitre dont la visée était théorique, celui-ci propose des solutions et de nouvelles approches de problèmes pratiques.

Mais la contribution la plus importante se trouve au dernier chapitre. Le Certificat hypothécaire a le potentiel de bouleverser les économies des PED (et peut-être celles des pays développés) tout comme l'avait fait, dans les pays d'Europe, l'invention du papier-monnaie au XVIII<sup>e</sup> siècle. L'idée en vérité est simple : il s'agit pour les propriétaires de biens immobiliers de participer, à faible risque, au risque global des banques commerciales. La difficulté consistait à trouver l'instrument juridique. La solution que nous avons adoptée est la conception d'un véhicule *sui generis* ayant de grandes ressemblances avec le cautionnement réel et lui empruntant sa solidité juridique. Nous l'avons nommé Certificat hypothécaire, afin de refléter à la fois l'existence d'un titre et sa nature de garantie hypothécaire. Pour bien faire, il aurait dû être appelé Dépôt de certificat hypothécaire puisqu'il n'a d'existence que s'il est déposé auprès d'une banque commerciale. La commodité l'a emporté sur la précision

Nous avons dans ce dernier chapitre étudié les aspects juridiques et administratifs du Certificat, la liaison avec les autorités monétaires, les considérations sectorielles et le cadre macroéconomique.

Avant d'aller plus loin, il convient d'avoir à l'esprit la puissance considérable de cette création. Prenons le cas libanais pour cet exercice. Sachant que le patrimoine immobilier au Liban représente 20 fois les crédits bancaires au secteur privé, 16 fois le PIB et 22 fois le montant maximum que la Banque mondiale peut accorder à un pays donné, si une partie modeste était mobilisée pour de nouveaux crédits au secteur privé et une portion de ceux-ci convertis en nouveaux investissements productifs, l'économie libanaise pourrait être totalement transformée. Dans le modèle utilisé au dernier chapitre, avec des hypothèses très conservatrices, le Certificat entraîne un doublement du PIB libanais en sept années.

---

1. Après avoir rédigé cette thèse, nous avons lu l'ouvrage impressionnant de Stiglitz et Greenwald (2005). Nous n'avons pu en extraire des éléments et les intégrer que sous forme de notes de bas de page. Mais il confirme notre thème central et un grand nombre de nos intuitions.

# **Chapitre 1**

## **Vers un nouveau paradigme :**

### **le risque structurant et civilisateur**

« ... et l'humanité n'a pas de rêve plus entêté ni plus ardent, tenter le hasard, obtenir tout de son caprice, être roi, être dieu ! »  
Émile Zola, *L'Argent*



# Introduction au chapitre 1

---

Le risque a été singulièrement absent de la théorie économique classique. On ne le trouve que de manière incidente chez les pères fondateurs : un accident de parcours ou une fatalité. Ainsi pour Cantillon (1730), les entrepreneurs achètent à un coût certain et revendent à un prix incertain. Ils assument des risques inhérents aux variations de la demande de produits. L'entrepreneur a un revenu incertain qui le distingue des autres membres de la société. Pour Adam Smith (1776), le risque des investissements productifs est plus grand que celui des placements financiers, ce qui explique que le taux de profit est généralement plus grand que le taux d'intérêt. De même, Ricardo (1821)<sup>1</sup> consacre un chapitre, « Des changements soudains dans les voies du commerce », aux accidents qui interviennent dans la marche habituelle des affaires. Ces accidents peuvent entraîner des crises, mais cet « état rétrograde est toujours un état anormal ». D'ailleurs, l'auteur n'utilise le terme de « risque » que huit fois dans tout son ouvrage.

L'école autrichienne fait toutefois exception à cette règle : Carl Menger dans le premier chapitre de son *Grundsätze* consacre un paragraphe à l'incertitude. Cet intérêt se renforce avec Böhm-Bawerk dont le travail est centré sur l'élément temps et l'incertitude qui y est associée<sup>2</sup>. Pour Mises (1949) également, « l'incertitude de l'avenir est déjà impliquée dans la notion même d'action<sup>3</sup> ». Les Autrichiens en tirent argument pour exprimer leur confiance dans le marché et l'ordre spontané qui en résulte.

Cette absence quasi totale doit-elle nous étonner ?

La civilisation occidentale a toujours entretenu un rapport ambigu avec le hasard et donc avec son corollaire le risque<sup>4</sup>. Étymologiquement, « risque » vient de l'italien « *risco* » signifiant écueil et, par extension, le risque que court une marchandise en mer (Cayatte, 2004)<sup>5</sup>, et « hasard » de l'arabe : « *al zahr* », qui signifie le dé. Il est intéressant de noter que le synonyme de hasard : aléa, signifie aussi dé, mais en latin. L'étymologie est cependant trompeuse. Le hasard, pas plus pour les Anciens que pour nous, ne se réduit à un innocent jeu d'enfant. Le hasard, comme l'indique la citation en tête de notre chapitre, est perçu comme

---

1. Ricardo (1821), p. 235.

2. Hicks et Weber (1973) et Borch, p. 61-74.

3. Mises (2004), p. 81.

4. On pourra lire avec beaucoup d'intérêt l'ouvrage de Bernstein (1998) qui brosse une histoire du risque depuis les Grecs jusqu'aux théoriciens du chaos et qui se termine dans un message en demi-teinte : « La probabilité nous est un "guide de vie", car, disait Locke, "où nous sommes concernés, Dieu ne propose que le Crépuscule, pour ainsi parler, de la Probabilité, approprié, je présume, à cet état de Médiocrité et de Probation où il Lui a plu de nous placer" » (p. 320).

5. À l'inverse, Pradier (2006) avance d'autres origines étymologiques, notamment l'arabe « *rizk* », signifiant la part que Dieu réserve à chaque homme (p. 9-10).

faiseur de rois, faiseur de dieux, il fait partie du Grand Dessein<sup>1</sup>.

Pour les Anciens, il s'agissait d'un signe de la volonté des dieux qu'il appartenait aux humains de décrypter. On lisait le futur dans les dés, dans le vol des oiseaux, dans les lignes du sable. Aujourd'hui encore, les diseurs de bonne aventure le trouvent dans les cartes. Et qui ne s'est laissé prendre à rechercher dans une « réussite » la confirmation de ses espoirs ou de ses craintes ?

L'ambiguïté a cependant une source beaucoup plus profonde que de vagues superstitions, et tient à la nature même du hasard. Est-elle épistémologique ou ontologique ? Est-ce par ignorance des lois et des événements que nous sommes surpris, ou parce que le futur nous est irrémédiablement caché ?

Le démon de Laplace pourrait-il connaître tout l'avenir ? Si l'Histoire, comme le dit Macbeth, n'est que le conte d'un idiot, plein de bruit et de fureur et qui ne signifie rien, alors quelle est la place de la Providence, du Grand Dessein divin ? Toutes ces interrogations nous renvoient à la liberté humaine, à l'existence de Dieu, au sens de notre vie.

L'économie, dont la vraie naissance date de la fin du XVIII<sup>e</sup> siècle, ne pouvait être que marquée par la philosophie dominante de l'époque. Le véritable hasard n'existe pas dans un monde téléologique. Jusqu'à l'époque scientifique, le but et la connaissance étaient divins, puis la « raison » assumait la définition du but final et de la connaissance parfaite. La période des pères fondateurs est à l'intersection de l'ère de la Providence bienveillante et de la Science toute-puissante.

C'est l'époque de Lavoisier, lui-même économiste et auteur du traité *De la richesse territoriale du Royaume de France* ; époque optimiste qui voit l'Europe triomphante et en expansion. La population européenne se multiplie, elle essaime sur tout le globe, rien ne semble arrêter son expansion.

Le système imaginé par les classiques est donc un prolongement de cette conception du monde ; il est d'une grande cohérence, simplicité et élégance. Les agents économiques sont rationnels et parfaitement informés. Ils sont totalement responsables de leur sort. Les écarts de réussite proviennent de choix inter-temporels différents : a-t-on suffisamment épargné, investi, s'est-on correctement assuré... Le seul rôle de l'État est de veiller à ce que les règles de jeu soient respectées. Dans ces conditions, une économie est une machine qui produit la plus grande utilité possible pour les agents. On n'est pas loin de Leibniz (1686) pour qui « Dieu fait tout de la manière la plus souhaitable ; et à mesure que l'on sera éclairé et informé, on sera disposé à trouver excellent et entièrement satisfaisant son ouvrage ». La

---

1. N'est-il pas troublant que, pour Darwin, c'est le hasard qui est à l'origine de l'évolution ?

« main invisible » d'Adam Smith en est une version profane, tout autant que le déterminisme historique de Marx.

Ce n'est qu'avec le <sup>xx</sup><sup>e</sup> siècle, les crises que connaît l'Occident, une certaine angoisse existentielle, que les économistes découvrent le risque. Les scientifiques et les philosophes en avaient déjà montré la voie.

En effet, avec l'avènement des sciences, le hasard était déjà devenu risque. Fermat et Pascal en trouvant les probabilités l'ont rendu appréhendable, presque compréhensible : si l'on ne peut pas prévoir exactement le futur, au moins peut-on identifier des récurrences ; on peut augmenter ses « chances ».

Les philosophes, quant à eux, se sont également intéressés au risque. Ainsi Hegel (1807), dans sa plus fameuse dialectique, celle du maître et de l'esclave, met le risque (de mort) au centre des rapports sociaux, des rapports de pouvoir. L'esclave accepte l'autorité du maître parce que ce dernier accepte de prendre un risque sur sa vie alors que lui-même s'y refuse. Pour Hobbes (1651), c'est le danger que représente l'homme pour l'homme qui justifie l'existence de l'État. Rosanvallon (1990) va plus loin et considère que pour Hobbes et Locke l'État est un « système général de réduction d'incertitude ».

La reconnaissance du risque par la science économique a été, en revanche, longtemps, timide<sup>1</sup>. Ainsi, dans des ouvrages pourtant récents de Michèle de Mourgues (2000) ou de Krugman et Obstfeld (1994), le risque occupe encore une place réduite ; dans le modèle de développement de Romer (1986, 1990), les paramètres n'incluent pas les changements du risque perçu ou l'attrait pour le risque. Plus généralement, dans les manuels d'économie, ouvrages qui façonnent la pensée dominante, le risque est rarement évoqué et très exceptionnellement traité. Enfin, dans les livres de vulgarisation le risque est souvent inconnu<sup>2</sup>.

Frank Knight est sans doute le père de l'introduction du risque dans la théorie économique moderne. Dans son ouvrage de 1921, *Uncertainty, Risk and Profit*, il s'interroge sur le profit réalisé par les entrepreneurs. Est-ce une simple rémunération du capital ; l'exploitation des salariés ; l'abus d'une position dominante ? Pour Knight, le profit est essentiellement la contrepartie du risque qui est pris par l'entrepreneur. Ce faisant, il introduit une distinction qui aura une très grande prospérité. Le risque peut être réparti entre le risque probabilisable, tel le risque d'incendie ou d'accident de la route, et le risque non probabilisable, tel le changement de technologie ou la découverte de nouvelles ressources. Il

---

1. Dans l'ouvrage déjà cité de Stiglitz et Greenwald (2005), dont le sous-titre est « Un nouveau paradigme », les auteurs font du risque de crédit le centre de leur démonstration et mentionnent celui-ci plus d'une centaine de fois.

2. Par exemple, dans *Brève histoire de la pensée économique d'Aristote à nos jours* de Valier (2005) où, dans l'index thématique, le mot risque ne figure pas alors que profit est mentionné dans 27 occasions. Il est vrai que l'auteur a une sensibilité marxiste.

nomme le premier, « risque », et le second « incertitude ». Le premier est assurable, le second ne l'est pas. Le premier ne justifierait pas le profit de l'entrepreneur, le second en est la cause. Dans la suite de notre étude, nous utiliserons indifféremment risque ou incertitude pour ces deux acceptions<sup>1</sup>. Le risque, chez Knight, n'a pas nécessairement un aspect négatif. De fait, le profit qui lui est associé est une incitation à entreprendre. On peut rapprocher cette conception de celle de Schumpeter sur l'innovation. L'innovateur prend un risque en expérimentant une nouvelle méthode, un nouveau concept ; s'il échoue il perd, mais s'il réussit le profit justifie le risque pris.

Peu après Knight, Keynes s'est lui aussi intéressé au risque : pour preuve, l'article du *Quarterly Journal of Economics* de février 1937, dont le thème principal est l'anticipation en contexte d'incertitude. Comme Hayek, cette préoccupation le rend très méfiant à l'égard de la théorie classique et lui arrache cet élan à la Zola : « J'accuse la théorie économique classique d'être elle-même l'une de ces techniques polies et délicates qui essaient de traiter avec le présent en faisant abstraction du fait que nous connaissons très peu de choses à propos du futur. »

Aujourd'hui le risque est en passe de tout envahir. Ainsi, un courant de recherche important, associé principalement aux noms de Debreu, Arrow et Stigler, a essayé dès les années 1960 de concilier l'analyse néoclassique avec l'incertitude. North, vingt ans plus tard, a donné aux institutions le rôle central pour répondre à « l'ambiguïté et à l'incertitude » et permettre le développement. De même, dans certains métiers comme la banque, le risque semble être devenu la seule variable de gestion : l'accord de Bâle 2, nouvelle norme organisatrice des banques, est totalement fondé sur sa mesure, sa gestion et son contrôle. Depuis Ulrich Beck (1986), les sociologues placent le risque au centre de l'avènement d'une nouvelle société (post-moderne ou post-industrielle<sup>2</sup>). D'une certaine façon nous sommes tous devenus des « cyndiniques<sup>3</sup> » et pour paraphraser quelque peu, en découvrant le risque, notre société n'a pas abordé un archipel, mais réalise qu'il s'agit d'un continent dans lequel elle vit<sup>4</sup>.

---

1. À vrai dire, la distinction n'est pas aussi absolue que l'énoncent les commentateurs. Elle n'apparaît qu'à la page 233 de son ouvrage de la façon suivante : « Nous pouvons aussi employer les termes de probabilité "objective" et "subjective" pour désigner respectivement le risque et l'incertitude. » Avant cela, Knight utilise les deux termes dans un sens presque équivalent. Dans son *Introduction à l'économie de l'incertitude*, Cayatte (2004) affirme que, « en réalité, la pensée de Knight n'est pas aussi claire qu'on pourrait le souhaiter. Le risque selon lui semble se référer à des probabilités objectives, c'est-à-dire à des fréquences relatives » (p. 27). Comme nous le verrons par la suite, l'impossibilité d'isoler au niveau opérationnel entre risque objectif et risque subjectif, entre conséquence objective et conséquence subjective, le fait qu'ils soient tous assurables, pourvu que l'on trouve une contrepartie, ne justifie pas que l'on maintienne la distinction.

2. Pour Beck, la modernisation engendre un accroissement de risques inconnus. Cet état donne lieu à une nouvelle répartition fondée sur les risques et non sur les revenus. « Comment les risques et les menaces qui sont systématiquement produits au cours du processus de modernisation avancée peuvent-ils être supprimés, diminués, dramatisés, canalisés, [...], de sorte qu'ils ne gênent pas le processus de modernisation... » (p. 36).

3. Ce terme vient de l'ouvrage *L'Archipel du danger* (Kervern 1999) et signifie « scientifique du risque ».

4. Parlant des comportements en incertitude, Bienaymé (2006) affirme : « Mais c'est d'une remise en cause bien plus radicale qu'il s'agit depuis plusieurs décennies. À tel point que l'un de ses principaux promoteurs considère que la science économique est en train de changer de paradigme (Stiglitz, 2002) »; (p. 60).

Ce n'est pas seulement dans le futur que le risque est inscrit dans l'histoire ; nous vivons avec lui depuis les temps immémoriaux sans nous douter de son œuvre. Dans son remarquable ouvrage, *La Société de la confiance*<sup>1</sup> – somme de toutes ses recherches –, Alain Peyrefitte exprime une idée semblable : que c'est l'état de la confiance qui explique les évolutions divergentes de l'Europe du nord et de l'Europe du sud ; de l'Europe et du reste du monde<sup>2</sup>. Or la confiance n'est autre que le produit de l'aversion au risque et du risque perçu. C'est exactement dans cette perspective que se place notre thèse.

Et c'est à double titre que nous nous inscrivons dans cette idée. Plus qu'un risque particulier, à l'instar de Beck ou des critiques de la modernité, plus qu'une technique de prévision, ce qui compte surtout c'est la perception du risque, ce sont nos actions induites par cette perception, en fait la seule réalité aujourd'hui. L'événement probable n'existe pas encore, seules la perception et notre action existent. La confiance est donc la véritable clé pour l'action et non pas l'événement tel qu'il se produira, peut-être, par la suite. Par ailleurs, la confiance, à l'époque où elle s'est manifestée, est l'explication pour ce qui s'est produit, le différenciateur entre les nations qui réussissent et celles qui stagnent.

Je me permettrai ici une digression paradoxale. Il est vraisemblable qu'on peut établir une correspondance entre l'attrait pour le jeu de certaines communautés, de certains peuples, et leurs succès économiques. Le succès chinois pourrait être ainsi signalé par l'attrait des Chinois pour les jeux de hasard. Ce ne sont probablement pas les effets distributifs des profits des casinos, mais plutôt la plus grande tolérance pour le risque des Chinois qui les entraîne à la fois vers les casinos et vers les investissements productifs.

Ainsi, si l'on résume à grands traits l'histoire du risque, nous aurions trois temps. Celui des magiciens et celui des techniciens sont achevés. Nous sommes aujourd'hui dans celui des sociologues.

Ce premier chapitre comportera quatre sections. Dans la première nous exposerons des théories de la décision en situation d'incertitude. Comme nous l'avons dit plus haut, ce qui compte ce n'est pas l'événement incertain, mais la perception de cette incertitude et la décision qui en résulte. Ces théories nous serviront par la suite de trousse à outils et les conclusions qu'on peut en tirer justifieront notre démarche. Dans la deuxième section, nous montrerons les liens entre le risque et la richesse nationale, comment celui-là détermine celle-ci, son niveau, sa répartition et son allocation. Dans la troisième section, nous verrons

---

1. Peyrefitte (1995).

2. Selon Peyrefitte (1995), « en quarante ans d'observations, l'attitude de confiance – ou de défiance – en la personne nous est apparue, sous des formes très diverses, comme la quintessence des conduites culturelles, religieuses, sociales et politiques qui exercent une influence décisive sur le développement » (p. 15).

comment les agents améliorent leur position en échangeant, entre eux, les risques. Enfin la dernière section sera consacrée à certaines institutions permettant l'échange de risques.

# Section 1 : Théories de la décision en situation de risque

---

Avant d'aborder les théories de la décision ou plutôt les méthodes, il est nécessaire d'évoquer les notions développées par Herbert Simon (1996). Celui-ci constate que l'individu ne prend pas sa décision simplement en fonction de l'environnement externe, par optimisation. Il distingue entre la rationalité substantive, celle qui est seule prise en compte dans la théorie de la décision des néoclassiques, et la rationalité procédurale qui dépend également des capacités cognitives et procédurales de l'individu<sup>1</sup>.

Ainsi, pour décider, l'individu utiliserait un ensemble de routines et de procédures qui ont fait leurs preuves dans le passé. Les erreurs commises sont ensuite introduites dans le système heuristique pour servir dans les prochaines décisions (Simon, 1996).

Pour mémoire, les ordinateurs ont commencé à battre les meilleurs joueurs d'échecs à partir du moment où il y avait, avant calcul, une sélection des coups adverses les plus habituels. Contrairement à une idée répandue, les ordinateurs d'échecs ne calculent pas tous les coups jusqu'à une certaine profondeur, mais font, à partir de situations semblables, une présélection des coups acceptables, qu'ils étudient. *A fortiori* donc, l'être humain, qui a des capacités de représentation élevées et de calcul faibles.

L'approche de Simon éclaire les théories que nous allons présenter ci-dessous. La décision y est bien moins le fruit d'une connaissance parfaite que d'une représentation du monde établie sur l'expérience antérieure (probabilité fondée sur des observations antérieures) et peut-être des données religieuses, culturelles ou autres. Elle en accroît aussi la portée, parce que la dépendance de sentier n'est pas seulement matérielle mais aussi cognitive.

Parmi les théories de la décision, nous en avons choisi trois qui couvrent la plus grande partie de la connaissance en la matière : la théorie de l'utilité espérée, la théorie des jeux et la théorie du portefeuille. Ce choix s'imposait d'autant plus que ces théories délimitent bien les bases de notre raisonnement :

- du fait du risque propre aux PED les agents locaux s'abstiennent d'investir. Pour qu'ils le fassent, il faudrait que de solides institutions réduisent le risque de contracter. S'ils le faisaient, leur rentabilité agrégée s'en trouverait augmentée ;
- on a dans ces trois propositions à la fois l'essence des trois théories, la tragédie des

---

1. North (1990) justifie également l'existence des institutions par la rationalité procédurale (p. 108).

PED et l'enjeu principal de notre thèse ;

- pour autant, notre objectif ne va pas au-delà d'une description sommaire. Il en résulte une certaine insuffisance dans le détail, l'absence de recherche approfondie et l'inexistence des dernières avancées théoriques<sup>1</sup>.

## 1. La théorie de l'utilité espérée

Commençons notre inventaire des théories du risque par la plus canonique : la théorie de l'utilité espérée. La découverte par Fermat et Pascal de la probabilité et de l'espérance mathématique avait permis une rationalisation de certains choix, mais ne rendait pas compte de certains comportements. C'est à Bernoulli (1738) que revient le mérite d'avoir découvert l'« utilité espérée » à partir du paradoxe de Saint-Petersbourg.

### Le paradoxe de Saint-Petersbourg

Soit le jeu qui consiste à lancer une pièce de monnaie jusqu'à ce que « face » apparaisse. Le gain du joueur sera de  $(2^n)$  euros,  $(n)$  étant le nombre de lancers nécessaires pour terminer le jeu. Ainsi, si « face » est apparue en trois lancers, le gain est de 8 euros. À chaque événement  $(n)$  lancers, on peut associer un gain  $(2^n)$  et une probabilité  $(1/2^n)$ . L'espérance mathématique de gain sera donc :

$$n \rightarrow +\infty$$

$$\sum (2^n) \times (1/2^n) = +\infty$$

$$i = 1$$

L'espérance mathématique étant infiniment grande, un individu rationnel devrait accepter de payer une somme très importante pour y participer, or il ne se trouvera personne pour le faire. Sur une suggestion de Cramer, que le profit avait une utilité marginale décroissante, Bernoulli conçut la théorie de l'utilité espérée (désormais UE). L'« utilité » de la participation à une loterie n'est pas égale à l'« utilité » de l'espérance mathématique des gains de la loterie, mais à l'espérance des utilités provoquées par les gains.

---

1. Nous avons procédé, spécialement avec la théorie de l'utilité espérée, comme si l'agent était face à une loterie. Bienaimé (2006), parlant de l'Europe, affirme de façon identique : « ... l'individu se comporte comme devant une loterie : il pondère les gains qu'il convoite par leurs probabilités respectives. Lorsqu'il lui faut décider sans le secours des probabilités (objectives) son tempérament dicte son attitude » (p. 415).

Explicitons avec l'exemple suivant :

**Tableau 1 : Fonction d'utilité**

Gain	0	500	1 000
Utilité	0	2	3

**Tableau 2 : Loterie**

Gain	0	1 000
Probabilité	0,5	0,5

On voit que l'utilité de l'espérance est égale à 2, alors que l'espérance des utilités est de 1,5. L'écart positif entre  $U(E)$  et  $E(U)$  caractérise l'aversion pour le risque et il provient bien de la décroissance de l'utilité marginale du gain.

Plus précisément, Bernoulli fait l'hypothèse que l'utilité du gain correspond à une fonction logarithmique avec une utilité marginale décroissante.

Nous allons tout d'abord mettre en valeur trois notions auxquelles nous ferons appel dans les développements ultérieurs.

L'équivalent certain est la conséquence dont l'utilité est égale à l'utilité espérée d'une loterie. C'est le montant qu'on accepte de recevoir, ou que l'on est prêt à payer pour ne pas participer à une loterie.

Le retentissement est l'effet que génère un événement sur un individu.

La probabilité subjective est la perception du risque par opposition à la probabilité objective.

Les deux dernières notions sont souvent des sensations non mesurées, et ce n'est que rarement que l'on recourt à un calcul précis. Pour reprendre une terminologie de Bergson (1927), ce sont des sensations affectives et non représentatives<sup>1</sup> dans lesquelles l'intensité ne peut être mesurée qu'en assimilant les causes aux effets (c'est un peu la même démarche avec la théorie des préférences révélées). De plus, elles sont parfois interdépendantes. La sensation de l'une colore l'autre pour la rendre plus séduisante ou plus périlleuse. Ainsi, parfois certains croient inévitable un danger, pourtant fort peu probable, mais dont les conséquences seraient terribles. Enfin ces sensations sont influencées par les sensations des autres agents économiques. Comme on sait, la peur, l'optimisme et les émotions en général sont contagieux<sup>2</sup>.

---

1. Bergson (1927), p. 29.

2. Les économistes utilisent pour ces phénomènes le concept de « cascade informationnelle » introduit par Bikhchandani *et al.* (1992).

La théorie de l'utilité espérée a eu de nombreuses applications, principalement dans les assurances ou la gestion de portefeuille. Nous allons en donner un exemple tiré de la pratique des banques.

Prenons une petite banque, au capital de 10 millions d'euros, générant des profits annuels d'un million d'euros. Supposons que cette banque dispose d'un système informatique ayant une probabilité de défaillance de 5 % par an. Si l'acquisition d'un système de secours ne lui coûte que 100 000 euros par an, alors que le coût d'une défaillance est d'un million d'euros, la banque fera certainement l'acquisition de ce système de secours.

En l'occurrence, la perception est de 5 %. Le retentissement est sans doute supérieur à un million d'euros et englobe une perte de réputation, des explications à donner à la Commission bancaire et vraisemblablement le licenciement du responsable informatique. Quant à l'équivalent certain, il doit être supérieur à 100 000 euros par an.

Essayons maintenant en simulant quelques expériences d'imaginer un modèle de comportement face au risque.

### *Expérience 1 : L'équivalent certain et l'espérance*

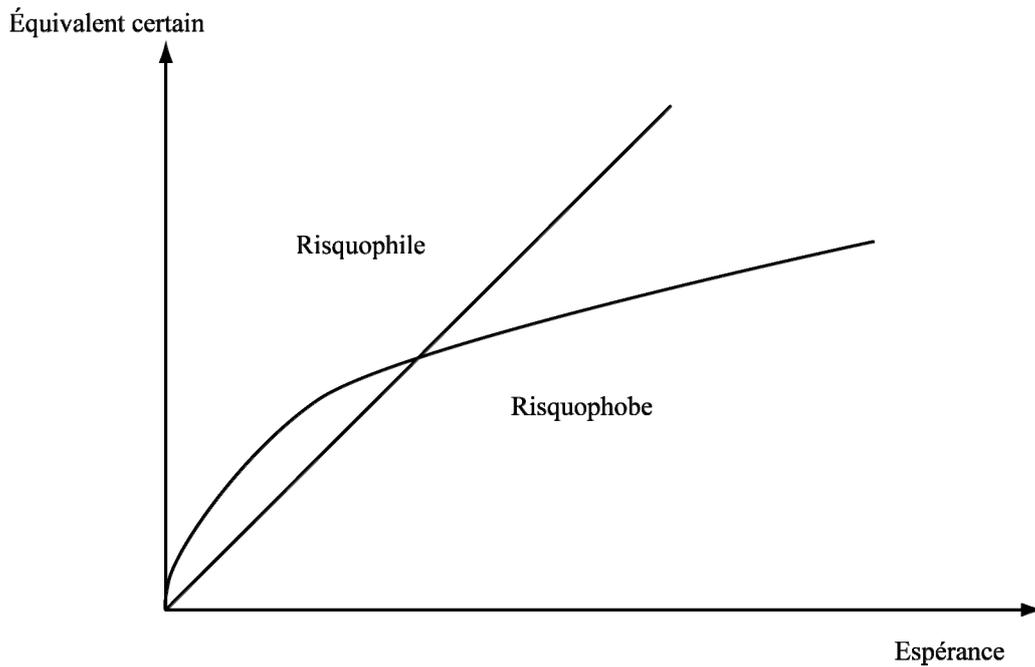
L'individu test doit décider s'il participe à différentes loteries. Chacune d'entre elles comporte deux issues dont les probabilités sont égales. L'opérateur doit déterminer quel montant minimum (l'équivalent certain) l'individu accepterait pour ne pas participer à la loterie. Supposons que le résultat soit le suivant :

**Tableau 3 : Équivalent certain et espérance (a)**

	<b>Loterie (1)</b>	<b>Loterie (2)</b>	<b>Loterie (3)</b>
<b>Issue (1)</b>	0 €	0 €	0 €
<b>Issue (2)</b>	100 €	1 000 €	10 000 €
<b>Équivalent certain</b>	60 €	400 €	3 000 €

On en déduira que l'aversion au risque augmente avec le montant de l'enjeu. Si l'individu a assez de patience et de bonne volonté pour répondre à un grand nombre de questions, on aura probablement une courbe aplatie montrant tout d'abord une préférence et ensuite une aversion pour le risque.

### Graphique 1 : Préférence et aversion pour le risque



On pourra toutefois avoir des aberrations locales. Si l'individu rêve d'avoir une voiture et que le prix de celle-ci est de 30 000 euros, on pourra avoir :

**Tableau 4 : Équivalent certain et espérance (b)**

	Loterie (1)	Loterie (2)	Loterie (3)	Loterie (4)
<b>Issue (1)</b>	0 €	0 €	0 €	0 €
<b>Issue (2)</b>	20 000 €	30 000 €	50 000 €	70 000 €
<b>Équivalent certain</b>	8 000 €	17 000 €	30 000 €	30 000 €

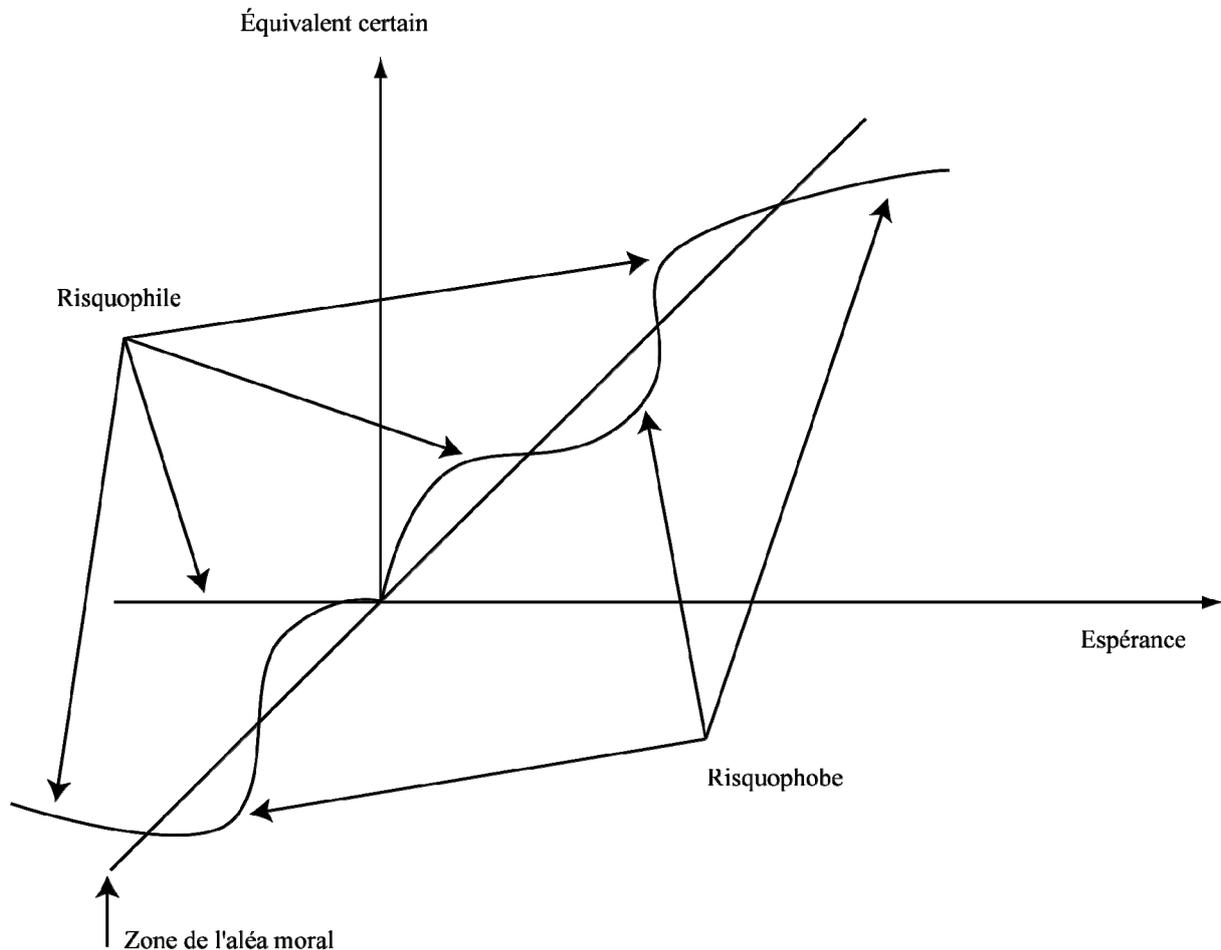
Cette supposition se rapproche de la fameuse double inflexion de la fonction d'utilité de Friedman et Savage (1948). Pour compléter la courbe, simulons le même test en situation de perte. L'individu peut gagner un montant ou participer à une loterie qui a une probabilité de 50 % de perte. Le test pourrait donner :

**Tableau 5 : Équivalent certain et espérance (c)**

	Loterie (1)	Loterie (2)	Loterie (3)	Loterie (4)	Loterie (5)
<b>Issue (1)</b>	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
<b>Issue (2)</b>	-100 €	-1 000 €	-10 000 €	-100 000 €	-1 000 000 €
<b>Équivalent certain</b>	-40 €	-500 €	-6 000 €	-60 000 €	-300 000 €

La courbe totale ressemblerait à ceci :

**Graphique 2 : Préférence et aversion pour le risque en situation de profit et de perte**



On peut aussi évaluer l'aversion au risque relativement à la fortune. On demande à plusieurs individus ayant des fortunes différentes quel montant ils accepteraient pour renoncer à une loterie. Il y a fort à parier que l'équivalent certain augmentera avec l'état de la fortune.

Ainsi, pour reprendre une autre version du paradoxe de Saint-Petersbourg, un mendiant accepterait de vendre à 100 roubles un billet de loterie ayant une chance sur deux de gagner mille roubles.

### ***Expérience 2 : Équivalent certain et probabilité***

Pour comprendre la perception du risque, on pourrait simuler à nouveau l'expérience (1) en faisant varier la probabilité et en gardant fixe le gain. Et on aura peut-être :

**Tableau 6 : Équivalent certain et probabilité**

	<b>Loterie (1)</b>	<b>Loterie (2)</b>	<b>Loterie (3)</b>
<b>Issue (1)</b>	0 € ; 50 %	0 € ; 10 %	0 ; 1 %
<b>Issue (2)</b>	100 000 € ; 50 %	100 000 € ; 90 %	100 000 € ; 99 %
<b>Équivalent certain</b>	30 000 €	70 000 €	100 000 €

L'expérience serait conforme à ce qui est constaté sur les marchés financiers, à savoir que les agents économiques ont tendance à sur-pondérer les probabilités élevées et à sous-pondérer les probabilités faibles.

L'utilité espérée (UE) a été redécouverte au XX<sup>e</sup> siècle avec les travaux de Von Neumann et Morgenstern (1944), Savage et Friedman, pour n'en citer que quelques-uns. Le modèle le plus connu est celui de Von Neumann et Morgenstern (VNM). Il s'agit d'un modèle normatif qui stipule ce qu'un décideur normal devrait faire. VNM comporte un certain nombre d'axiomes :

- un ordre de préférences complet et transitif ;
- l'indépendance : deux actes différents n'ont pas la même conséquence ;
- l'ordre des préférences est continu.

Clairement, le modèle n'est pas généralisable à tous les cas de risque et les axiomes ont été infirmés, notamment par Allais (1953).

Le modèle présume aussi une connaissance du risque et une capacité de le calculer qui sont généralement absentes, comme le montre le paradoxe d'Ellsberg. L'expérience décrite par Raiffa (1961) consiste à répondre à deux questions :

- Question 1 : Vous devez tirer une boule dans une urne qui contient 50 boules rouges et 50 boules noires. Vous devez nommer une couleur. Si vous devinez la couleur de la boule tirée, vous obtenez 100. Sinon, vous n'obtenez rien. Quel montant seriez-vous prêt à payer pour participer à ce jeu ?
- Question 2 : Le jeu est identique, sauf que vous ignorez la proportion de boules noires et de boules rouges.

En moyenne, les individus testés ont répondu 40 \$ à la première question et 10 \$ à la seconde. La conclusion d'Ellsberg est que les individus tendent à être plus risquophobes lorsqu'ils ne comprennent pas le niveau de risque ou ont du mal à le calculer.

On se rend compte des difficultés de généraliser des observations ou des intuitions à des individus différents. En outre, chaque individu pourra, dans des contextes légèrement différents, agir différemment. La règle « toutes choses égales par ailleurs » est à appliquer strictement pour pouvoir obtenir des résultats cohérents. Les aberrations locales que nous avons notées plus haut (la voiture de 30 000 euros espérée) reflètent un contexte différent. La

seule certitude est que l'individu face au risque bâtit un certain nombre de scénarios, des « états du monde » et qu'il décide sur un « *gut feeling* ».

### ***La théorie des prospects***

Kahneman et Tversky (1979), qui ont vu leurs travaux couronnés par un prix Nobel en 2002, ont suggéré la construction d'un modèle alternatif allant au-delà de UE et le contredisant partiellement.

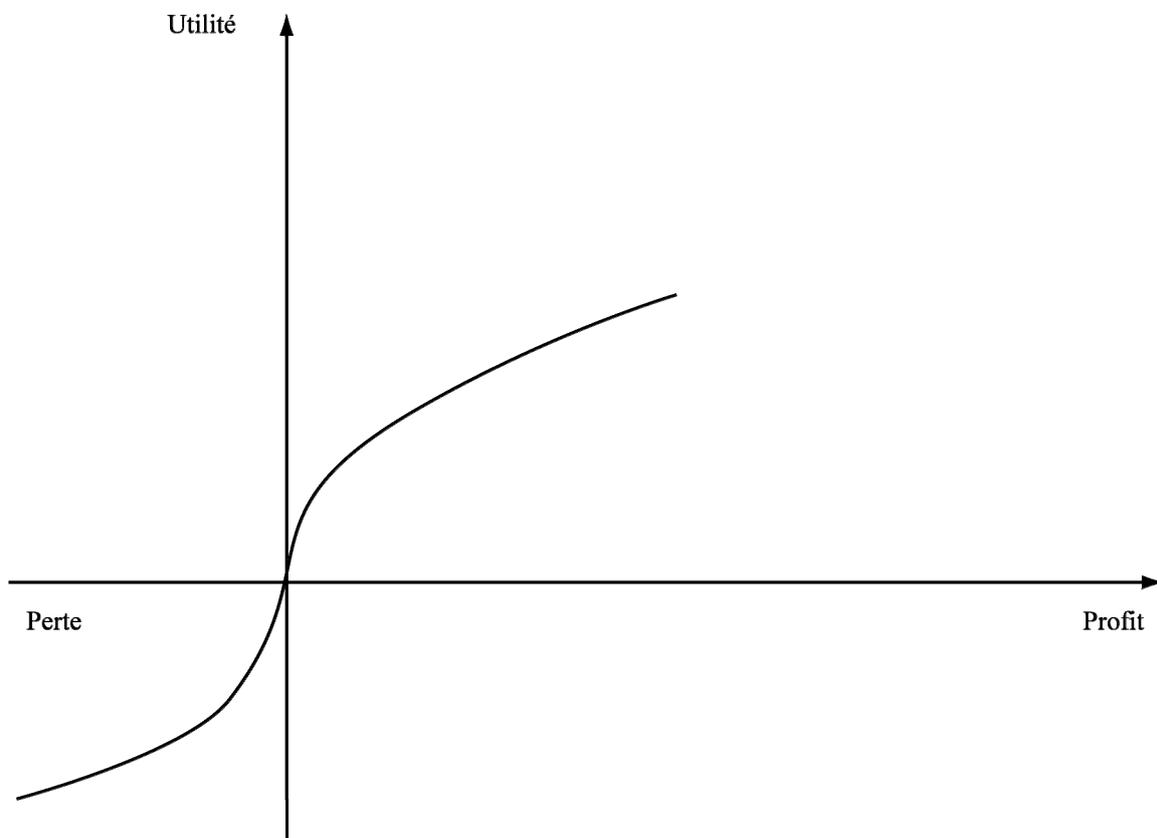
Alors que UE est axiomatique, la théorie des prospects (TP) est descriptive. Elle est née par induction à partir d'observations empiriques.

On peut dégager trois différences par rapport à UE.

Dans TP, l'individu s'intéresse aux variations de sa richesse par rapport à un niveau de référence et non pas aux niveaux absolus. Ce point de référence peut être le niveau actuel de richesse de l'individu, et peut aussi être un niveau désiré. Seuls les résultats qui dépassent le niveau de référence sont codés comme des gains.

La deuxième différence concerne la fonction de valeur. Elle a la forme suivante :

### **Graphique 3 : Préférence et aversion pour le risque dans la théorie des prospects**



Outre le fait qu'elle est exprimée en variations de richesse, cette fonction est en forme de (S) : concave en cas de gains et convexe en cas de pertes. Elle est déformée près de zéro, plus raide. Cela signifie, contrairement à notre schéma 2, que les individus sont plus risquophobes pour les faibles pertes que nous n'en avons l'intuition.

Troisièmement, la fonction de pondération des différents choix (*decision weight function*) transforme les probabilités d'occurrence d'événements, donnant plus de poids aux probabilités faibles et moins de poids aux probabilités plus fortes.

La « prospect theory » apparaît conforme aux constatations selon lesquelles les individus choisissent différemment en fonction de la présentation d'un problème. Le fait que la fonction de pondération surestime les probabilités faibles et sous-estime les plus fortes peut aussi expliquer le paradoxe d'Allais. Elle permet également de comprendre plusieurs régularités, qui sont des anomalies dans la théorie économique classique.

### ***Quels enseignements tirer de UE ?***

Il est certain qu'il est impossible d'anticiper avec certitude le comportement d'un individu, pas plus que d'annoncer quelle décision serait la plus rationnelle. Néanmoins, un groupe d'individus se comportera suivant un certain *pattern* qu'il est possible de prévoir. En sus d'être normative et descriptive, UE peut donc être également prescriptive au niveau de la société<sup>1</sup>, en désignant les règles sociales les plus efficaces.

UE met l'individu face à lui-même : quel risque est-il prêt à prendre compte tenu de sa situation personnelle. Comment profiter au maximum d'un profit aléatoire, ou subir au minimum une perte possible ? Peut-on collaborer avec d'autres pour tirer parti de situations ou d'attitudes différentes ?

## **2. La théorie des jeux**

Le champ d'application de la théorie des jeux est vaste et englobe la microéconomie, tout particulièrement les modèles de concurrence, mais également des domaines aussi variés que la négociation internationale, la sociologie et même les relations de couple.

C'est au XIX<sup>e</sup> siècle qu'a émergé l'ancêtre de la théorie des jeux : l'étude des oligopoles. Les trois apports les plus marquants sont ceux de Cournot, de Bertrand et de Stackelberg. Quant à la théorie des jeux moderne, elle a vu le jour grâce au travail de Von Neumann et Morgenstern (1944), qui ont voulu critiquer le modèle néoclassique de

---

1. Les économistes ont été partagés sur la question : Allais, notamment, pensait que UE était principalement normative, alors que Savage et généralement les économistes américains lui prêtaient des caractéristiques descriptives.

concurrence pure et parfaite.

Après la réflexion de Von Neumann et Morgenstern, un autre apport très intéressant s'est rajouté à la littérature de la théorie des jeux. Il s'agit du travail de Nash, qui se caractérise par un équilibre qui porte son nom. Nash a généralisé les équilibres de Cournot et de Stackelberg et étudié les combinaisons de stratégies, une par joueur, où les joueurs ne regrettent pas leurs choix après la constatation des choix des autres joueurs. Le résultat de cet équilibre est que chaque firme vend moins de biens que dans le cas de concurrence pure et parfaite, et le prix fixé est plus élevé. Si, pour le grand public, la théorie des jeux est surtout connue par le dilemme du prisonnier<sup>1</sup>, les spécialistes ont, pour leur part, établi une taxinomie très précise qui permet de déterminer des méthodes pour résoudre différents cas<sup>2</sup>.

### *L'économie des conventions et la théorie des jeux*

L'économie des conventions est apparue au milieu des années 1980, sous l'impulsion de la réflexion sur les formes d'organisation du travail, les comportements sur les marchés financiers et les normes qui régissent les relations entre les entreprises. Selon Favereau (1989), les chercheurs de cette économie proposent « des modifications structurelles remettant en cause des hypothèses parfois restées implicites auparavant<sup>3</sup> » et proposent l'élaboration ou la réélaboration de concepts étrangers au cadre néoclassique.

Les chercheurs se fixent pour objectif de construire un cadre d'analyse en partie original, sans mettre en cause l'économie de marché. Les économistes des conventions reprochent aux néoclassiques de ne pas accorder assez de place aux institutions, et d'en accorder une trop grande à la rationalité individuelle.

L'hypothèse de base de l'économie des conventions porte sur l'accord entre les individus, qui n'est pas possible sans un cadre commun ou une convention constitutive, même s'il se limite à un contrat d'échange marchand. Ainsi, une convention peut être définie comme un système d'attentes réciproques sur les compétences et les comportements. L'organisation

---

1. Le dilemme du prisonnier : en 1950, Melvin Dresher et Merrill Flood découvrent le dilemme du prisonnier, une situation montrant la difficulté de la coopération malgré ses avantages. L'énoncé de ce problème est simple. Deux complices sont arrêtés et enfermés dans des cellules séparées, la police fait à chacun les propositions suivantes : s'il avoue et que son complice avoue, ils sont tous deux condamnés à trois ans de prison ; s'il avoue et que son complice n'avoue pas, il est condamné à un an de prison et son complice à cinq ans. En revanche, si aucun n'avoue, ils seront tous deux libérés. Parmi les deux tactiques : avouer ou ne pas avouer, celle qui minimise la perte potentielle de chacun des voleurs est d'avouer ; elle « domine » donc celle qui consiste à ne pas avouer et les deux voleurs, à cause de l'incertitude « stratégique », avoueront et seront condamnés à trois ans de prison.

2. Les catégories les plus ordinaires sont : (i) les jeux à somme nulle, où la somme des gains des joueurs est constante quelles que soient les tactiques employées. Les échecs ou le poker sont des jeux à somme nulle ; (ii) les jeux à somme non nulle, où tout gain d'un joueur ne traduit pas nécessairement une perte pour l'autre. Le dilemme du prisonnier est un jeu à somme non nulle car certaines issues sont profitables pour tous, ou dommageables pour tous. Le management, fêru d'anglicismes, appelle cela les *win-win* situations ; (iii) les jeux coopératifs, qui regroupent toutes les situations où chaque intervenant peut communiquer librement avec tous les autres. Notamment, les joueurs sont libres de négocier pour influencer des décisions ; (iv) les jeux en information complète où toute l'information pertinente pour le jeu est observable par tous. Les échecs sont en information complète, le poker non. Les jeux répétés sont des jeux à plusieurs coups : les stratégies des joueurs sont des listes d'instruction. Dans cette catégorie, il faut distinguer les jeux répétés indéfiniment, les jeux finis et les super-jeux.

3. Favereau (1989), p. 51.

sociale se dote d'une référence commune et produit une représentation collective qui fonde les anticipations individuelles. À la différence d'un contrat, où chaque point est explicité, les comportements attendus n'ont pas besoin d'être connus à l'avance, écrits et ordonnés pour être obtenus dans le cas d'une convention. Celle-ci apporte une solution au problème de coordination des décisions entre agents.

Selon Lewis (1969), le concept de convention trouve son intérêt en présence de problèmes de coordination. Voici un exemple dans le contexte de la théorie des jeux non-coopératifs :

**Tableau 7 : Jeux non-coopératifs**

Bernard	Albert	
	(A)	(B)
(A)	(1, 1)	(0, 0)
(B)	(0, 0)	(1, 1)

Source : Boyer et Orléan (1994), p. 219.

Dans un jeu comme celui-ci, il n'existe pas de conflit d'intérêts entre les joueurs. Les deux joueurs préfèrent identiquement les situations (A, A) ou (B, B), mais ils ne peuvent communiquer pour s'accorder sur un même comportement (A) ou (B). En l'absence de coordination, la multiplicité des solutions ne permet pas aux agents de résoudre l'indétermination entre ces deux équilibres de Nash. En d'autres termes, fondée sur l'hypothèse de rationalité, la régression à l'infini des anticipations croisées n'apporte pas de solution au problème. C'est l'existence d'une *convention*, c'est-à-dire « une régularité de comportement à laquelle tous les membres d'une collectivité adhèrent, et qui spécifie la conduite à suivre dans une certaine situation récurrente<sup>1</sup> » qui permet de résoudre l'indétermination.

L'utilité d'une convention est croissante avec le nombre d'agents qui l'adoptent. De là, les gains liés à la conformité des stratégies l'emportent généralement sur les préférences individuelles.

La perspective de la théorie des jeux est celle de l'individu en société. Elle met en lumière la nécessité des conventions ou des institutions pour se rapprocher de l'optimum social.

---

1. Schotter (1981), p. 9.

### 3. La théorie moderne du portefeuille

Le développement de la théorie moderne du portefeuille a commencé dans les milieux académiques, avant de se propager rapidement vers les milieux professionnels. La recherche sur ce sujet commença avec un article de Markowitz (1952). L'idée porte sur la diversification des risques. Pour Markowitz, l'investisseur optimise ses placements en tenant compte, non seulement de la rentabilité attendue de son portefeuille, mais aussi du risque défini par la variance de sa rentabilité.

À l'époque où Markowitz publiait ses premiers travaux, une autre théorie apparaissait. Elle portait sur les marchés efficients et stipulait qu'à tout moment, toute l'information disponible était incorporée dans les cours boursiers. Par suite, les cours sur les marchés financiers varient au gré de l'arrivée de nouvelles informations qui, par nature, sont imprévisibles. Aucun investisseur (sauf s'il dispose de renseignements privilégiés) ne peut mettre en œuvre des stratégies lui permettant systématiquement, et à niveau de risque donné, d'atteindre de meilleurs résultats que ceux qui seraient obtenus par des choix au hasard.

L'idée de Markowitz était que par la diversification, par une adroite sélection d'un portefeuille, il était possible d'accroître la rentabilité à risque donné ou de réduire le risque pour une rentabilité inchangée. Malgré l'efficacité des marchés, il était désormais envisageable d'améliorer le couple rendement-risque. L'exemple souvent cité est celui d'un portefeuille composé de deux investissements : le premier dans une société vendant des parapluies et le second dans une échoppe de glacier. Les deux investissements ont une variance forte – et probablement une rentabilité élevée – mais le portefeuille a une variabilité faible pour la même rentabilité. On peut (en théorie) dégager un ensemble de portefeuilles représentant les meilleurs arrangements de risque et de rentabilité. C'est ce que l'on appelle la frontière efficace<sup>1</sup>.

Cette découverte a ouvert un nouveau champ d'opportunité pour les conseillers financiers. La théorie des marchés efficients semblait les disqualifier puisque n'importe qui pouvait faire aussi bien que le meilleur analyste et que les différences de performance relevaient de la chance ; Markowitz démontrait l'utilité des conseillers en mesure d'effectuer les calculs de variance, de covariance et les bêta<sup>2</sup>. De plus, cela accentuait l'importance

---

1. Mais cette méthode pose un problème d'ordre pratique : le nombre total de statistiques nécessaires au calcul croît avec le nombre de titres. Les ordinateurs des années 1960 ne permettaient pas de faire ces calculs. Sharpe a porté son attention à la résolution de ce problème. Il supposa que la rentabilité de chaque titre est liée linéairement à celle d'un indice commun. Dans ces conditions, le nombre de statistiques nécessaires au calcul de la frontière efficace est considérablement réduit. Elles peuvent être facilement calculées à l'aide des données historiques, en prenant comme indice celui d'un marché : S&P 500 aux États-Unis, CAC 40 en France, etc.

2. Le degré de synchronie entre deux titres peut s'exprimer mathématiquement par la covariance. Et on peut ainsi, en théorie, créer un tableau cartésien avec, pour chaque actif de l'univers étudié, sa covariance avec chacun des autres actifs de l'univers. On pourra alors, en pondérant judicieusement chacun des actifs, obtenir un portefeuille qui aura un couple *moyenne/variance* meilleur que celui de chacun des titres qui en font partie. La diversification permettra ainsi, tout à la fois, d'éliminer les accidents pouvant affecter une société et de tirer parti

d'investir à travers des fonds communs de placement (FCP) capables à faible coût d'avoir la diversification nécessaire.

Pour résumer : l'investisseur détermine le couple risque-rendement qui lui convient et il identifie ensuite le portefeuille le mieux adapté<sup>1</sup>.

Un corollaire intéressant est que ce sont les investissements les plus risqués qui, sur le long terme, donnent le meilleur rendement. Évidemment, on ne connaît que le passé. Mais on peut estimer les variations futures et la rentabilité future à l'aide des données historiques auxquelles on adjoint des données comptables et financières.

La décision de l'investisseur revient donc à arbitrer entre la rentabilité et le risque désiré et à disposer d'un portefeuille suffisamment diversifié dans la classe d'actif choisi, pour réduire le risque individuel. S'il est allergique au risque, il prendra un portefeuille peu risqué mais à rentabilité faible (« conservateur » suivant l'appellation consacrée des banques); inversement, s'il a une faible allergie au risque, il prendra un portefeuille « agressif » ou « dynamique ». Le rôle du conseiller financier consistera à déterminer le profil de risque du client en fonction de son horizon d'investissement : un an, trois ans, vingt ans ; et de sa tolérance pour le risque : développe-t-il une allergie pour son conseiller si le portefeuille se déprécie de 5 % ? Ensuite, le conseiller financier recommandera des portefeuilles types correspondant aux besoins du client.

Toutefois, ces modèles ne garantissent pas aux investisseurs des profits assurés ou des risques amoindris. Les années récentes ont montré que les actions ayant des variances fortes étaient aussi parfois celles qui ont les plus faibles rentabilités, voire celles dont la valeur devenait nulle.

Les études historiques ont été contestées, en particulier celles qui montraient la supériorité à long terme des placements en actions. Les critiques ont argué que la période étudiée avait été singulièrement indulgente pour les actions, que les pays concernés avaient eu

---

de la covariance. Dans la pratique, établir la covariance de chacun des titres avec chacun des autres titres est une entreprise complexe et difficile et dont le résultat serait sans doute discutable. C'est pourquoi Sharpe (1970) a suggéré une méthode simplifiée. Au lieu de calculer la covariance de chacun des titres avec tous les autres, c'est simplement la covariance avec l'ensemble du marché qui est calculée. Cette mesure est appelée le bêta. Il est égal à la covariance des taux de rentabilité de l'action (i) avec ceux de l'indice de marché ( $\sigma_{i,m}$ ) rapporté à la variance des taux de rentabilité de l'indice de marché ( $\sigma_m^2$ ). Les actions peuvent se classer en trois catégories : (i) les actions qui ont un bêta proche de 1, qui ont une volatilité identique à celle du marché ; (ii) les actions qui ont un bêta supérieur à 1, qui ont une volatilité supérieure au marché ; (iii) les actions qui ont un bêta inférieur à 1, qui ont une volatilité inférieure au marché. On peut alors déterminer des portefeuilles efficients qui sont les portefeuilles tels que, pour un niveau de risque donné, ils maximisent la rentabilité. Chaque investisseur pourrait, en fonction de son profil de risque, faire le choix du portefeuille optimal. Il devrait être composé d'une combinaison d'actifs sans risque et du portefeuille de marché. Par ailleurs, il a été observé que les titres ayant la variance la plus élevée avaient en moyenne, sur une longue période, la rentabilité la plus élevée. Cette observation était également valable par classe d'actif. Ainsi, une étude d'Ibbotson Associates citée par Higgins (1995) montre que les actions avaient en moyenne surperformé les obligations d'État de 6,9 % par an de 1926 à 1993 aux États-Unis<sup>2</sup>. De même, Daniel Wydler (1998), dans une étude pour Pictet et Cie, arrive aux mêmes conclusions dans la comparaison des actions et des obligations suisses de 1925 à 1997.

1. Les objectifs des investisseurs étant supposés être la plus forte rentabilité au moindre risque, la rentabilité d'un titre a été définie comme la somme des dividendes distribués et de son appréciation durant la période considérée ; sur le passé, ce serait la moyenne de la rentabilité, sur le futur, ce serait la rentabilité anticipée ; et le risque a été défini comme l'ensemble des variations du titre pour la période. Afin d'avoir une mesure précise et commune de cette variabilité, les économistes se sont accordés à utiliser la variance du titre ou son écart type.

une expansion économique formidable et enfin qu'une croissance moins forte et moins inflationniste aurait privilégié les obligations<sup>1</sup>.

Les gestions de portefeuille fondées sur des techniques quantitatives ont durant la crise, donné au mieux des résultats médiocres, en tous cas bien inférieurs à des gestions plus intuitives. En réalité, il semble que le modèle est beaucoup moins efficace dans les situations extrêmes. Lorsque la peur ou l'avidité (*greed and fear*) s'emparent des investisseurs, ce sont des critères autres que la variance historique, le bêta ou la moyenne de la rentabilité qui doivent être utilisés<sup>2</sup>. Il s'agit de prévoir les actions des autres participants plutôt que de déterminer la valeur la plus intéressante. On est dans le fameux concours de beauté de Keynes où il faut deviner quelle sera la candidate qui sera choisie par les autres membres du jury.

Le modèle suppose surtout une information parfaite, un marché liquide et efficient, des prix qui reflètent parfaitement toute l'information disponible et un risque déterminable. L'équilibre se fait par les prix : une hausse du risque entraîne une baisse du prix, ce qui accroît le bénéfice futur anticipé. C'est une illustration de l'adage « la rentabilité paye le risque ». Dans ces conditions, le risque s'apparente à un coût de transaction.

Or, dans les situations de crise, le risque n'est plus perçu rationnellement. On rentre dans l'univers des « esprits animaux » de Keynes. On a vu comment, il n'y a pas si longtemps, le cours des actions d'Alcatel avait chuté de 40 % en deux jours. Il n'y avait tout simplement plus d'acheteurs en face des vendeurs. Plus grave, la volatilité des titres d'une société peut entraîner une réduction de sa profitabilité, voire celles dont la valeur devenait nulle.

Presque simultanément, la valeur des actions diminue, les obligations se déprécient, il devient impossible de lever de nouveaux capitaux et les banques se rétractent. Par conséquent, le coût des ressources augmente et des investissements nécessaires sont abandonnés. Un cercle vicieux s'installe. C'est à peu de choses près ce qui est arrivé dans le secteur des télécoms entre 2000 et 2003.

Enfin, dans les marchés globalisés où la diversification est aussi internationale, le choix de l'actif sans risque international n'est pas neutre sur les économies nationales et ce d'autant plus qu'il n'est pas toujours le même. Naguère, c'était le bon du Trésor américain, aujourd'hui, c'est l'or. Il est difficile avec ces changements de calculer des bêtas sur des bourses « exotiques » et de diversifier sans dégâts pour les économies émergentes.

On peut en tirer un corollaire intéressant : dans des marchés parfaits ou s'approchant

---

1. On peut imaginer aussi, et cela serait conforme à nos hypothèses, que la hausse des actions a permis la croissance qui, en retour, a favorisé une nouvelle hausse des actions, etc.

2. Une littérature en expansion : la *Finance comportementale*, permet d'indiquer des pistes aux investisseurs. On peut citer Shefrin (2000).

de la perfection, la rentabilité moyenne des actifs est proportionnelle au risque.

En conclusion, loin d'être en concurrence, les trois théories sont parfaitement complémentaires et tracent la ligne de notre premier chapitre : l'individu, seul, face à un risque n'a que l'alternative d'assumer ou d'éviter. Dans bien des cas, du fait de considérations personnelles, il préférera s'abstenir. Mais s'il n'est pas seul et qu'il peut compter sur une régularité de comportement, il pourra partager ce risque avec d'autres individus, améliorant ainsi – en général – la position du groupe.

Nous verrons dans la suite la pertinence de ces déductions sur les PED. Toutes ces conclusions sont évidemment compatibles avec la rationalité des agents voire leur information parfaite. Ce sont simplement leurs situations différentes qui les conduisent à agir de façon apparemment irrationnelle. Et c'est cette irrationalité apparente qui rend inefficaces les modèles traditionnels de croissance.



## Section 2 : Risque et richesse

---

Existe-t-il une explication première aux différences de richesse entre nations ?

Si une cause devait exister, elle devrait influencer sur la croissance, année après année, de sorte qu'à l'issue de quelques décennies la divergence s'établisse<sup>1</sup>. Elle devrait par ailleurs être si évidente qu'on n'y prendrait pas garde. La théorie des climats pourrait faire l'affaire si elle ne comportait trop d'exceptions. Celle des civilisations (ou pire) sent trop le soufre et offre bien peu de solutions. La théorie du risque en revanche a plusieurs avantages : un grand nombre d'événements peuvent être ramenés à ce paramètre (risque de guerre, régime tyrannique, idéologie crispée, nature ingrate, etc.). Le risque étant un élément extérieur à la nature des peuples, cette cause est moralement plus acceptable et permet d'espérer des solutions.

Dans cette section, nous supposerons que la richesse est le produit d'une croissance séculaire qui elle-même est la conséquence de l'investissement. Après une brève revue des théories de la croissance, nous examinerons comment l'investissement est influencé par le risque et par les attitudes face à celui-ci. Nous verrons également comment des politiques *a priori* déficientes (comme le protectionnisme ou le « *crony capitalism* ») sont économiquement efficaces.

Nous avons utilisé surtout des concepts financiers pour justifier notre raisonnement et nous avons souvent pensé généralisable ce qui était une expérience personnelle. Par ailleurs, même si elles sont à peine évoquées, les idées de Perroux (1964) sur le développement déséquilibré ont été une grande source d'inspiration.

Notre conclusion, quelque peu paradoxale, sera que, du fait même du risque, les nations restées pauvres développent un potentiel qui leur permettrait de revenir dans la course si les politiques adéquates étaient appliquées.

### 1. Modèles de croissance

La littérature économique est riche en théories de la croissance économique. Eric Bosserelle<sup>2</sup> les classe en quatre grandes approches.

- Les premières interrogations formulées par Smith et reprises par l'école classique,

---

1. Cohen (1997) affirme qu'à l'aube de la première révolution industrielle, l'écart de revenu par habitant entre l'Europe Occidentale, l'Inde, l'Afrique ou la Chine est probablement inférieur à 30 %. Le phénomène inégalitaire entre les nations est récent, il est le produit des deux derniers siècles (p. 31).

L'accélération de l'inégalité semble de plus coïncider avec la globalisation.

2. Voir Bosserelle (1999).

par Marx et ensuite par Young.

- La conception keynésienne prolongée par Harrod.
- La conception néo-classique avec le modèle de Solow.
- L'approche régulationniste.

Ces théories sont généralement fondées sur le principe de l'accumulation : plus on a de capital, de travailleurs et de connaissances, plus on peut produire. Les régulationnistes y ajoutent la « conjonction de mécanismes concourant à la reproduction d'ensemble, compte tenu des structures économiques et des formes sociales en vigueur<sup>1</sup> ».

Le modèle de Solow, qui est celui que les économistes ont traditionnellement utilisé pour étudier la question<sup>2</sup>, met en avant quatre variables : la production (Y), le capital (K), la main d'œuvre (L) et la connaissance (A). La fonction de production se présente donc de la façon suivante :

$$Y(t) = F(K(t), A(t)L(t))$$

Ces théories postulent également que les rendements des différents facteurs sont décroissants et que la connaissance se diffuse entre les différents pays. En conséquence, les PED devraient progressivement rattraper les pays plus développés.

### **Croissance endogène et risque**

L'imperfection notoire du modèle de Solow – il n'expliquerait selon cet auteur (1957) que 1/8 de la croissance des États-Unis durant la période 1909-1949 (Arrous, 1999, p. 74) – et la volonté de concilier les hypothèses néoclassiques avec les faits stylisés de la croissance, ont conduit à de nouveaux modèles *de croissance endogène*. Romer (1986) et Lucas (1988) ont initié ce nouveau courant caractérisé par « l'endogénéisation » du progrès technique et du taux de croissance de la population. Tous les modèles relevant de ce courant ont en termes d'équilibre général la même structure de base : les ménages détiennent les facteurs de production et les actifs de l'économie ; les entreprises louent capital et travail et produisent les biens qu'elles vendent à d'autres firmes ou aux ménages. Ils ont également un dénominateur commun : *le comportement de consommation et d'épargne des ménages est obtenu par la maximisation d'une fonction d'utilité intertemporelle sous contrainte de budget*. Le modèle de Romer (1986) prend deux hypothèses clés : l'apprentissage par l'investissement et le caractère

---

1. Bosserelle (1999), p. 35.

2. Romer (2001), p. 7.

public des connaissances de chaque firme. Dans des modèles ultérieurs, par exemple Romer (1990) et Grossman et Helpman (1991), le progrès technique est endogénéisé, principalement, en considérant qu'il peut se présenter sous forme d'augmentation de variété ou d'amélioration de qualité (Arrous, 1999, p. 184 *sq.*). Ainsi, pour peu que l'on puisse modéliser tous ces paramètres, on devrait pouvoir disposer d'un modèle descriptif efficace. La question qui se pose est la compatibilité de ces modèles avec une théorie du risque. On peut d'ailleurs se poser la même question à propos de celle entre ces modèles et la théorie des institutions. North (1991), qui en est le pionnier, explique que sa théorie est construite à partir d'une théorie du comportement humain combinée à une théorie des coûts de transaction et que les institutions existent pour créer de l'ordre, réduire l'incertitude dans l'échange et fournir la structure d'incitations d'une économie (cité par Arrous, 1999, p. 221 *sq.*). On peut donc dire que les institutions constituent en soi un progrès technique. Or, le risque est la cause des institutions et celles-ci une solution à celui-là ; par conséquent, si l'on peut endogénéiser le progrès des institutions on devrait pouvoir en faire de même avec le risque. Un modèle de croissance endogène intégrant risque et institutions devrait théoriquement être faisable. Cependant, tant le progrès technique que la qualité des institutions et le risque ne peuvent être étudiés de façon isolée. Si le progrès technique dans un pays a été moins rapide que chez le voisin, si la qualité des institutions est améliorée mais que les autres nations en ont fait davantage et si le risque reste plus mauvais qu'ailleurs, la croissance restera bridée. Les modèles devraient prendre en compte les facteurs des pays concurrents.

Notre but n'est pas d'étudier ces différentes thèses ou d'en contester la validité, mais plutôt d'essayer de comprendre les ressorts de la croissance en utilisant une autre approche. Notons d'emblée que les modèles existants n'ont pas donné pleinement satisfaction. Selon Romer<sup>1</sup>, citant des études de Baumol et De Long, on ne peut constater de convergence entre pays riches et pays pauvres, alors que le modèle de Solow le prévoit. De ce fait, pour obtenir une confirmation des projections, il faudrait comparer uniquement des pays ayant de fortes similarités.

Mais, au-delà de l'insuffisance prévisionniste des modèles, il nous semble qu'ils ne remontent pas aux sources et sont donc de mauvais guides pour l'action. Qu'on en juge : la croissance proviendrait d'une augmentation du capital, de la population et des connaissances techniques. Mais pourquoi certains pays attirent-ils le capital plutôt que d'autres ? Toutes les formes d'investissement sont-elles équivalentes ? La population suit-elle la prospérité, ou est-

---

1. Romer (2001), p. 31.

ce l'inverse ? L'apprentissage peut-il être mesuré et comment l'améliorer ?

Comment concevoir l'essor de l'économie américaine sur deux siècles, la relative stagnation de la France, la progression fulgurante du Japon, la faillite de l'économie argentine (qui avait en 1920 un revenu par tête équivalent à celui de la Suisse), l'état toujours embryonnaire des économies d'Afrique ?

La plupart de ces modèles sont tellement déterministes et la réalité tellement irréductible... Nous avons tous, dans nos voyages, visité ces carrefours de l'humanité, Venise, Alexandrie, Carthagène, qui portent sur leurs façades la nostalgie de leurs splendeurs passées, nous avons visité des pays dont le passé sans Histoire se confondra probablement avec un futur sans espoir et nous connaissons aussi des métropoles qui étaient des villages de pêcheurs. Comment concilier ces thèses qui promettent aux uns des avenir radieux et aux autres une progression prudente et équilibrée, avec des faits si contradictoires. Hairault (2004)<sup>1</sup> ne voit que deux façons d'expliquer les différences de revenu par tête dans le monde : soit une disparité en termes de recherche-développement, soit des différences dans le degré d'équipement et de formation. Mais pourquoi Dubaï et non pas Ras al Khaimeh ? Pourquoi le Luxembourg et non pas la Lorraine ? Pourquoi le Texas et non pas le Mexique ? L'explication par la recherche/développement ou les différences dans le degré d'équipement et de formation paraît étroite et en tout cas, conséquence plutôt que cause.

En ce qui concerne les théories du développement, Huart (2003) donne comme « éléments théoriques [...] pour expliquer les écarts de développement... » :

---

1. Hairault (2004), p. 131 et 87.

La sous-accumulation selon Nurske, qui se résumerait ainsi : « L'insuffisance de revenu se traduit par une épargne faible, donc conduit à de faibles ressources disponibles pour investir. [...] En outre, ces revenus très faibles rendent la demande atone et n'incitent pas les entrepreneurs à investir. [...] Donc l'investissement est si faible qu'il provoque une situation de sous-accumulation de capital. Cela rend la productivité du travail très faible par insuffisance d'équipements [...].

« La conception linéaire de Rostow [...]. Les pays du tiers-monde se situent à des étapes antérieures de développement. Il suffit, pour Rostow, de favoriser la mise en place d'une économie libérale pour atteindre les étapes ultimes.

« Les nuances de Gerschenkron ... les pays à industrialisation tardive suivent un développement spécifique ... et ne passent pas tous par les mêmes étapes.

« Arthur Lewis [...] un des fondateurs de la théorie du développement avec [...] une économie telle qu'un secteur moderne côtoie un secteur traditionnel [...] l'abondance de main-d'œuvre dans le secteur traditionnel maintient les salaires à un niveau très faible, ce qui en fait une réserve de main-d'œuvre pour le secteur moderne [...]. Il est donc nécessaire que les investissements puissent être axés sur la production intérieure.

« Le développement déséquilibré d'Albert Hirschman et de François Perroux [...]. Pour Hirschman [...] il faut favoriser un développement déséquilibré, en agissant par pressions successives [...]. Pour Perroux [...] l'État, en favorisant des pôles de croissance, en assurant une éducation et une scolarisation de base, doit permettre le développement.

« Les théories expliquant le sous-développement par la domination des pays développés [...] par des vecteurs politiques, culturels ou économiques tels que le commerce international, la maîtrise des technologies de pointe, la finance internationale<sup>1</sup> [...]. »

Il nous semble que la faille essentielle dans toutes ces analyses est d'avoir occulté l'aspect risque. Nous allons essayer ici d'intégrer cette donnée et d'étudier son impact sur la croissance<sup>2</sup>.

## **2. Investissement et risque**

Au début de cette partie, nous avons étudié les choix des agents économiques dans un contexte de risque. Les alternatives n'étaient pas nommées, c'étaient simplement des objets simples. Utilisons ce cadre d'analyse pour des investissements et regardons comment un

---

1. Huart (2003), p. 66 à 73.

2. Nous aborderons plus loin la théorie des institutions.

entrepreneur décide.

Doit-il investir ou ne pas le faire, investir dans un bien ou dans un autre, dans un pays en développement ou dans un pays développé ?

Dans le scénario le plus basique, pour leurs calculs de faisabilité les agents prennent les flux futurs et les actualisent à l'aide d'un taux actuariel qui est le taux sans risque auquel on ajoute une prime de risque<sup>1</sup>. Un exemple montrera les grandes lignes de la démarche.

Soit un entrepreneur établissant une usine de textile au Maroc. Le tableau suivant résume les données du problème.

Nous supposons que la durée de vie de l'usine est de trois ans, que le flux de revenu est celui indiqué ci-dessous, que le taux sans risque est de 4 % et que la prime de risque est de 4 %.

**Tableau 8 : Cash flow d'une usine au Maroc**

	<b>Année 1</b>	<b>Année 2</b>	<b>Année 3</b>
Cash flow	1 000	1 500	2 000
Cash flow actualisé	926	1 286	1 588

Si l'investissement est inférieur à 3 800 (le total des cash flow actualisés est de 3 800), il existe un bénéfice actualisé et l'investissement mérite d'être fait.

Le bénéfice actualisé et pondéré par le risque peut donc être déterminé comme suit :

$$\sum CF_i / (1+t+p)^i - I$$

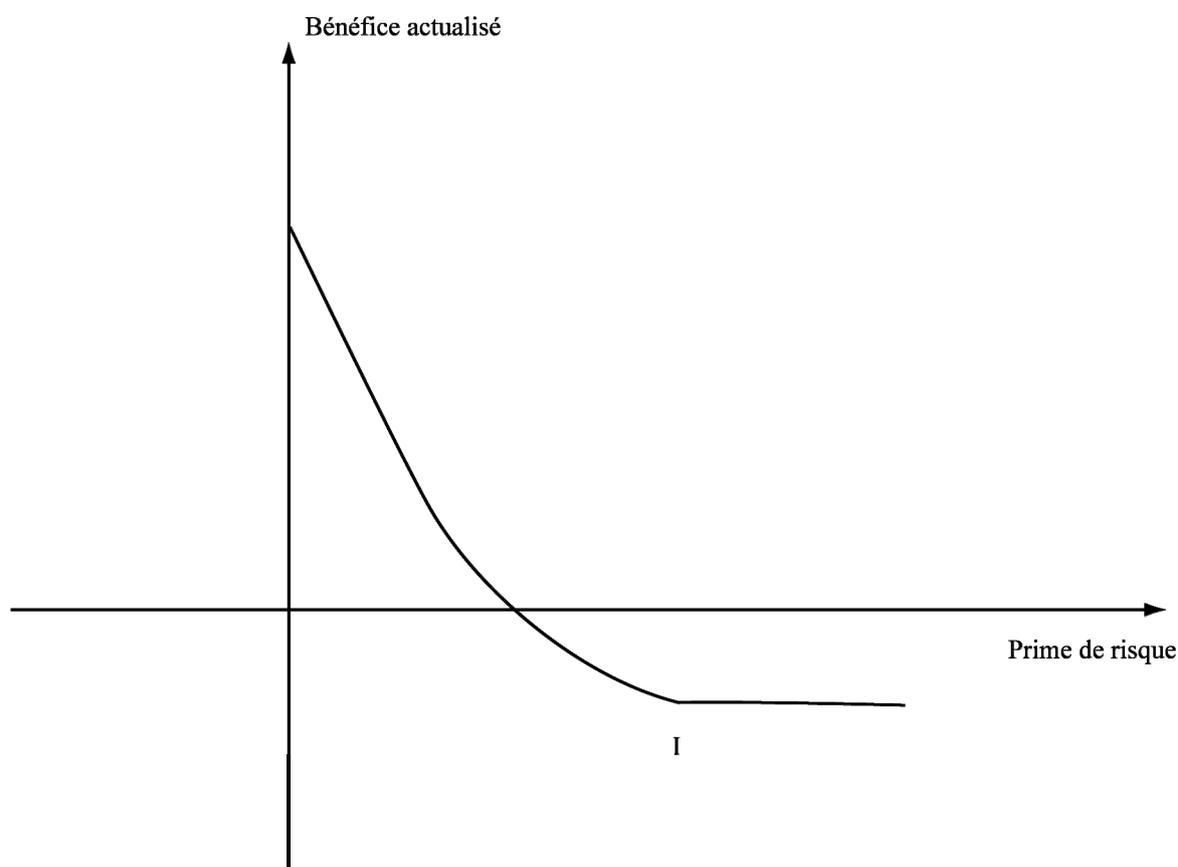
Avec (B) bénéfice actualisé et pondéré, (CF<sub>i</sub>) cash flow à la période (i), (t) taux sans risque, (p) prime de risque, (I) investissement initial.

Si le seul paramètre était la prime de risque on aurait un graphe qui ressemblerait à ceci :

---

1. Nous ne rentrerons pas dans le détail du processus qui est abondamment traité dans les ouvrages de gestion, et nous ne ferons pas de distinction dans le mode de financement qui sera traité dans la partie suivante.

#### Graphique 4 : Bénéfice actualisé et prime de risque



Plus la prime est élevée, plus faible sera le bénéfice actualisé. La limite de la perte est évidemment le montant de l'investissement (nous supposons que l'investisseur ne réinvestit pas).

D'un autre côté, l'investissement est fonction du bénéfice attendu : plus celui-ci est important, plus l'investissement sera grand. Donc, toutes choses égales par ailleurs, plus la prime est élevée, moins grand sera l'investissement.

Dans les PED, la prime de risque est généralement établie à partir de la différence entre la dette souveraine du pays et les obligations d'État américain, à laquelle on ajoute une marge arbitraire – cette marge est parfois égale à la prime de risque du secteur concerné dans un pays OCDE. Pour reprendre notre exemple, si la différence entre la dette souveraine du Maroc et celle des États-Unis est de 4 % et que la prime de risque pour le secteur textile est de 3 % dans un pays de l'OCDE, la prime de risque totale sera de 7 %. Dans cet exemple, pour établir une usine textile au Maroc plutôt qu'en France, il faudra ou bien que le capital nécessaire au Maroc soit inférieur à celui requis en France, ou bien que cette usine dégage un bénéfice supplémentaire, qui contrebalance les 4 % de prime de risque marocain. Est-on sûr que les bénéfices au Maroc seront supérieurs aux bénéfices en France ou que le capital

nécessaire sera inférieur au Maroc ? *A priori*, il n’y a pas de réponse claire. Pour prendre quelques considérations seulement : au Maroc, les coûts de main-d’œuvre sont bien plus bas, les contraintes environnementales sont moindres, mais les coûts administratifs, les taxes occultes (ce qu’il en coûte de travailler avec une administration publique) sont plus désavantageux dans un PED ; surtout, le capital nécessaire pour cette usine sera certainement plus faible en France. En effet, alors que les équipements seront de prix équivalents, les stocks et les créances clients seront bien plus faibles en France qu’au Maroc<sup>1</sup>. Ainsi, seules certaines industries à forte intensité de main-d’œuvre ou très polluantes seront délocalisées. Pour fixer les idées, nous allons poursuivre notre exemple en imaginant un cas, à partir d’hypothèses assez réalistes.

### Comparaison de deux usines

Comparons deux usines identiques, l’une en France, l’autre au Maroc, ayant toutes deux un chiffre d’affaires de trois millions d’euros et ayant nécessité un investissement en machines de deux millions d’euros. Supposons que :

- la marge sur coûts variables soit identique à 33,33 % : il s’agit de la différence entre le prix de vente du producteur qui, sauf protection, tend à s’égaliser, et le coût des achats dont les prix sont généralement assez proches (avec toutefois un avantage pour le producteur français) ;
- les coûts fixes soient inférieurs au Maroc (les salaires y sont plus faibles) ;
- les actifs circulants soient plus importants au Maroc (les difficultés logistiques et une moindre maîtrise des techniques de « *just in time* » obligent à garder des stocks plus grands ; de plus, les difficultés de financement au Maroc conduisent les producteurs à financer leurs clients) ;
- le coût pondéré du capital soit de 5 % en France et de 10 % au Maroc.

#### Le tableau 9 ci-dessous résume les données

	IMMO	CA	MCV	CF	EBITDA	AC	CAP	COUT DU CAPITAL	EVA
<b>France</b>	2 000	3 000	1 000	500	500	500	2 500	125	375
<b>Maroc</b>	2 000	3 000	1 000	250	750	1 500	3 500	350	400

Avec : IMMO : immobilisations ; CA : chiffre d’affaires ; MCV : marge sur coûts variables ; CF : coûts fixes hors intérêts (principalement salaires) ; EBITDA : profits avant intérêts, taxes et amortissements ; AC : actifs circulants ; CAP : ressources nécessaires ; COUT DU CAPITAL : les ressources nécessaires multipliées par le coût pondéré ; EVA : bénéfice net après coût du capital et en supposant l’absence d’impôts.

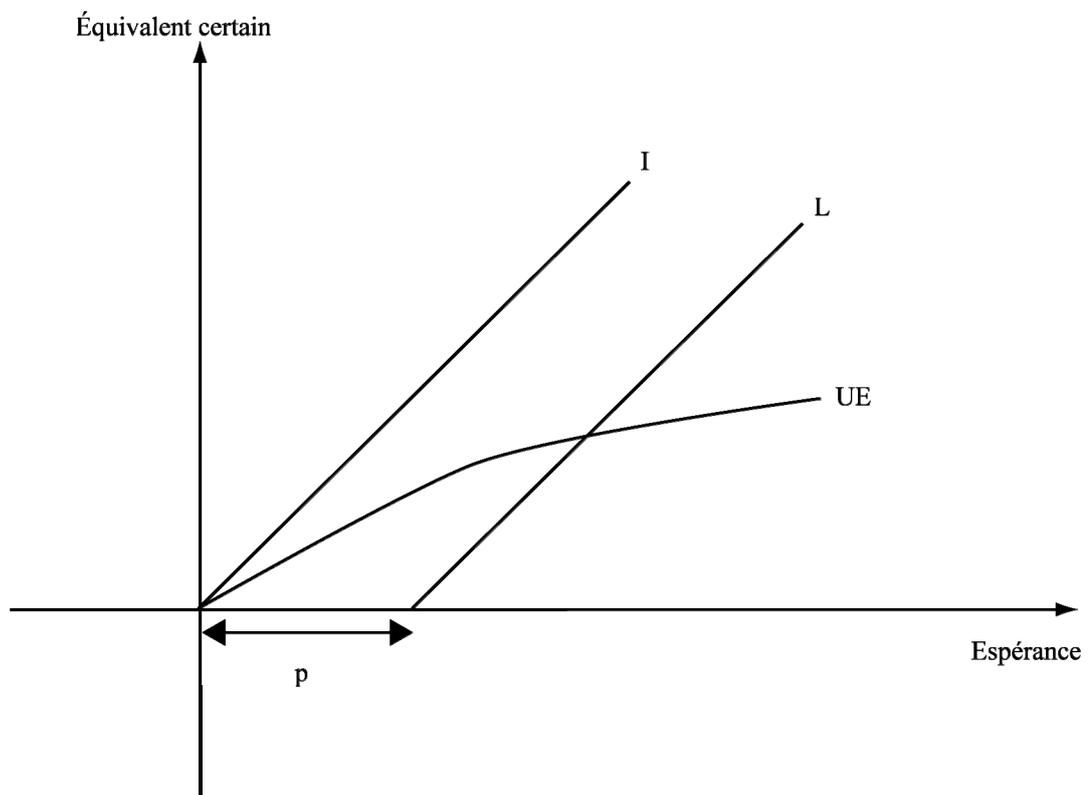
1. À cause de différentes contraintes, les actifs circulants (stocks et créances clients) rapportés au chiffre d’affaires sont nettement plus importants dans les entreprises des PED que dans celles des pays développés : du fait de l’éloignement des usines des PED de leurs sources d’approvisionnement, de l’irrégularité de la logistique, de l’inefficacité des autorités douanières et de la mauvaise gestion de leurs stocks, les industries des PED conservent des stocks tampons importants ; quant aux créances clients, elles s’expliquent par l’inefficacité des secteurs bancaires et des marchés financiers des PED.

Dans cet exemple, il est plus intéressant d'implanter l'usine au Maroc. Mais cela montre aussi le caractère discriminant des actifs circulants et du coût du capital. Une usine au Maroc requiert des capitaux plus importants (alors que le Maroc est bien plus pauvre que la France !) et bien plus chers. On peut constater aussi que l'usine marocaine (du fait de coûts fixes plus faibles) est moins sensible à une baisse de chiffre d'affaires et plus sensible à une augmentation du coût du capital. On peut en déduire qu'une forte croissance est comparativement meilleure pour un pays développé que pour un PED, et qu'une faible récession (non accompagnée de hausse de la prime de risque) est relativement moins ressentie dans un PED.

Pour instructif qu'il puisse être, ce modèle est un peu fruste. Il postule une aversion au risque objective et linéaire. Or, nous avons vu dans la section consacrée à la théorie de l'utilité espérée que l'aversion au risque est progressive, qu'elle n'est pas généralisable, et qu'elle est sujette à des distorsions locales.

Le graphique ci-dessous compare ce modèle avec la théorie de l'utilité espérée.

**Graphique 5 : Prime de risque et utilité espérée**



Dans ce graphique, la première bissectrice représente la fonction d'un agent parfaitement indifférent au risque : son équivalent certain est égal à son espérance. La parallèle à la bissectrice représente, selon notre modèle exposé ci-dessus, un agent ayant une aversion au risque linéaire, « p » étant la prime de risque. La ligne légèrement incurvée décrit un agent dont l'attitude face au risque est conforme à la théorie de l'utilité espérée : en l'occurrence, que l'agent valorise de manière dégressive les bénéfices attendus.

On constate qu'en dessous d'un certain niveau, la prime de risque surpasse le risque que les agents sont prêts à prendre, mais qu'au-dessus de ce niveau, la prime est insuffisante. Compte tenu des situations différentes, en dessous d'un certain niveau de risque les agents français et marocains se comportent d'une façon identique, au-dessus, les agents français prennent plus de risques.

Dans notre exemple, nous avons pris le risque sans le partager dans ses différentes composantes.

On peut identifier : le risque spécifique de l'investissement (une usine de conserves comporte un risque différent d'une usine d'automobiles), le risque systémique du pays, l'attitude face au risque, dépendant elle-même du patrimoine de l'individu, de la connaissance qu'il a de ses chances dans ce cas spécifique (ce qui donne évidemment un avantage à ceux qui connaissent ou qui ont déjà eu l'expérience de ce type d'investissement<sup>1</sup>) et enfin du caractère de l'investisseur (par exemple : « flambeur » ou bien « bon père de famille »).

On a donc deux facteurs objectifs et trois facteurs subjectifs. L'ensemble forme ces décisions face au risque. Comme pour l'utilité, on peut déduire de l'observation des faits économiques un « risque révélé » qui n'est que la résultante des comportements des agents face à un enjeu quelconque. Et, sauf lorsque ce sera autrement mentionné, le risque sera ce risque global. Notons que chacun des éléments peut varier de manière autonome et peut aussi être partiellement influencé par les autres : le « courage » des investisseurs peut augmenter, par exemple parce qu'ils ont eu plusieurs fois raison ou parce qu'ils se sont habitués au risque systémique. On a donc dans le premier cas une évolution autonome et, dans le deuxième, une évolution inverse.

On supposera par ailleurs une connaissance parfaite par les agents de l'espérance mathématique et du risque de chaque investissement. L'incertitude résidera dans le résultat final : incertitude irréductible puisque, quelle que soit la probabilité on ne peut être absolument sûr de l'issue et donc des conséquences. On se mettra donc dans le contexte exact

---

1. Différentes théories économiques ou de management sont compatibles avec la découverte progressive du risque effectif. On peut citer notamment le « *Learning by Doing* ». En management, cela est associé avec le Toyota Production System, en économie avec l'enseignement d'Arrow (1962), p. 155-173. Cela est d'ailleurs aussi en ligne avec le principe de la rationalité procédurale de Simon.

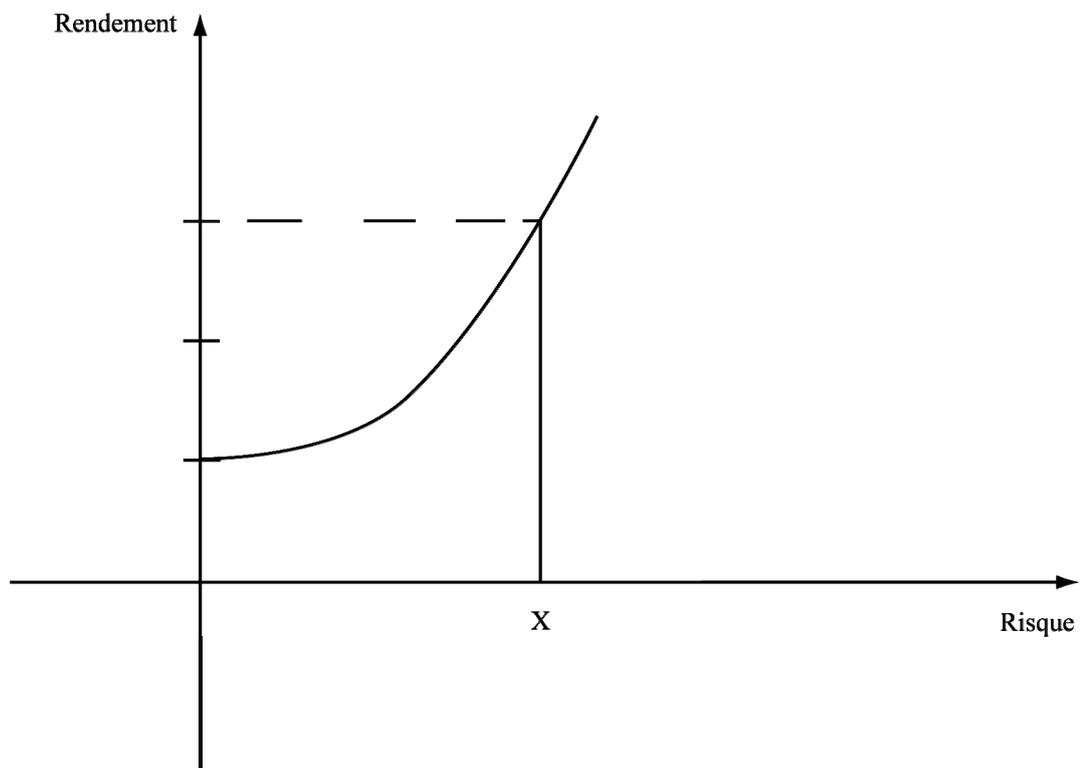
du paradoxe de Saint-Petersbourg : l'agent sait parfaitement quelle est son espérance et sa probabilité de gain, mais fait un choix objectivement irrationnel à cause de sa situation personnelle.

Enfin, dans les développements qui suivent, nous postulons que l'équivalent certain est égal à l'investissement réalisé : l'équivalent certain dans la théorie de l'utilité espérée est la prime qu'un agent paie pour participer à une loterie – ou celle qu'il paie pour ne pas participer. Or un investissement est une loterie : l'agent connaît les règles du jeu, la probabilité, l'espérance, mais il ignore le résultat final. L'investisseur se détermine finalement en fonction des risques objectifs et des risques subjectifs. L'investissement que nous considérerons est le montant que l'investisseur met dans l'entreprise, et comme à ce stade nous ne différencions pas entre les différents apporteurs de ressources, actionnaire ou créancier, ce montant comptable est égal au total du bilan de cette entreprise.

### *Offre et demande d'investissement*

Utilisons tout d'abord une fonction d'indifférence entre le rendement et le risque : soit la fonction agrégée de risque C associant à tout risque un rendement exigé.

**Graphique 6 : Rendement exigé en fonction du risque**



Au point X, il faudrait soit que le rendement soit multiplié par trois, soit que son prix soit divisé par trois. Par conséquent, tout investissement qui est à droite de la courbe d'indifférence doit voir son prix réduit ou son rendement augmenter.

Si nous admettons que les prix des biens d'investissement pour les PED sont des prix internationaux et donc absolument indépendants de la demande émanant de ces PED (et *a fortiori* des fonctions de risque spécifique de ces pays<sup>1</sup>), l'investissement X ne sera pas réalisé. On voit tout de suite que le risque joue un rôle essentiel dans l'investissement et donc dans la croissance des PED.

Plus généralement, l'existence d'un risque élevé au-delà duquel la courbe risque-rendement devient très pentue rend impossible, en tout cas à court terme, des ajustements par le prix. On a vu, au moment de la crise des Télécoms, des actifs se déprécier de 75 %, voire plus. Cette variation n'a pas un effet de rééquilibrage mais de déséquilibre accru.

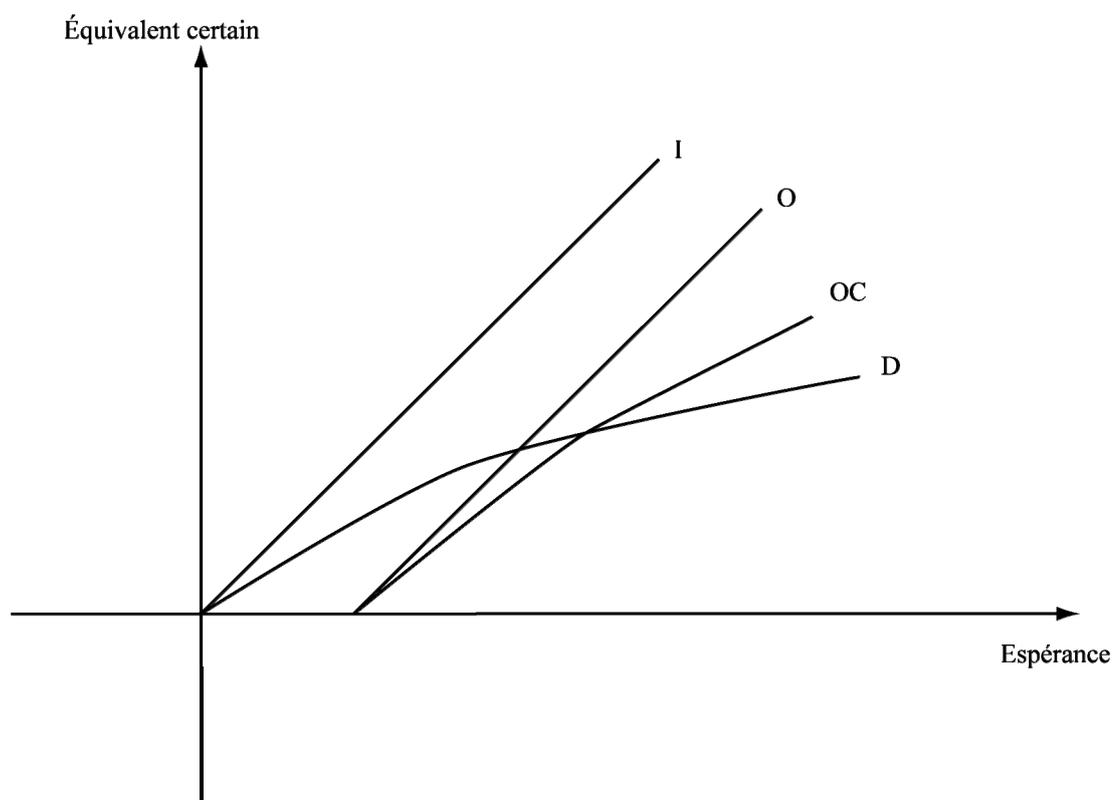
Peut-on dresser des fonctions d'offre et de demande de biens d'investissement ?

Dessignons une fonction associant équivalent certain et espérance.

---

1. Toutefois, certains biens d'investissement comme l'immobilier local ont un prix relativement flexible, et donc l'ajustement peut se faire par le prix et non pas seulement par moins d'investissement. Les projets touristiques dans lesquels le gros de l'investissement est immobilier pourront donc voir le jour grâce à la diminution du prix de l'investissement, alors que les projets industriels seront difficilement entrepris. À cet effet prix s'ajoute un effet risque : le risque pour l'entrepreneur sur la liquidation de l'actif immobilier est plus faible que celui existant sur des machines sophistiquées.

## Graphique 7 : Demande d'investissement en fonction du risque



La courbe D associe (pour les investisseurs) à toute espérance de rendement un équivalent certain dont nous savons qu'il augmente relativement moins vite que l'espérance. Or l'équivalent certain est l'investissement. Nous avons donc une relation entre l'investissement réalisé et le rendement espéré, et la courbe D peut être assimilée à la courbe de demande d'investissement.

Supposons maintenant que les offreurs de biens d'investissement<sup>1</sup>, connaissant parfaitement le rendement espéré et sachant que les demandeurs le connaissent aussi, fixent un prix qui soit légèrement inférieur à l'espérance, et que leur offre soit parfaitement élastique : ils sont prêts à satisfaire toute demande qui serait faite à un prix acceptable. Nous aurons alors une fonction d'offre qui sera la droite O. Cette droite suit la diagonale  $EC = \text{Espérance}$ .

Nous pouvons aussi présumer que les offreurs, connaissant la fonction de demande, appliquent un prix inférieur lorsque l'espérance augmente (et que la demande faiblit). Nous

---

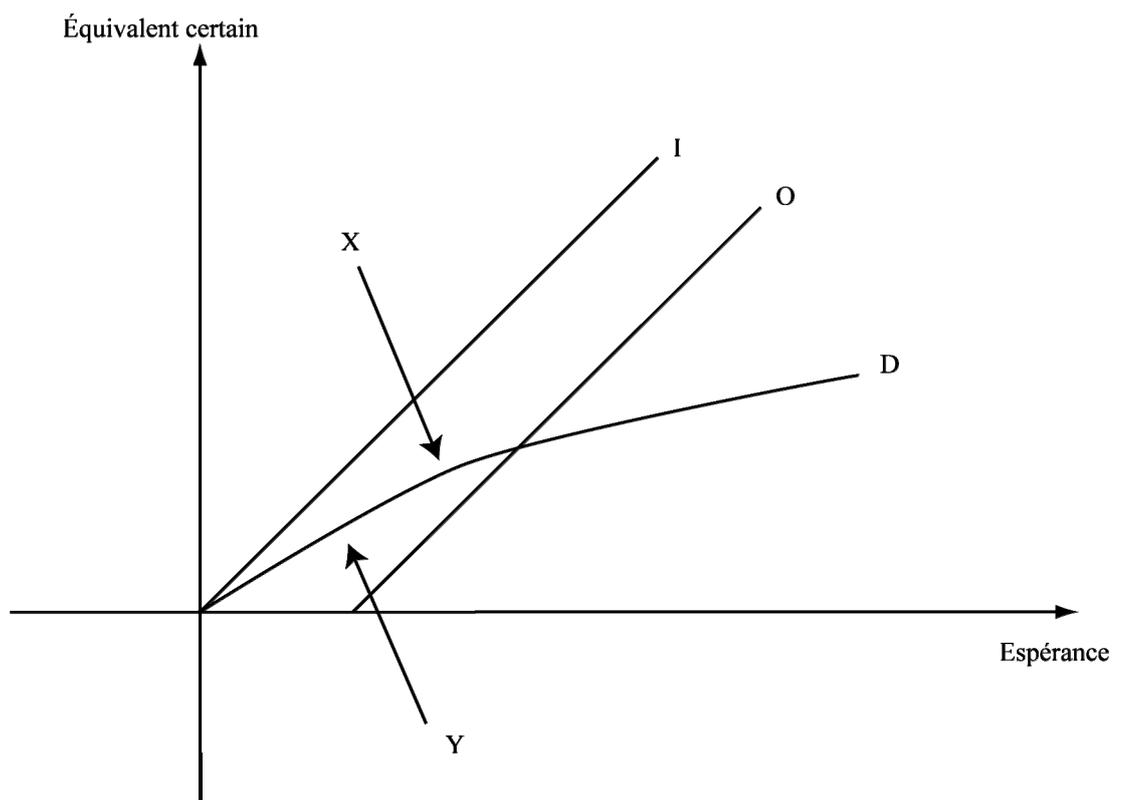
1. Nous ne ferons pas de différenciation entre les offreurs de biens d'investissement qui peuvent être des fabricants de machines, des investisseurs voulant céder leurs biens, des agents offrant un partage de risque, etc. Nous procéderons comme s'il y avait un offreur qui distribuait aux agents des « opportunités » ; chacun se déterminant en fonction de son profil personnel et des couples risque-rendement offerts.

aurons alors une fonction d'offre qui s'infléchit soit : OC.

On peut supposer également que les opportunités d'investissement auront tendance à se regrouper autour de la fonction de demande agrégée. On peut imaginer qu'à un instant donné il puisse exister une opportunité non détectée et dont le prix serait tel que le couple risque-rendement soit au-dessus de la courbe ; mais dès que les autres agents se seront rendu compte de cette opportunité, et pour peu que les marchés soient efficients, le prix augmentera de sorte que le couple risque-rendement sera proche de la courbe (de même si le couple est en dessous de la courbe).

On peut en déduire également le surplus pour l'offreur Y et le surplus pour l'investisseur X :

**Graphique 8 : Surplus pour l'offreur et le demandeur d'investissement**



X est la différence entre le prix de l'investissement et l'espérance, c'est le bénéfice que l'investisseur réalisera en moyenne. Y est la différence entre ce que l'offreur était disposé à accepter et le prix effectif<sup>1</sup>.

1. Cela présume que les investissements sont répartis uniformément le long de la courbe. Comme le modèle n'a pas un rôle démonstratif mais simplement indicatif, ce schéma paraît assez suffisant.

La concentration des investissements autour de D (paragraphe précédent) justifie que l'on fasse l'amalgame entre la courbe de demande et la courbe des investissements effectifs.

Une place spéciale doit ici être réservée à l'aventurier. Le spéculateur a trouvé dans la littérature économique récente un certain réconfort : il contribuerait à équilibrer les marchés, à signaler aux autres agents les opportunités, à obliger les gouvernements incompetents à se corriger, etc. ; l'aventurier pour sa part n'est toujours pas sorti de son purgatoire : on le désigne avec mépris, parfois mêlé d'une certaine fascination. L'aventurier est pourtant essentiel au développement économique. Schumpeter avait fait de l'innovateur le moteur du dynamisme économique. Nous croyons que l'aventurier a un rôle plus large : l'innovateur innove dans des produits, des techniques, des marchés... l'aventurier conquiert des continents, il bouscule les convictions. Certes, il n'y a plus des Amériques à découvrir, mais on peut dans la vie d'aujourd'hui mettre un esprit d'aventure. L'étudiant qui montait des ordinateurs dans le garage de ses parents, celui qui importait en Angleterre des disques achetés en Belgique<sup>1</sup>, cet autre qui achetait des entreprises à l'encan ou enfin cet homme sans fortune qui s'était engagé à construire un palais en Arabie dans des délais records, tiennent plus de l'aventurier que de l'innovateur. Tous ces aventuriers se sont lancés dans leurs projets avec la conviction qu'une providence les ferait triompher de toutes les difficultés. Ayant réussi, ils ont montré que le niveau de risque objectif était plus bas qu'estimé et, par leurs succès et l'émulation, ils ont contribué à hausser le « courage » des autres agents<sup>2</sup>.

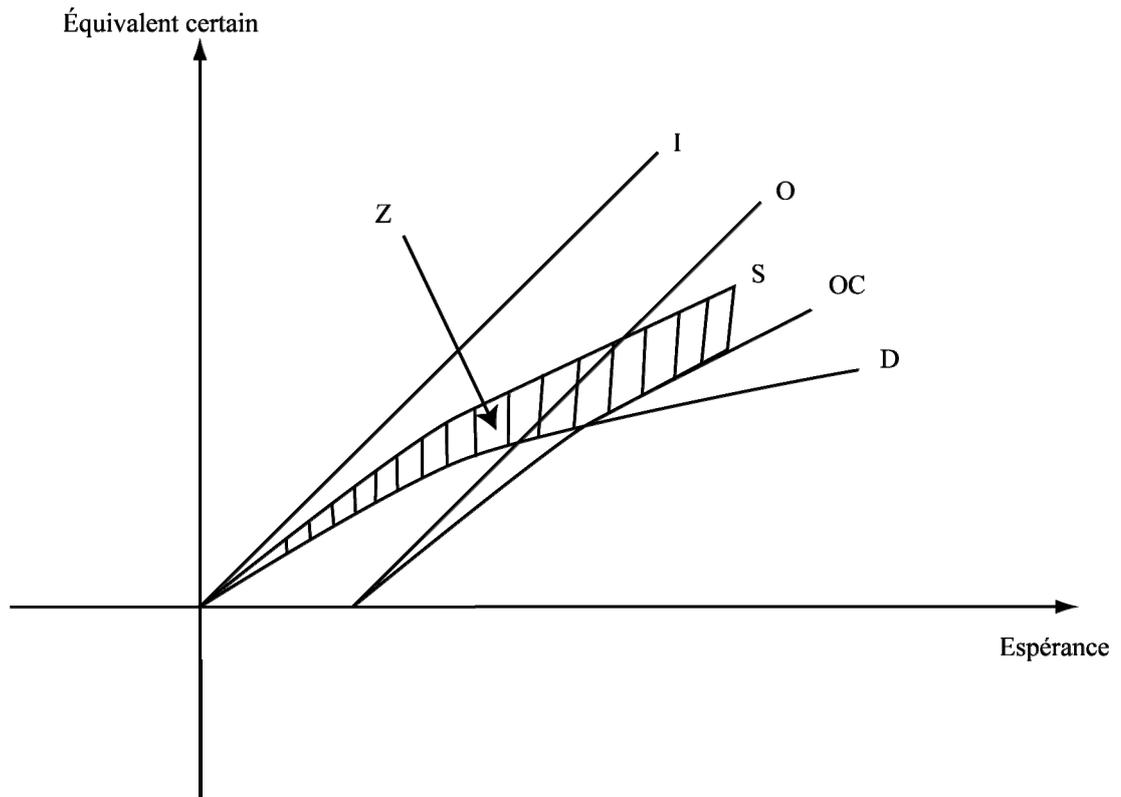
Revenons maintenant à notre spéculateur et reprenons le graphique 7. Imaginons deux demandes : le marché et un spéculateur. Le marché a une plus grande aversion au risque que le spéculateur (par définition) ; l'offre s'infléchit au point de rencontre avec la demande du marché et autorise le spéculateur à tirer parti de certaines opportunités dans la zone comprise entre sa courbe et celle de l'offre. Nous avons donc : la courbe S pour celle du spéculateur, Z pour la zone de spéculation, OC pour la courbe d'offre et D pour la courbe de demande.

---

1. Branson (1999).

2. Dans la *Vie de Rancé*, Chateaubriand exprime très bien la différence entre le spéculateur et l'aventurier : « ... conversation entre deux soldats ; l'un a appris à mesurer le péril, l'autre ne l'a jamais calculé » (1844), p. 124.

### Graphique 9 : Le spéculateur et l'investissement



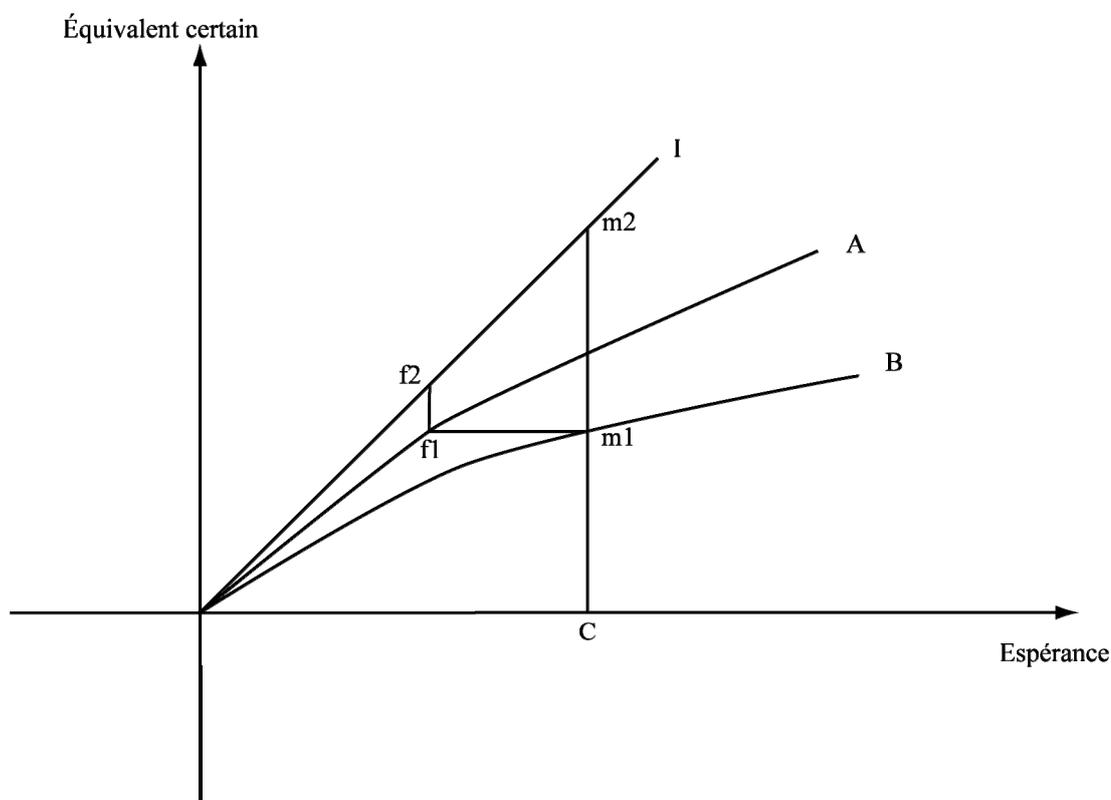
Dans le triangle désigné par Z, le spéculateur réalise un surprofit : il obtient un prix d'achat avantageux du bien d'investissement, et sa marge de profit est hors de proportion avec celle que réalisent les agents plus timorés. Évidemment ce sont des moyennes : on doit s'attendre à avoir des spéculateurs faisant de très gros profits et d'autres de très grosses pertes. Dans un pays où la prudence règne, les pertes décourageront l'initiative et les profits encourageront la médisance ; et dans celui qui valorise le risque et le succès, la réussite favorisera l'imitation et l'échec l'apprentissage.

#### *Modèle élargi à deux pays*

Utilisons les concepts de la théorie de l'utilité espérée pour comparer les comportements de deux entrepreneurs, le premier dans un pays développé (Nord) et le second dans un PED (Sud).

Nous avons :

**Graphique 10 : Courbes des entrepreneurs dans les pays développés  
et dans les PED**

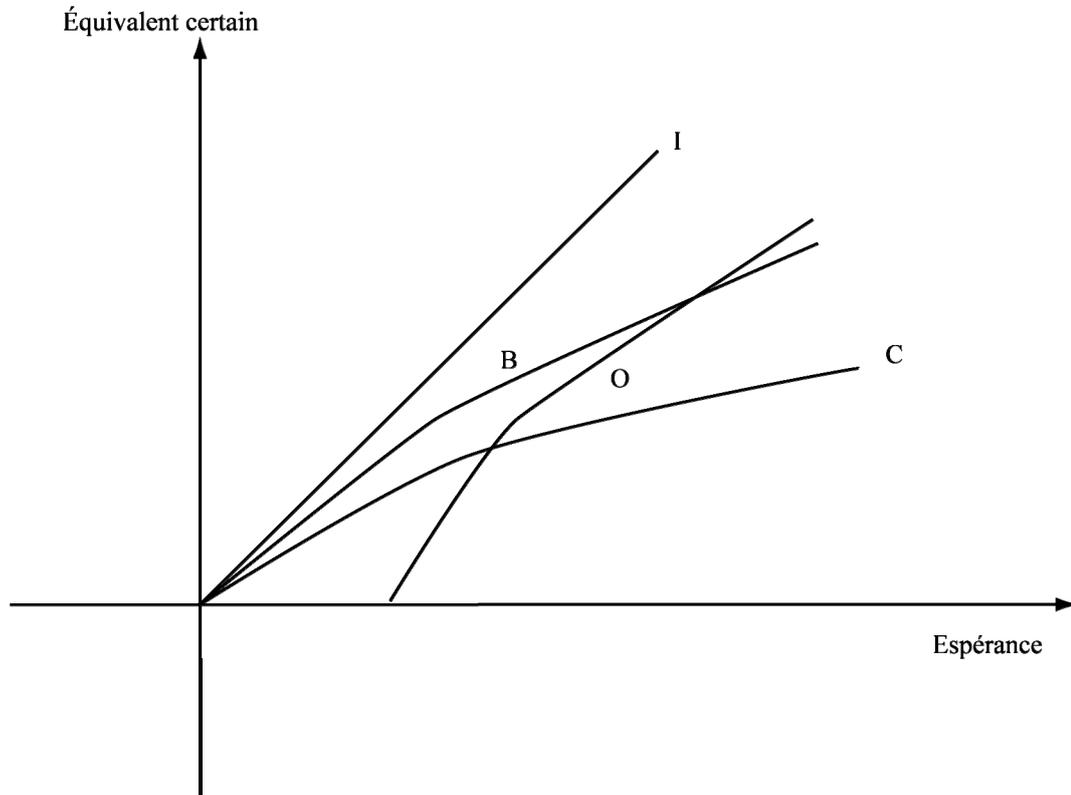


La courbe A est celle de Nord, la B celle de Sud. Le premier a moins d'aversion au risque que le second. Soit au point C un investissement donné. m1 intersection du segment C avec la courbe B donne en ordonnées l'investissement réalisé par Sud, m2 intersection de C avec la diagonale permet d'obtenir l'espérance exigée pour cet investissement ; à partir de m1 on peut obtenir f1 qui est l'investissement de même montant fait par Nord et f2 l'espérance exigée pour cet investissement. On voit tout de suite que le rendement exigé par Sud est presque de 100 %, alors que le rendement exigé par Nord est de 10 %. On voit aussi que pour les petits investissements la différence de rendement exigé est faible, mais qu'elle augmente nettement pour des investissements plus élevés.

Nous allons dessiner maintenant les deux courbes de demande et une courbe d'offre. Il est vraisemblable que l'offre se fera à un prix plus faible pour une demande plus faible.

Cela donne :

**Graphique 11 : Offre et demande d'investissements dans les pays Nord et Sud.**



La courbe C est la courbe de demande de Sud, B est celle de Nord et O est la courbe d'offre. Dès que O dépasse la courbe C, elle s'infléchit. Le point de rencontre de O avec B devient beaucoup plus éloigné. Les investissements sont donc plus importants et rapportent proportionnellement plus à celui qui est moins risquophobe.

En outre, à moyen terme, dans un PED, pour les investissements qui sont hors de la zone des investissements désirables, c'est-à-dire à la droite de la courbe C dans le graphique 4, il y a trois conséquences possibles :

- absence de demande pour ces investissements (les entrepreneurs de PED renoncent à faire ces types de projet) ;
- baisse des coûts dans le PED permettant d'être plus rentable ;
- augmentation du revenu par des subventions ou un régime protecteur national.

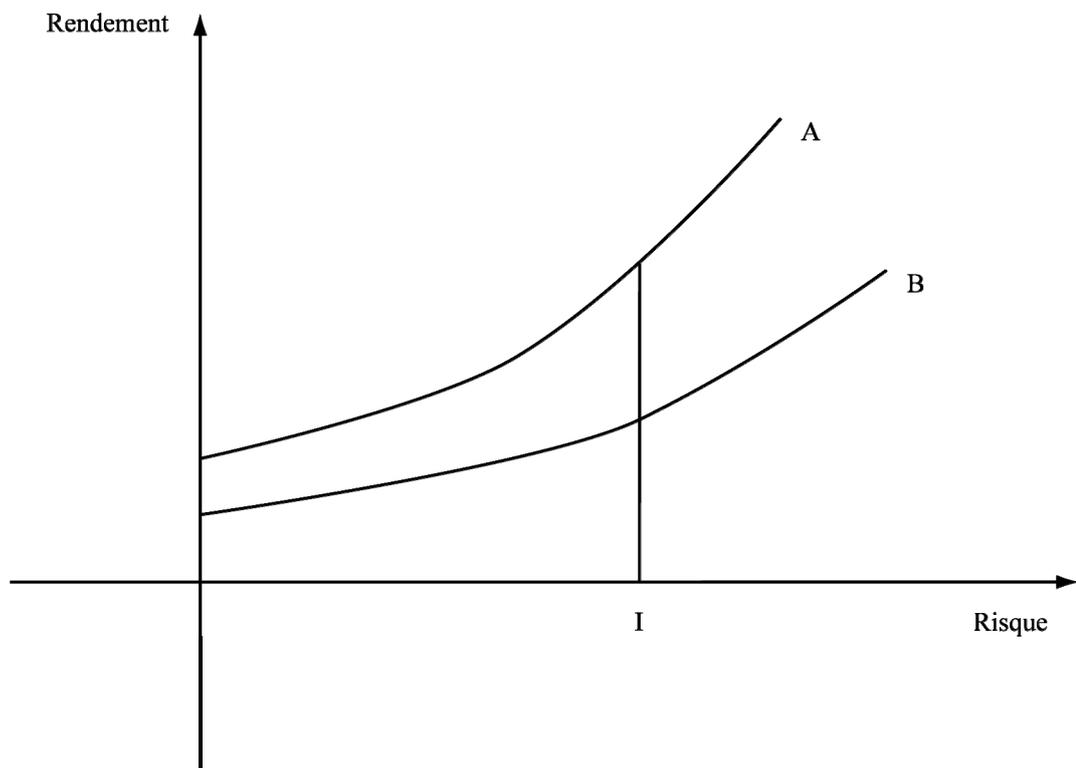
Envisageons maintenant la question sous l'angle du choix du pays d'investissement.

Nous avons un entrepreneur qui a le choix entre un investissement dans un pays à

risque et un autre dans un pays à risque plus faible. Dressons deux courbes d'indifférence qui reflètent son attitude face au risque de chacun des pays. Choisissons un investissement I qui a un certain risque spécifique.

On aura :

**Graphique 12 : Rendement nécessaire en fonction de la préférence pour le risque**



Au point I, il faudrait que le prix de l'investissement soit divisé par deux dans le pays le plus risqué ou que le rendement double pour que l'entrepreneur le fasse dans ce pays.

Ainsi, le risque existant dans les PED entraîne un double effet : d'une part, les agents ont tendance à réfréner leurs envies d'entreprendre dans les PED et, d'autre part, à tenter leur chance dans les pays moins risqués.

Dans un monde de plus en plus global, la différence de risque entraîne donc un puissant mouvement de répartition en faveur des pays les plus riches. Dans la pratique, les agents des PED pouvant difficilement appréhender les risques spécifiques dans les pays développés, ils investissent dans des placements bancaires ou boursiers dans ces pays<sup>1</sup>.

1. On a ici un paradoxe intéressant : l'amélioration du fonctionnement des marchés boursiers du Nord est bon pour les économies du Nord, mauvais pour les économies du Sud (parce que les opportunités étant meilleures, la substitution d'investissement entre Sud et Nord se fait plus aisément) et bon pour les revenus des habitants du Sud (parce qu'ils peuvent placer leur épargne plus efficacement et avec une meilleure rentabilité).

On pourrait en théorie déterminer un taux marginal de substitution qui donnerait le rapport entre les investissements locaux et ceux faits à l'étranger, et qui serait déterminé par le rapport des risques systémiques. On pourrait ainsi prévoir les flux d'investissement entre deux pays ayant de fortes ressemblances et une différence dans le degré de risque et également expliquer le différentiel de développement entre des pays limitrophes ayant des niveaux de risque différents.

### *Investissement et production nationale*

Tous les économistes s'accordent à relier l'investissement avec la production actuelle. C'est une évidence indiscutable.

La formule consacrée (et simplifiée) est  $Y = C + I$ . Toutes choses égales par ailleurs, lorsque  $I$  augmente,  $Y$  augmente aussi. Lorsque les agents d'un PED investissent dans ce pays plutôt que de placer leurs avoirs auprès d'une banque suisse, la production nationale croît. De fait, elle progresse immédiatement, mais aussi à long terme par les revenus que génère dans le temps cet investissement. Toutefois, nous allons utiliser la perspective développée ci-dessus pour donner à cette évidence un éclairage différent.

Tous les investissements n'ont pas le même résultat : une buvette, toutes proportions gardées, et en rémunérant correctement les facteurs, rapporte moins qu'une usine de processeurs électroniques. Pour être plus précis, la valeur ajoutée rapportée au capital sera bien plus faible dans la première que dans la seconde. Or la valeur ajoutée est la contribution d'une entreprise au Produit intérieur brut (PIB). Pour parler simplement, si tous les investissements dans un pays étaient dans des buvettes, le PIB serait inférieur à ce qu'il serait s'ils étaient tous dans des usines de composants électroniques. D'un autre côté, les buvettes ont un rendement qui est plus stable que celui des usines de composants. En fait, le risque spécifique des buvettes est beaucoup plus faible que celui des usines de composants. Idéalement donc, un pays devrait, comme un investisseur avisé, investir le maximum dans des actifs très risqués et suffisamment décorrélés. Si le pays investit uniquement dans des actifs faiblement risqués, le risque spécifique sera faible, mais le rendement le sera aussi.

Supposons maintenant que le PIB soit fonction de la plus-value des investisseurs définie comme la différence entre les équivalents certains payés (les investissements) et les espérances mathématiques correspondantes. Cette supposition a quelques bases : l'équivalent certain est le montant que l'investisseur est prêt à payer, l'espérance mathématique est le rendement que l'investisseur aura, s'il a une multitude de paris identiques. Si donc un pays est assimilé à un investisseur unique, la moyenne des surplus réalisés tendra à se rapprocher de

l'espérance mathématique moins l'équivalent certain. Ainsi, si l'on reprend le graphique 6, on voit tout de suite que la surface qui s'étend entre la courbe de risque et l'espérance, et limitée par le croisement avec la courbe de demande, est bien plus réduite lorsque la courbe est plus aplatie. Certes, cette démonstration graphique est approximative et les investissements ne sont pas nécessairement répartis de manière régulière le long d'une courbe, mais cela nous montre qu'à investissements égaux dans deux pays, celui où opèrent des agents plus entreprenants, moins timorés, pouvant prendre plus de risques et dont l'environnement est assez sûr, se développera bien plus vite que l'autre pays.

Pour nous résumer sur le risque et ses effets sur l'activité économique, les PED ont certaines particularités qui les mettent systématiquement perdants dans la course économique :

- ils ont des investisseurs de petite taille qui ne peuvent pas assumer de grands risques (uniquement des propriétaires de buvettes) ;
- ils souffrent d'un niveau de risque qui accroît encore le risque de tout investissement (au risque spécifique de l'investissement s'ajoute celui du pays) ;
- ils ont des économies trop peu diversifiées, ce qui ne leur permet pas d'éviter les secousses sectorielles ;
- les agents ont une information insuffisante, ce qui les rend plus risquophobes (voir plus haut le paradoxe d'Ellsberg) ;
- les investissements dans les PED sont donc à la fois faibles dans l'absolu et dirigés vers des projets à faible contribution.

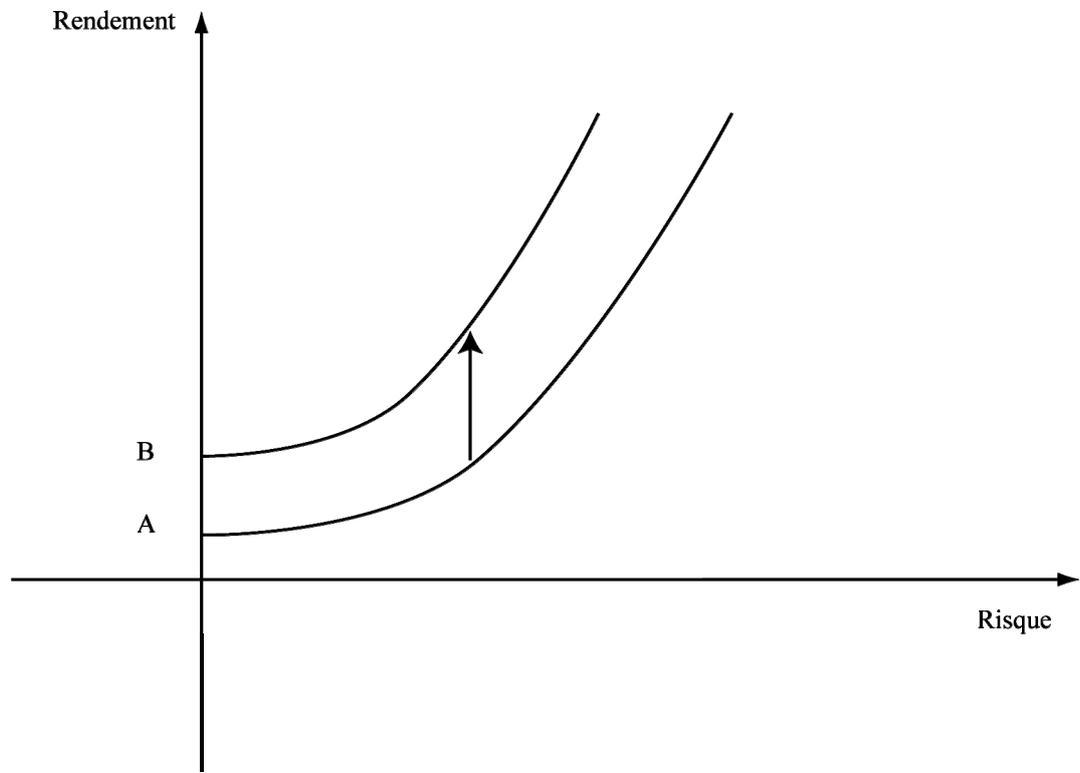
### **3. Politiques économiques et risque**

Quels effets les politiques économiques ont-elles sur les fonctions de risque agrégées et lesquelles choisir ?

#### ***Le choix entre politique monétaire et budgétaire***

Reprenons notre graphique risque-rendement et examinons les effets de chacune des politiques monétaires et budgétaires : avec une politique monétaire, en admettant que cette politique (expansionniste) abaisse le taux sans risque, le rendement net (après déduction du taux sans risque) d'un investissement augmente.

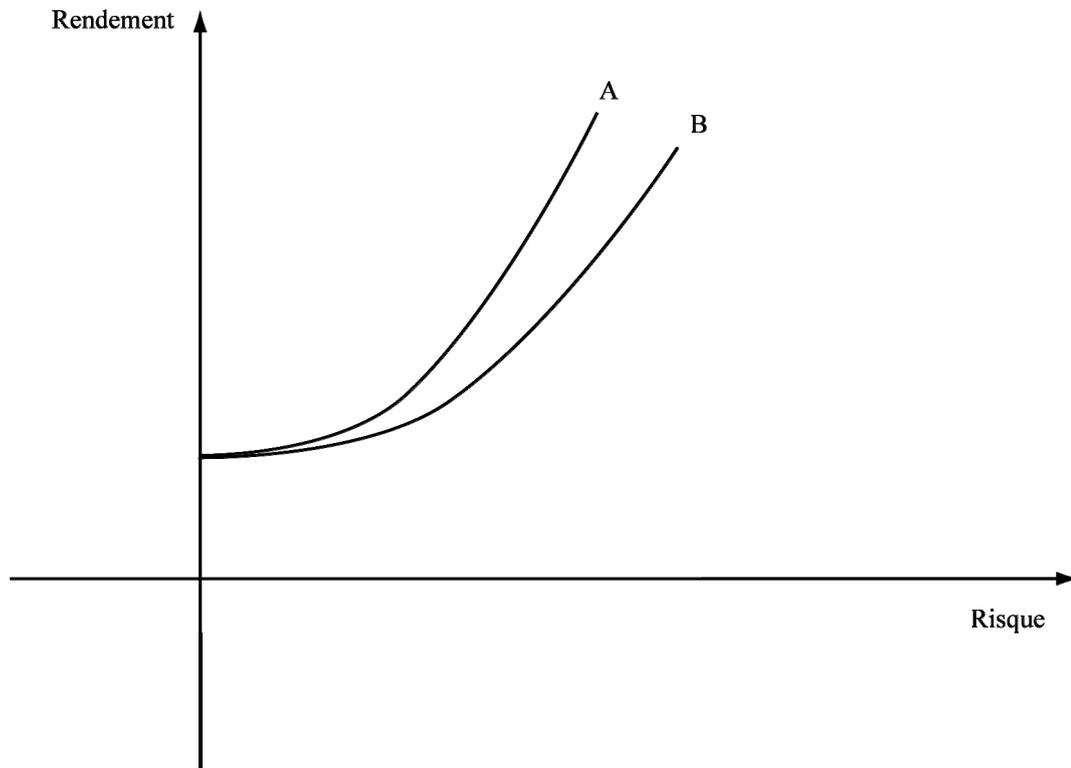
### Graphique 13 : Politique monétaire et investissements



Les points A et B sont des taux sans risque. Lorsque la politique monétaire devient moins accommodante, le taux sans risque passe de A en B, et des investissements entre les deux courbes sont abandonnés.

Dans le cas d'une relance par politique budgétaire, c'est la perception du risque (voire le risque lui-même) qui est modifiée. La promesse de contrats publics, la réduction du chômage (ou sa meilleure indemnisation) et une réduction des impôts améliorent les anticipations des agents.

### Graphique 14 : Politique budgétaire et investissement



La pente de la courbe devient plus ou moins pentue, rendant des investissements moins ou plus intéressants. Ainsi, dans notre schéma, la courbe A représente une politique budgétaire moins expansionniste qu'en B.

Toutefois, le taux sans risque pour un agent d'un PED n'est pas le taux qui est payé sur sa monnaie nationale par l'État dont il est le citoyen. Le taux sans risque est le taux appliqué sur sa monnaie de référence par l'État qui a émis cette monnaie de référence. Ainsi, dans la plupart des pays du monde la monnaie de référence est le dollar. Le taux sans risque au Liban n'est pas le taux payé par le gouvernement libanais sur sa dette en livres libanaises, mais le taux payé par le gouvernement américain sur les bons du Trésor américain.

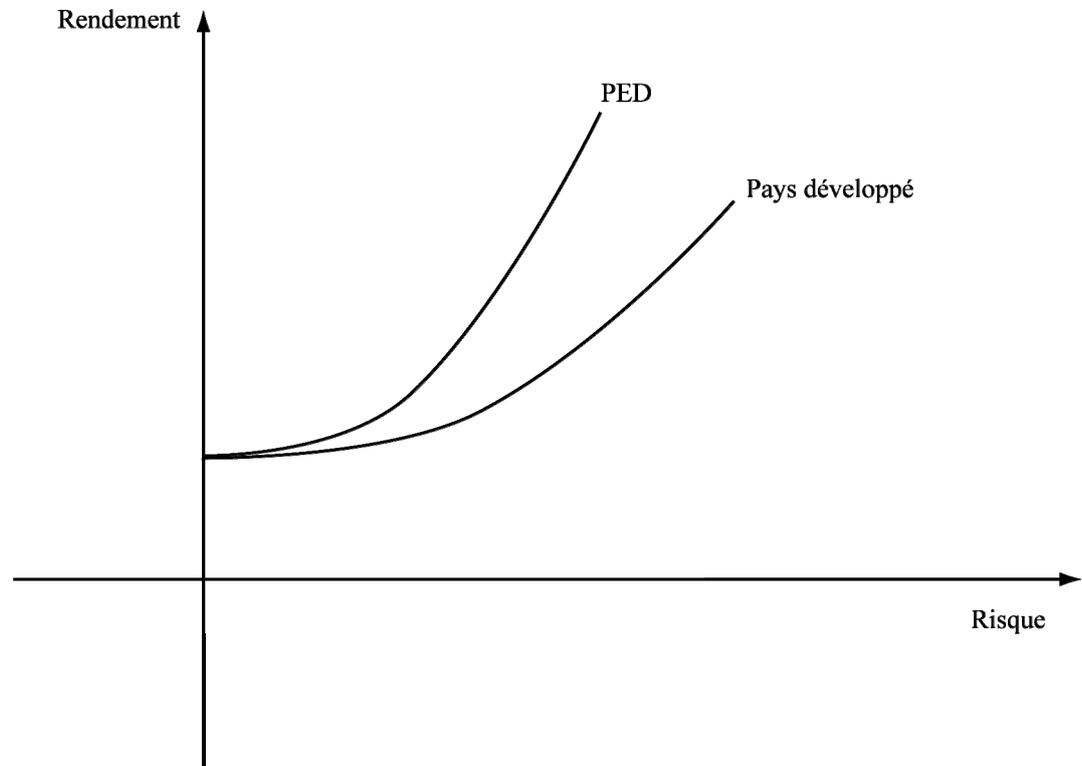
Toute action du gouvernement libanais modifiera les prévisions de risque des agents et non pas leur taux de référence.

Les PED ont donc intérêt à faire des politiques structurelles ou budgétaires, les politiques monétaires ayant peu d'effet.

À l'inverse, compte tenu des pentes différentes, les pays développés ont probablement plus intérêt à faire des politiques monétaires.

Le graphique ci-dessous illustrera ce point :

**Graphique 15 : Risque et rendement dans les pays développés et dans les PED**



- Politique budgétaire

La politique budgétaire aplatit la courbe du risque, parce que les agents ont la certitude d'avoir certains marchés. De plus, lorsqu'un État cherche à améliorer le niveau de risque des agents, cela se fait d'ordinaire par le biais de la politique budgétaire.

- Politique monétaire

La politique monétaire fait varier à la hausse ou à la baisse le taux sans risque et donc la courbe d'indifférence risque-rendement.

Compte tenu de la courbure des fonctions respectives, une politique budgétaire a, en temps normal, relativement plus d'efficacité dans un PED que dans un pays développé. Nous traiterons plus loin des politiques économiques les plus efficaces pour un PED.

- Protectionnisme et risque

Le protectionnisme est une politique qui est passée de mode. S'il continue à s'appliquer dans certains secteurs ou dans certains pays, c'est pour des raisons politiques ou à cause de retards dans l'application des réformes. L'aéronautique ou l'agriculture sont parmi ces secteurs où subsiste le protectionnisme pour des raisons d'indépendance nationale ou de

politique interne.

Cela dit, la base théorique du protectionnisme a presque totalement disparu<sup>1</sup>. Dans toutes les réformes économiques mises en œuvre dans les pays du Sud, que ce soit avec le concours ou non de la Banque mondiale, l'élimination des barrières commerciales et l'entrée dans l'OMC sont une étape obligée.

Pourtant, le protectionnisme a fonctionné. Les pays d'Asie du Sud-Est, la Chine, le Japon il y a quelques décennies, ont utilisé le protectionnisme et s'en sont très bien accommodés. Comment expliquer ce décalage entre les résultats et les conclusions que l'on en tire ?

Nous pensons que la théorie du protectionnisme était faible, mais que le protectionnisme a certains mérites qui n'ont pas été cernés par la théorie.

List (1841), qui en fut le chantre, pensait qu'il devait avoir un rôle éducateur, qu'il devait s'appliquer durant une certaine phase du développement jusqu'à ce que l'industrie protégée devienne assez forte pour ne plus craindre la concurrence étrangère.

Cette argumentation a été critiquée notamment parce que les barrières appauvrissaient le plus grand nombre au bénéfice de quelques industriels et, sur le long terme, réduisaient les capacités compétitives de la nation. Elles donnaient lieu également à des mesures de rétorsion. Et enfin il n'y avait aucune garantie que l'État protectionniste sache quelle industrie protéger, jusqu'à quel point et pour combien de temps.

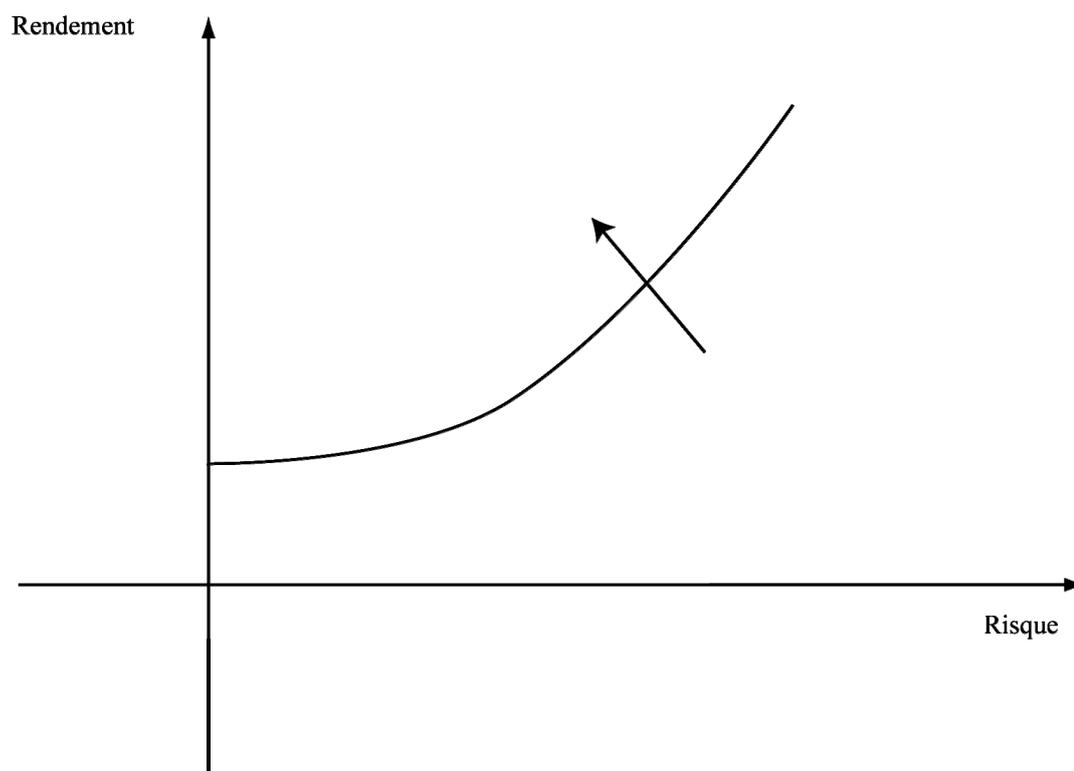
La cause serait mieux défendue en s'appuyant sur la réduction de risque : en protégeant une industrie, l'État fait plus qu'aligner sa rentabilité sur celles de ses concurrentes étrangères, il en réduit le risque.

Ainsi dans le graphique rendement-risque, un investissement dans ce secteur se déplace vers le Nord-Ouest et devient donc attractif pour les agents économiques :

---

1. Lorsque le protectionnisme est encore défendu, c'est pour des industries oligopolistiques et dans un contexte stratégique. Voir par exemple Harris (1989).

**Graphique 16 : Effet d'une politique protectionniste sur le rendement**

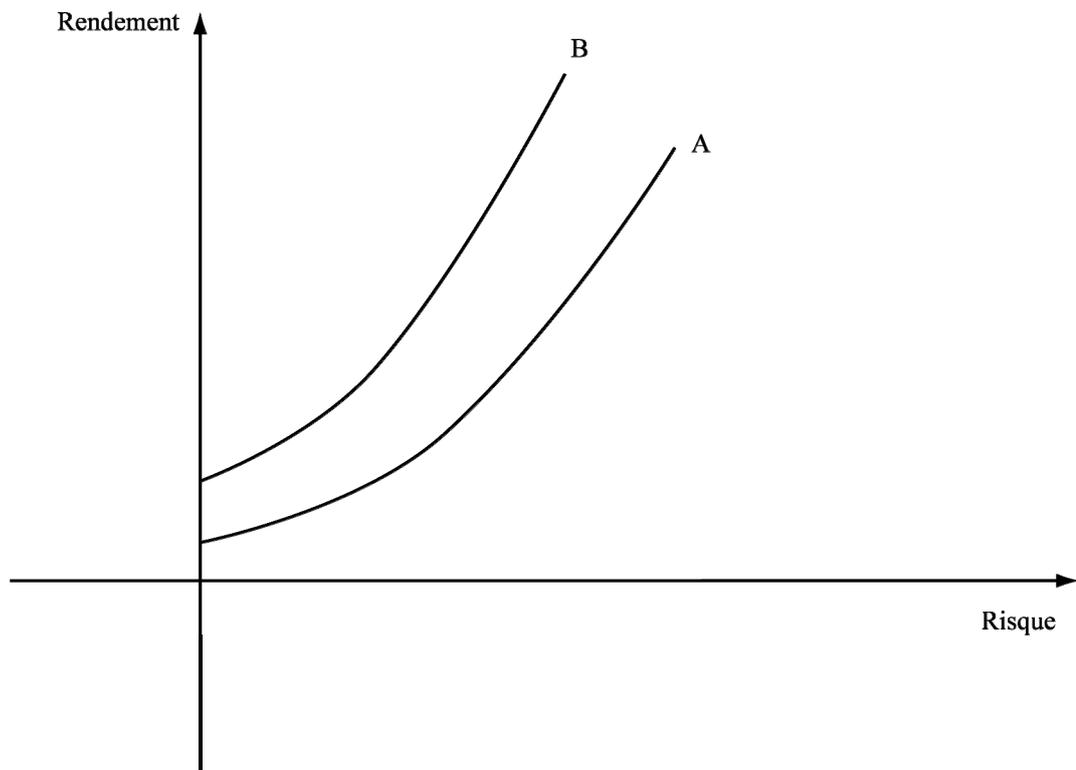


De plus, une réduction de risque n'occasionne pas d'effets d'éviction ; bien au contraire, la réduction de risque produit des effets de contagion positive : les industries protégées réduisent le risque pour leurs fournisseurs, leurs clients, leurs employés, et encouragent d'autres entrepreneurs nationaux à se lancer dans cette activité, créant ainsi ce que Porter (1990) appelle un « cluster ».

Enfin, le protectionnisme peut être bénéfique également pour les pays qui sont la cible des mesures. Prenons deux pays : A et B, le premier a un risque plus faible que le second. Supposons que les investissements (différentes industries) ont un couple risque-rendement identique dans les deux pays, et que seule l'aversion au risque des agents des deux pays diffère.

Dessignons les fonctions de risque pour A et B :

**Graphique 17 : Concurrence entre pays et risque**



Les industries se répartissent dans l'ensemble de l'espace, mais sont probablement regroupées autour des deux courbes.

Dans la zone située à la gauche de B, les agents de A et de B vont investir. À la droite de B et à la gauche de A, seules existeront des industries de A. Le protectionnisme de B permettra le développement d'industries dans B qui concurrenceront celles de A, au plus grand bénéfice des consommateurs.

Le protectionnisme, toutefois, ne crée, au mieux, qu'un optimum de second rang. Cela ne devrait être une solution que pour les États qui sont dans l'incapacité absolue d'améliorer la situation de risque de leurs agents. Mais nous verrons plus loin qu'il existe des moyens plus efficaces et moins ambigus pour réduire le risque.

#### **4. Le rattrapage par les PED**

##### *L'épreuve de la réalité*

L'un des thèmes majeurs dans les théories de la croissance est l'inéluctable rattrapage par les PED des pays développés. C'est également l'une des obsessions des patronats et des

syndicats des pays développés. Les principaux arguments pour conforter cette affirmation sont :

- la baisse de la productivité marginale des facteurs de croissance dans les pays développés et le maintien d'un niveau élevé de productivité marginale dans les PED ;
- la diffusion des techniques et du capital dans les PED, notamment par les investissements directs à l'étranger (IDE) ;
- la hausse de la population dans les PED et sa relative stagnation dans les pays développés ;
- le très faible coût de la main-d'œuvre dans les PED.

Ce rattrapage prédit par la théorie est démenti par les faits : à côté de la Malaisie ou de la Corée du Sud qui sont en train de rattraper, plus nombreux sont les pays qui se traînent<sup>1</sup>.

À l'inverse, l'optique du risque que nous avons choisie explique un certain nombre de faits stylisés qui restent inexpliqués dans les principaux modèles. Ces faits stylisés sont au nombre de six :

- les pays développés ont en moyenne des taux de croissance plus élevés que ceux des PED<sup>2</sup> ;
- les investissements qui sont faits dans les PED sont généralement des investissements de petite taille et de sophistication réduite ;
- les niveaux de profit sont souvent très élevés dans les PED ;
- une corrélation étroite existe entre inégalité sociale et retard économique dans les PED<sup>3</sup> ;
- les flux de capitaux se font ordinairement dans le sens Sud-Nord.

Elle peut aussi expliquer les différences de croissance entre des pays appartenant au même groupe. Enfin, elle peut donner des indications sur les politiques les plus efficaces. Elle est donc beaucoup plus opérante tant au niveau explicatif que normatif.

---

1. Selon North (2005) : « Tout au long de l'histoire, les standards de vie ont été relativement homogènes d'un pays à l'autre ; l'écart entre pays développés et pays sous-développés est un trait frappant du dernier siècle » (p. 126).

2. Selon Helpman (2004) : « To summarize, average income per capita has grown significantly since World War II, and at a high rate by historical standards. Growth rates have been uneven, however, and the disparity in income per capita between rich and poor countries has increased » (p. 7).

3. Selon Bienaymé (2006) : « ... Kuznets (1955), Lucas (1990) avancent l'hypothèse selon laquelle les inégalités exprimées en termes de concentration des hauts revenus sur une minorité d'habitants augmentent au moment du décollage, passent un pic, avant de diminuer à mesure que le pays poursuit son développement » (p. 366).

## *La ruse des esprits animaux*

Est-ce la fin de l'histoire ? Les pays à risque sont-ils condamnés à traîner éternellement leur misère ? Paradoxalement, l'existence du risque permet à ces nations, par une ruse de la nature, de maximiser leurs chances de rattraper, un jour, leur retard. Nous énumérerons ici quelques-unes de ces stratégies collectives.

- Les PED ont des taux d'épargne supérieurs à ceux des pays développés. Ce résultat étonnant est obtenu par l'inégalité sociale et par la nécessité, du fait du risque (de l'inexistence aussi de filet social), pour chacun des agents, de conserver une réserve de sécurité<sup>1</sup>.

- L'intensité capitaliste des entreprises des PED est relativement plus grande que celle des entreprises des pays développés<sup>2</sup>. Par conséquent, une modification des processus entraînerait automatiquement un net bond en avant, comme cela a été le cas dans le Japon de l'après-guerre. Le rôle des flux tendus, de la qualité totale, du « toyotisme » en général dans le succès industriel du Japon a été déterminant. Cette innovation organisationnelle a permis aux entreprises automobiles japonaises de dominer le marché mondial alors qu'elles étaient bien moins capitalisées, équipées et technologiquement avancées que leurs concurrentes américaines<sup>3</sup>. Il en serait de même si les entreprises des PED pouvaient améliorer leurs processus (internes et externes).

- Les nationaux des PED disposent, comparativement à leur patrimoine, d'investissements plus importants dans les pays développés que les nationaux des pays développés dans les PED. Cela signifie que les nationaux des PED peuvent gagner dans la plupart des « coups » : si les pays développés ont une meilleure performance que les PED, ils ne sont pas si mal lotis ; en revanche, si leur pays fait mieux que les pays développés, ils ont un meilleur rendement que les nationaux des pays développés.

- L'émigration dans les pays riches permet aux PED de maintenir un certain flux de revenu, donne l'envie d'imiter les pays riches et assure une formation technique supportée par ceux-ci.

- En côtoyant quotidiennement le risque, les individus issus des pays pauvres ont une

---

1. Une part substantielle de cette réserve est constituée par des actifs immobiliers.

2. Pour la plupart des entreprises, à chiffre d'affaires identique un capital (propre et emprunté) beaucoup plus important doit être mobilisé dans un pays émergent. Pour prendre l'exemple d'un supermarché, en France le stock moyen y est de quatre jours, au Liban il est de vingt-cinq jours. Dans un autre contexte, les formalités douanières sont de plus d'une semaine dans la plupart des PED, alors qu'elles sont faites à Singapour avant même l'arrivée des marchandises, ce qui signifie qu'un capital équivalent à une semaine d'importation est immobilisé dans les PED du fait de l'inefficacité des administrations douanières.

En revanche, du fait de la faible concurrence, le rendement des capitaux y est plus élevé.

3. Pour une explication simple du toyotisme voir Womack (1991).

grande aptitude à entreprendre – pourvu que les circonstances le permettent.

Pour résumer par un paradoxe et contrairement à ce qu'affirme Ragnar Nurske, les pays pauvres le sont parce qu'ils ignorent qu'ils sont riches<sup>1</sup>. Le retard de développement et les crises des PED ne sont peut-être pas dus à une pénurie de capitaux, mais à une mauvaise organisation juridique et administrative et à un environnement incertain. C'est ce cadre qu'il s'agit de modifier pour que les PED, non seulement accumulent de la richesse pour être un jour à niveau, mais, ici et maintenant, en profitent sans s'appauvrir, et s'insèrent dans le groupe des pays prospères.

---

1. Assidon (2002), citant Nurske : « Un pays est pauvre parce qu'il est pauvre » (p. 11).

## Section 3 : L'échange et le risque

---

Que le risque soit important pour le développement et la richesse des nations semble assez établi. Nous avons cependant considéré un seul type de réaction face au risque : l'abstention.

D'autres comportements sont possibles. Ce sont même les plus fréquents – du moins dans les groupes socialisés. C'est en effet par l'échange que les individus gèrent au mieux leurs risques. L'échange de risque est certes bien étudié par la théorie des assurances<sup>1</sup>. Notre perspective ici est moins précise et plus globale. Nous pensons que dans une économie, formellement ou informellement, par des contrats d'assurance spécifiques ou des arrangements relevant d'autres domaines, les agents acquièrent et cèdent du risque. Ainsi, de même que les économistes du capital humain, à l'instar de Becker (1981)<sup>2</sup>, avaient appliqué le calcul microéconomique à des institutions comme le mariage, on devrait intégrer le risque à ce calcul. Si tel devait être le cas, on aurait bien un réseau global dans lequel chacun serait à la fois acheteur et vendeur de risque, en fonction de sa situation personnelle, gérant en quelque sorte un portefeuille de risques. Néanmoins, compte tenu du champ de notre thèse, nous n'irons pas au-delà de cette remarque globalisante et notre propos se limitera aux échanges en vue d'investissements.

Dans la section précédente, nous avons établi que les PED étaient, dans leur développement, quasiment déterminés par le niveau de leur risque. Nous avons aussi noté que ces pays s'étaient dotés des capacités d'accélérer si les circonstances se modifiaient et devenaient favorables. Nous allons dans cette section exposer comment les agents, en échangeant le risque, peuvent accroître l'utilité collective. Nous montrerons ainsi l'utilité des institutions, spécialement lorsque le risque est élevé. Toutefois, nous n'aborderons ici que l'échange effectif et non pas l'échange d'information, qui, dans le risque, est primordial. Cela explique en effet comment les paniques et les ruées se développent. Notre ambition sera donc bien modeste ; nous nous contenterons de présenter un exemple d'échange de risque et nous conclurons par l'énumération des conditions qui rendent le processus efficace.

---

1. Mais les économistes semblent s'arrêter au secteur de l'assurance. Borch (1970), par exemple, minimise les arrangements privés de partage de risque : « In practice it does not often happen that a group of people negotiate a scheme for sharing risks, i.e. create their own insurance arrangement... »

2. Becker (1981, 1991).

## 1. La fable du restaurant

Nous commencerons d'abord par une petite fable inspirée du paradoxe de Saint-Petersbourg : soit deux amis, Alain et Bernard, qui ont l'idée de créer un restaurant. Alain et Bernard, bien qu'amis, n'ont pas des situations identiques et ont une attitude différente face au risque. Nous allons postuler qu'Alain a une forte aversion au risque et que Bernard y est totalement indifférent (un financier froid). De plus, si l'argent n'est pas une ressource rare pour Bernard, en revanche il ne peut pas s'occuper de plus d'un restaurant.

Leurs calculs ont montré que le restaurant pouvait gagner cinq cent mille euros ou ne rien gagner avec une probabilité identique pour chacune des éventualités.

Les données du problème se présentent ainsi :

**Tableau 10 : Utilités comparées de deux investisseurs**

Revenus en milliers	Utilité Alain	Utilité Bernard
100	200	- 100
0	100	0
100	100	100
200	150	200
300	175	300
400	200	400
500	225	500

Deux stratégies s'offrent aux deux amis : faire le projet seul ou collaborer. Supposons que Bernard propose une collaboration salariale : Bernard paierait à Alain un salaire de cent mille euros, quel que soit le résultat du restaurant.

La collaboration donnerait ceci :

**Tableau 11 : Utilités en cas de collaboration**

	Revenu A	Utilité A	Revenu B	Utilité B
Profit 0	100	100	- 100	- 100
Profit 500	100	100	400	400
Utilité espérée		100		150

Et l'absence de collaboration donnerait à Alain une utilité espérée de 62,5 et à Bernard 250.

On a donc :

**Tableau 12 : Synthèse**

	UE en cas d'accord	UE si pas d'accord et succès
Alain	100	62,5
Bernard	150	250

Si Alain et Bernard ont des chances identiques de mettre la main sur le restaurant, l'utilité sociale espérée serait :

**Tableau 13 : Utilité sociale espérée**

	Accord	Pas d'accord
UE sociale	250	156,25

Alain a donc tout intérêt à collaborer et Bernard a vraisemblablement d'autres amis qui ont le même profil qu'Alain.

Cette possibilité de coopération aura donc augmenté les chances d'existence d'un restaurant et permis à Alain et Bernard de maximiser leurs utilités.

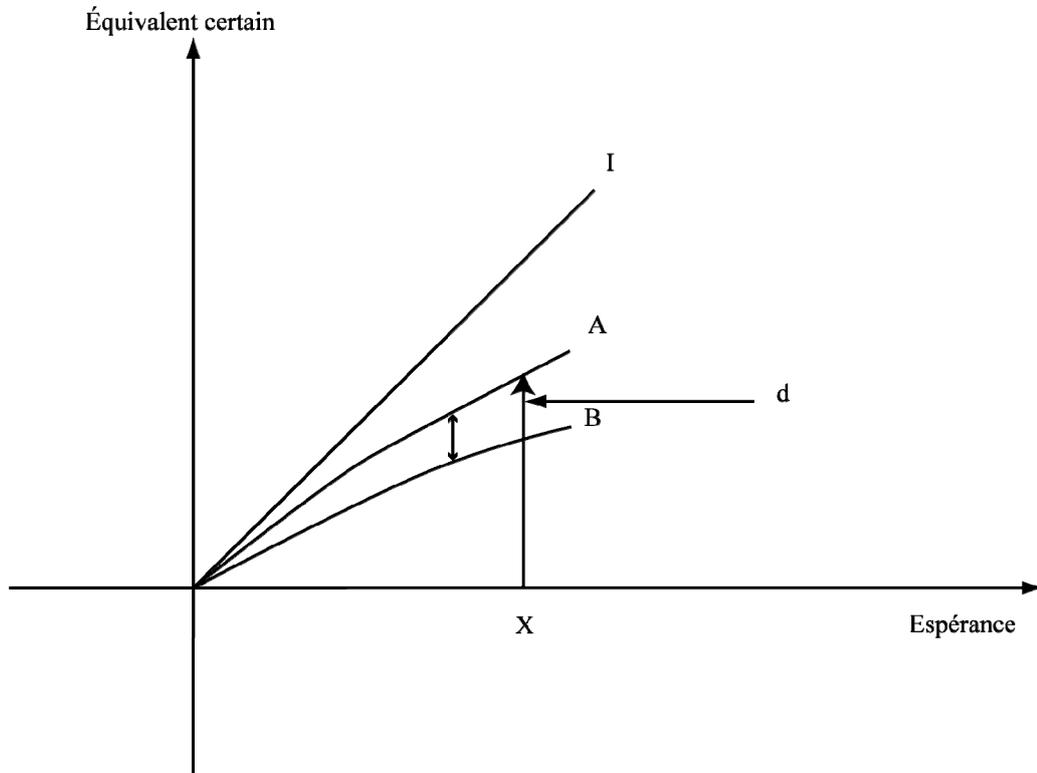
## **2. Modélisation de la fable**

Nous allons maintenant essayer de généraliser notre exemple en le présentant de manière graphique.

Nous allons tout d'abord prendre l'hypothèse de deux fonctions d'aversion de risque croissantes pour deux agents et admettre que l'équivalent certain (EC) est un substitut à l'utilité (ce qui est acceptable *ex ante*).

On a donc :

**Graphique 18 : Intérêt pour l'échange de risque en fonction de la préférence pour le risque**



Dans notre schéma, plus la pente de la courbe est aplatie et plus l'agent est risquophobe. À la diagonale, l'EC est égal à l'espérance, l'agent est indifférent au risque.

Dans notre construction, l'agent A est moins risquophobe que l'agent B.

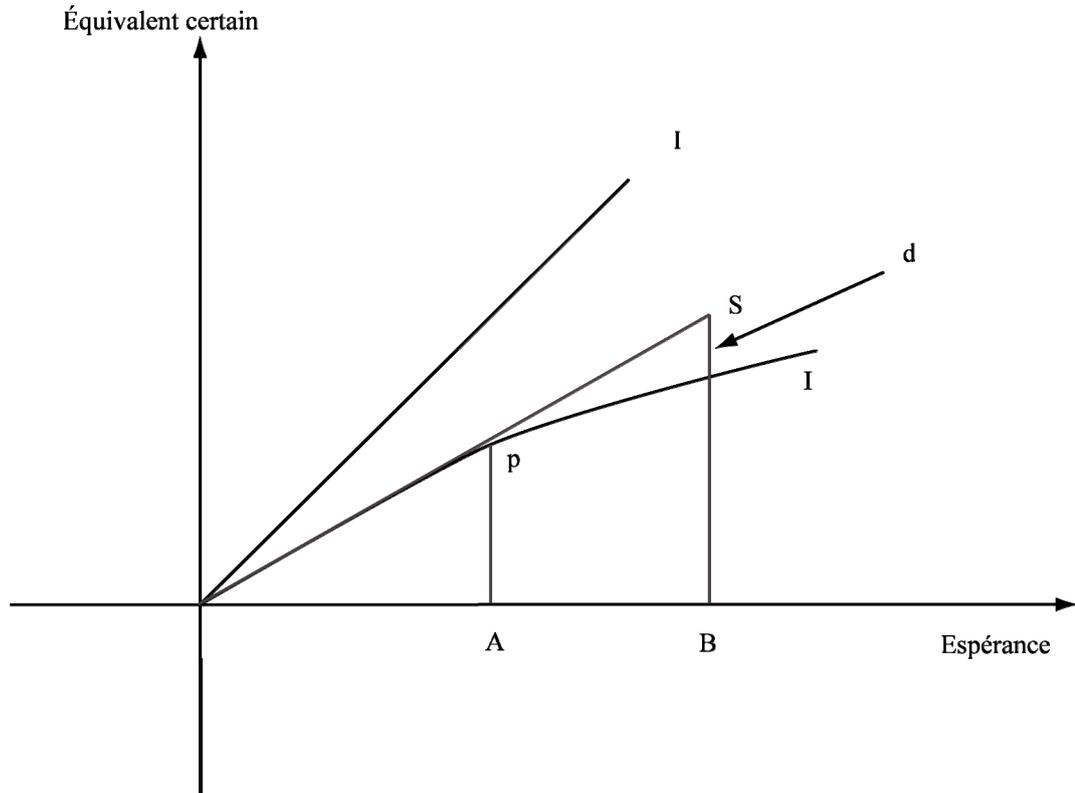
À la droite X (qui pourrait être un projet d'investissement), il existe une différence (d) entre l'EC de A et celui de B. Les deux agents ont intérêt à échanger le risque et pourront se partager (d).

Ainsi pour peu que deux agents aient des fonctions de risque différentes, ils auraient intérêt à échanger le risque.

Prenons maintenant une hypothèse de deux fonctions identiques pour les deux agents. Ont-ils néanmoins intérêt à faire une transaction ?

On a :

**Graphique 19 : Échange entre deux agents ayant la même préférence pour le risque**



Supposons que les agents décident de s'associer dans le projet moitié-moitié, c'est-à-dire qu'ils partagent le risque et la rentabilité à égalité. La droite B est l'investissement projeté, la droite A est l'investissement qui serait fait par chacun s'ils faisaient une association. Au point I, nous avons l'EC d'un agent s'il faisait seul l'investissement. L'intersection de la droite A (médiatrice du segment OB) avec la fonction d'aversion au risque représente l'EC de chacun des agents après association, soit P. Le point S est l'image de P sur la droite B par la transformation :  $OP$  égale à  $PS$ . S est l'EC cumulé des deux agents.

Le partage de risque a donc généré une augmentation d'utilité égale à (d).

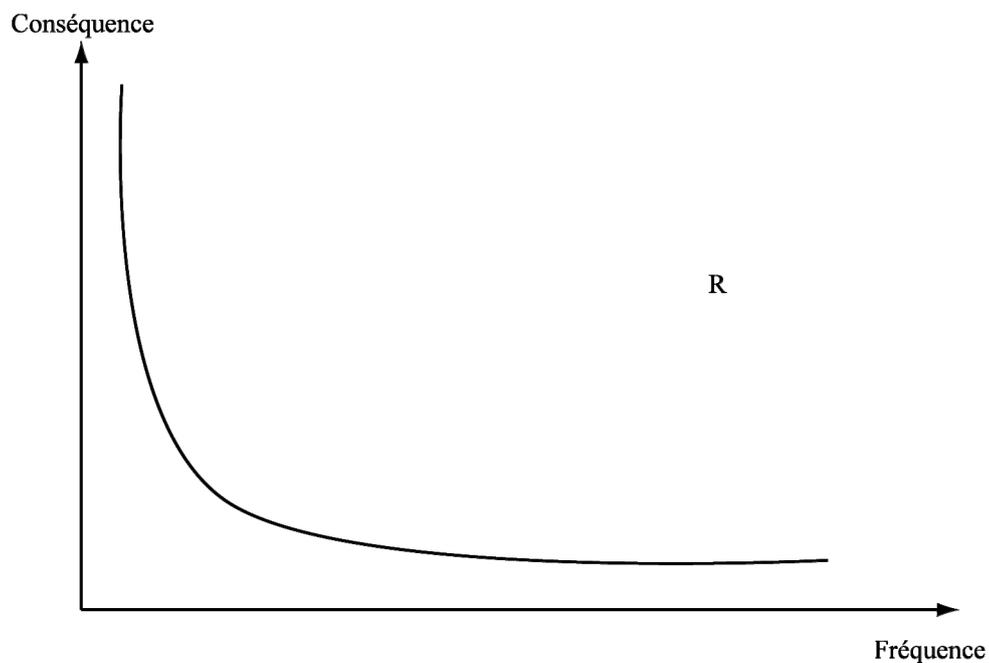
Notons que dans nos deux exemples nous n'avons même pas pris en compte ce que Knight appelle la consolidation : c'est-à-dire le fait pour un preneur de risque de l'étaler sur un grand nombre de cas – technique typique de l'assurance. Les risques objectif et subjectif n'ont pas changé pour les agents.

Nous avons donc comme première conclusion que l'échange de risque au sens large, c'est-à-dire incluant échange et partage, produit dans tous les cas (pour peu que cela soit possible et que les coûts de transaction soient raisonnables) une amélioration de l'utilité des agents. Le risque joue en quelque sorte le rôle d'une réserve pour repousser plus loin la barrière de l'optimum de Pareto.

### 3. Les contreparties du risque

Si l'on pouvait mesurer tous les risques que court un individu, nous aurions probablement un grand nombre de petits risques et un petit nombre de grands risques. Si l'on devait figurer cela par un schéma, on aurait :

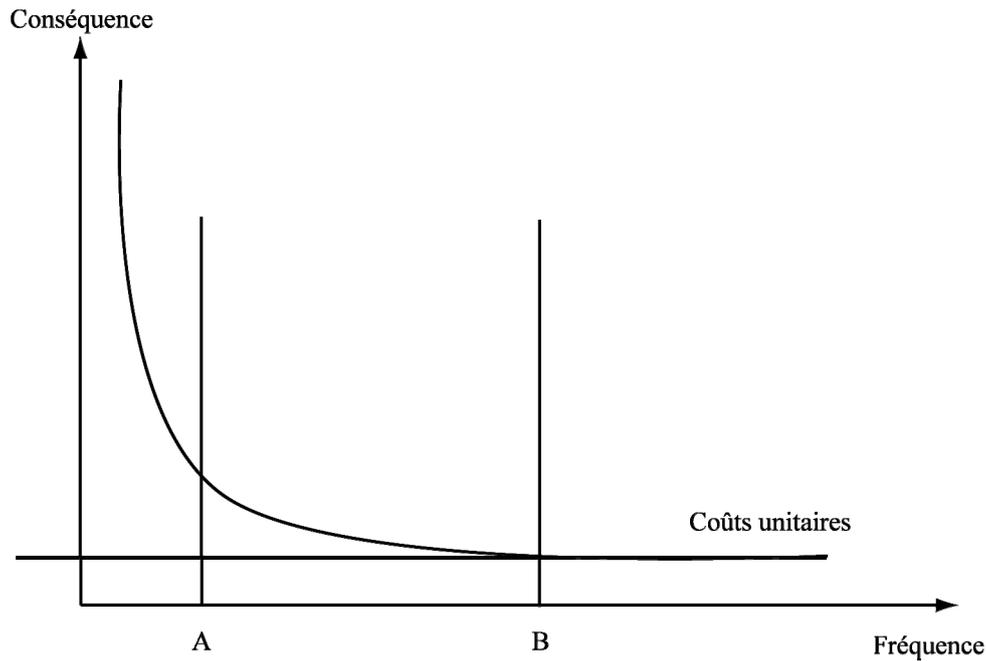
**Graphique 20 : Distribution des risques en fonction de la conséquence**



Et s'il devait optimiser sa fonction de risque, il devrait essayer de trouver des contreparties pour échanger (comme nous l'avons vu plus haut) sous la contrainte que les coûts des transactions soient inférieurs à l'accroissement de l'utilité.

Or nous pouvons présumer que les coûts ne seront que faiblement proportionnels à la conséquence.

## Graphique 21 : Distribution des risques et coûts de l'échange



Nous pouvons donc inférer trois zones pour les Échanges : la zone  $[B, \infty]$  dans laquelle aucun Échange n'est intéressant parce que les coûts de transaction ne le justifient pas, une zone  $[A,B]$  où cela peut être profitable pour les deux parties, et une zone en deçà de A qui requiert une mutualisation généralement accessible uniquement aux États.

Ainsi, on aurait trois types de transaction sur le risque : ceux où l'individu s'auto-assure, ceux où il trouve une contrepartie et ceux où il compte sur l'État. Plus on se déplace vers la gauche, plus on a besoin d'une contrepartie de grande taille et, inversement, cette contrepartie a également besoin d'étaler son risque sur un grand nombre de cas.

Pour simplifier : l'agent prend lui-même le risque d'une piqûre de moustique, il prend un emploi auprès d'une PME, il s'assure contre les incendies auprès d'une grande compagnie d'assurance, il s'attend à ce que l'État le protège en cas de guerre et il pense que tous les pays du monde s'uniraient pour assister son pays s'il subissait un tremblement de terre.

Nous pouvons donc en tirer comme deuxième conclusion que la nécessité et l'avantage d'échanger les risques favoriseront l'apparition et le développement de certaines contreparties avec la règle suivante : plus grand sera le risque, plus la contrepartie devra l'être<sup>1</sup>.

---

1. Nous verrons dans la section suivante qu'une approche par le risque permet de mieux concevoir le rôle de l'État et de concilier la demande d'État et les appréhensions sur son interventionnisme.

#### 4. Échange de risque et croissance

Le risque est donc un puissant frein à l'investissement dont la faiblesse est un facteur explicatif du retard des PED. Nous avons également démontré qu'en échangeant du risque les agents pouvaient réduire le risque consolidé. On peut en déduire qu'un échange actif du risque relancera les économies en développement.

Pour fixer les idées, examinons ce qui se passerait au sein d'une économie après échange de risque.

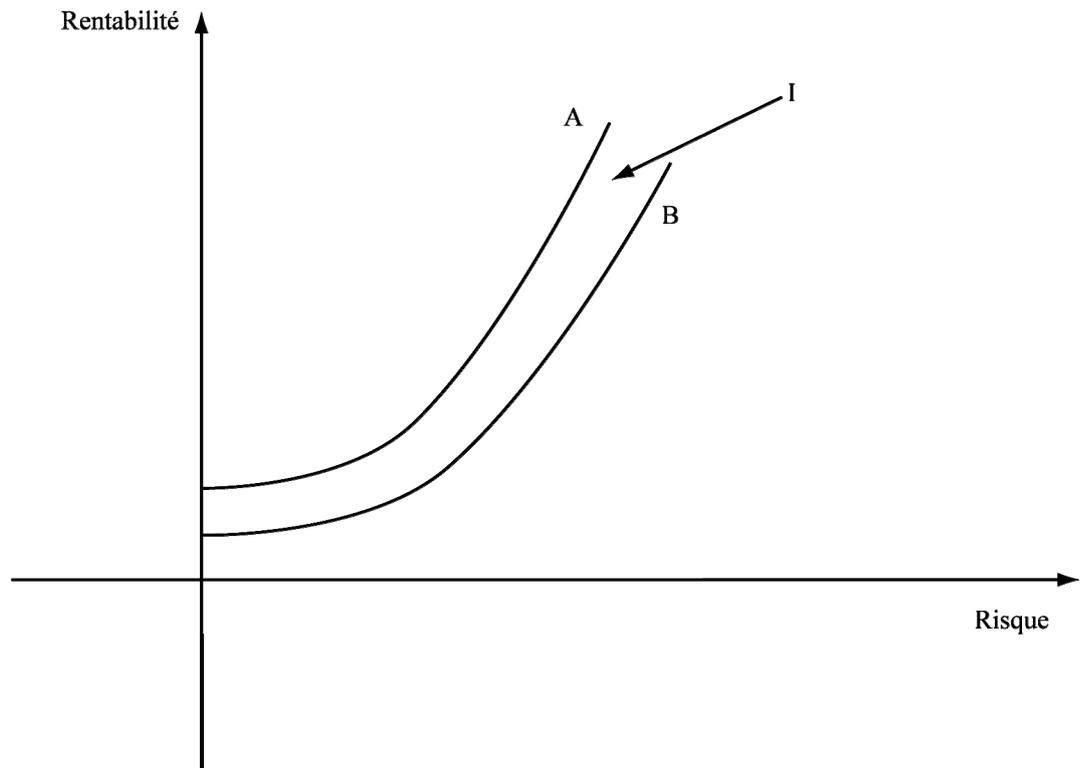
Soit l'univers des investissements possibles classés en fonction de leurs risques et de leurs rentabilités anticipées. Supposons que les agents aient une fonction d'indifférence consolidée entre le risque et la rentabilité. Nous aurons un ensemble d'investissements possibles comprenant tous ceux ayant un couple risque-rentabilité plus attrayant que celui de la fonction d'indifférence. Comme par l'échange le risque consolidé diminue, il s'ensuit que l'ensemble des investissements possibles augmente.

Le schéma suivant illustre cette démonstration.

Soit la fonction d'indifférence agrégée avant Échange (A) et la fonction après échange (B). (B) se trouvera à la droite de (A) parce que le risque consolidé aura diminué, comme nous l'avons montré plus haut.

Dans la zone (I) comprise entre (A) et (B) de nouveaux investissements sont désormais envisageables. L'univers des investissements possibles a augmenté.

## Graphique 22 : Investissements et échange



Avant d'aller plus loin, il est essentiel de clarifier de quelle façon le crédit est un mode d'échange de risque.

Dans notre histoire précédente, nous avons envisagé une collaboration salariale. Mais supposons deux catégories d'investisseurs : le premier hostile au risque et souhaitant un rendement sur son capital de 7 % et le second acceptant une variabilité du résultat, pourvu que son espérance mathématique puisse être la plus élevée possible. Soit maintenant un projet de 1 000 000 d'euros pouvant avoir deux résultats équiprobables : 1 250 000 euros ou 1 050 000 euros.

Les deux investisseurs peuvent se mettre facilement d'accord, le premier investissant 700 000 euros et le second 300 000 euros, avec une garantie pour le premier de 7 %. De cette façon, le premier a pu obtenir 7 % et le second a eu un rendement moyen de 33,33 %. Pour réaliser leur investissement commun, les deux partenaires ont échangé différentes structures de risque. Cet échange est, clairement, un contrat de prêt.

Une entreprise peut ainsi trouver les ressources nécessaires pour son activité auprès de plusieurs types d'agents ayant des profils de risque différents et échangeant leurs risques par l'intermédiaire de cette entreprise.

On pourrait nous objecter que si les crédits octroyés à une entreprise peuvent être

assimilés à un échange de risque, comment pourrait-on affirmer la même chose pour un crédit à la consommation ? Sans trop rentrer dans le détail, la théorie admet qu'un agent vise par ses choix à maximiser sa consommation sur l'ensemble de sa vie<sup>1</sup>. On peut supposer qu'en achetant une télévision à crédit, il espère réduire certaines dépenses immédiates et augmenter peut-être certaines opportunités, pour, en définitive, avoir le plus grand revenu et la plus grande consommation possible. On a donc, là aussi, un agent qui prête contre une rémunération fixe et un autre qui emprunte pour un bénéfice aléatoire.

Toutefois, l'échange ne va pas de soi : il faut certainement qu'il n'induisse pas un risque accru et que le coût de transaction ne soit pas excessif. Notre prochaine section sera consacrée à une revue des principales institutions.

---

1. D'après la théorie du cycle de vie, développée notamment par Ando et Modigliani (1957).

## Section 4 : Les institutions et le risque

---

S'il est vrai que le retard des PED est dû à l'insuffisance de l'investissement, que celui-ci est conditionné par le niveau de risque et que ce dernier peut être amoindri par l'Échange, pourquoi cet échange ne permet-il pas aux PED d'obtenir un niveau de risque comparable à celui des pays développés (ou du moins acceptable) ?

Notons que l'Échange implique, comme tout échange, des coûts de transaction et qu'il entraîne parfois un risque nouveau. De sorte qu'il peut arriver que l'Échange ne réduise aucunement le risque mais l'augmente plutôt.

Bien que les preuves manquent, les indices sont nombreux pour montrer que c'est la qualité des institutions qui rend l'Échange efficace en termes de coûts et en terme de réduction de risque. Et si l'on a pu dire que la théorie des jeux avait invalidé celle d'Adam Smith, en revanche elle aurait confirmé l'institutionnalisme. Pour Garelo (2005), « ... la solution de Hayek et des Autrichiens : pour que l'harmonie sociale existe, il faut que des institutions soient en place, et diminuent les chances de se tromper sur la façon dont les gens vont se comporter : vont-ils respecter la parole donnée, exécuter leurs obligations, ne pas tricher ni voler ? L'économie n'est pas un jeu, mais exige une règle du jeu ».

L'institutionnalisme est une vieille tradition aux États-Unis, marquée par des économistes tels que Commons, Dewey et Bromley. C'est néanmoins à la suite de Coase, d'Akerloff et de Stiglitz que ce courant s'est renouvelé, notamment sous l'impulsion de Douglas North. Le point de départ des nouveaux institutionnalistes était l'asymétrie de l'information, les institutions étant la solution pour réduire ces « coûts de transaction ». Ainsi North (1990)<sup>1</sup> affirme : « Institutions reduce uncertainty by providing a structure to every day life. »

Les praticiens du développement, la Banque mondiale par exemple, sont désormais totalement persuadés que le développement a un besoin absolu de bonnes institutions. Nous pensons que la « triade » institutionnelle pour les PED est l'État, les entreprises et le crédit. L'État est la première des institutions : la plus grande et le modèle, mais il est aussi l'initiateur et le garant des règles ; les entreprises sont l'expression de l'initiative privée ; et le crédit est le liant principal qui permet aux agents de procéder à l'Échange. Notre proposition touche à ces trois domaines : c'est à l'État de mettre en place le Certificat hypothécaire, de lui assurer un environnement acceptable, de participer au programme ou de corriger les déviations. Ce

---

1. North (1990), p. 3.

sont les entreprises qui bénéficieront en premier lieu de l'innovation et c'est par le crédit que se diffuseront les effets bénéfiques<sup>1</sup>.

Dans cette section nous parlerons de l'État, des entreprises et du crédit. Mais nous repousserons l'examen plus approfondi de ce dernier, plus central dans notre thèse, au deuxième chapitre. La discussion sur l'État et l'entreprise pourra paraître quelque peu théorique puisque son orientation sera la place du risque dans ces deux institutions et non pas leur apport au Certificat qui, lui, ne sera abordé qu'au troisième chapitre. Nous estimons cependant que cet examen permet de garder le risque au cœur de notre démarche. En effet, c'est par le risque que nous arrivons au Certificat, c'est par une meilleure gestion du risque que progressent les PED et c'est par la compréhension des institutions que nous pouvons appréhender le risque.

### **1. L'État et le risque**

Notre but dans cette sous-section est d'explorer la relation très étroite qui unit l'État et le risque. Nous nous efforcerons, après le survol de quelques-unes des théories de l'État, de proposer une explication de l'État prenant en compte le risque. Cette explication nous permettra de cerner la mission essentielle de l'État et les limites à son action, sa place centrale et son caractère exemplaire. Nous montrerons ainsi comment le risque est proprement structurant – perspective qui permet de réconcilier les approches libérales et dirigistes. Notre programme pour cette section est très ambitieux mais, si l'on pense que le risque est structurant et fondateur, il est nécessaire d'aborder l'histoire et le fonctionnement de l'une des principales institutions humaines.

L'État est le sujet par excellence de la philosophie politique. Ce n'est pas le lieu d'effectuer une revue de cette littérature qui serait de toute façon incomplète et très partiellement reliée à notre thèse. Cependant, une brève rétrospective sera utile à notre développement.

L'État, tel que nous le connaissons, est une invention relativement récente<sup>2</sup> mais qui fait corps avec l'histoire de l'humanité. Selon Clastres (1974), certaines sociétés primitives ont pu faire l'économie d'un État ou d'un chef autoritaire – des sociétés sans État – en refusant à leurs chefs l'autorité nécessaire, les projets de conquête et en s'interdisant une croissance démographique. Selon Hegel « ... les peuples ont pu vivre longtemps sans

---

1. Aïnsi, Rodnik D. et Subramanian A. [2003] affirment que les résultats des études « ... montrent que la qualité des institutions prime sur tout le reste [la géographie ou le commerce international] ». Pour inciter les États à engager la réforme de celles-ci, ils suggèrent de conditionner l'octroi de prêts internationaux à cette réforme.

2. Selon Prélôt et Lescuyer (1980), Machiavel serait le créateur du terme. Ce serait lui qui, dans les premières lignes du *Prince* aurait employé le mot « État » dans son sens moderne (p. 208). Voir aussi Arendt (1972) : « ... pour lequel il employa donc le terme jusque-là inconnu *lo stato*, l'a fait reconnaître [...] comme le père de l'État-nation moderne... (p. 181).

organisation étatique, tout en réalisant un important développement dans d'autres domaines. [...] Encore à l'heure actuelle nous connaissons des peuplades qui forment à peine une société, encore moins un État<sup>1</sup>... ». Toutefois, pour cet auteur, « l'État est consubstantiel à l'individu et à l'Histoire, c'est dans l'État que s'unissent la volonté subjective et l'Universel, c'est l'État qui est la réalité où l'individu trouve sa liberté et la jouissance de celle-ci<sup>2,3</sup> ».

Ainsi, pour Clastres, pour Hegel comme pour la majorité des historiens, l'Histoire commence avec la création des États. Dans les débuts, on trouve généralement un chef qui tient lieu d'État : il dirige les armées, administre la justice et commande parfois aux pluies. Ce n'est qu'avec les premiers empires ou les premières républiques que naissent les États modernes.

Le mot « État » est relativement récent ; les Grecs utilisaient plus volontiers les termes de « Cité » ou de « République », signe d'une organisation et d'une autonomisation encore incomplètes de l'État – la misthophorie introduite par Périclès ayant peut-être été le facteur séparant les notions de Cité et d'État<sup>4</sup>. Le terme se répand à partir du XV<sup>e</sup> siècle avec les premiers théoriciens de l'État tels Bodin, Machiavel ou More.

Mais, quelle que soit sa forme et quel que soit le philosophe, l'État est assimilé au pouvoir. J'ajouterai que l'autorité est son principe directeur. Un État n'existe que si son pouvoir est admis comme allant de soi, et s'exerce sans effort. Comment autrement expliquer la sujétion du grand nombre à un seul. C'était déjà l'interrogation de La Boétie (1548) dans son *Discours sur la servitude volontaire*. Et sa réponse était : « La première raison de la servitude volontaire est la coutume<sup>5</sup>. » L'explication semble insuffisante car elle justifie le maintien du pouvoir et non son émergence. Nous devons donc revenir à la genèse de l'autorité, elle-même source du pouvoir.

Si l'on reprend la classification de Kojève (2004) sur les types d'autorité, celle dont dépend l'État est principalement celle du Maître : une autorité fondée dans le présent. Il est d'ailleurs significatif que le mot « état » signifie aussi la situation présente<sup>6,7</sup>. Or, que dit Kojève sur l'autorité du Maître ? Dans son ouvrage *La Notion de l'autorité*, il reprend la fameuse dialectique du Maître et de l'Esclave de Hegel : l'autorité du Maître sur l'Esclave

---

1. Hegel (1965), p. 192.

2. *Ibid.*, p. 134 sq.

3. Conception qui est proche de ce que Benjamin Constant qualifiait de liberté chez les Anciens.

4. La rémunération des magistrats permet l'autonomisation de l'État car cela engendre un corps de fonctionnaires permanents doté d'intérêts communs et attaché à la survie de cet État. Il faut peut-être y trouver aussi l'origine de la liberté chez les modernes : tant que les fonctionnaires n'étaient pas rémunérés, les citoyens participaient tous au fonctionnement de la Cité ; à partir du moment où une rémunération était offerte, seule une minorité le faisait, les autres recherchant dès lors la protection de leur liberté.

5. La Boétie (1548), p. 150.

6. On peut certes retrouver des éléments des autres formes d'autorité dans celle manifestée par l'État : l'autorité du Père lorsque l'origine de l'État ou de son détenteur se perd dans la nuit des temps, celle du Chef pour les projets qui mobilisent totalement la Nation ou celle du Juge quand les titulaires des fonctions publiques ont un prestige et une tenue morale supérieure.

7. *A contrario*, on peut trouver des penseurs qui estiment que le pouvoir de l'État repose sur d'autres fondements. Ainsi Weber considère que la « domination » est charismatique et légale, donc issue de l'« autorité du passé » et de celle de « l'intemporel ».

procède du risque de mort que le premier est disposé à assumer, contrairement au second.

Peut-on en déduire que l'autorité des États proviendrait de la maîtrise du risque suprême ? Cela était incontestablement le cas lorsque l'État s'identifiait à une personne : le Prince était prêt à risquer sa vie, et le sujet à accepter une perte de liberté en échange d'une prise en charge de son risque. C'était même là le contrat féodal : le seigneur s'engageait à protéger le paysan contre un danger extérieur en échange de sa liberté.

L'anonymisation du pouvoir n'a certainement pas affaibli cette composante. Il est même vraisemblable que le rôle s'en est trouvé élargi : l'État reçoit une sorte de mandat pour gérer le risque du groupe.

Si nous acceptons cette conjecture, nous avons donc cette clause supplémentaire (peut-être en petits caractères) dans le Contrat social : l'État s'engage à gérer le risque des citoyens en échange du pouvoir qu'il exerce sur eux<sup>1</sup>.

Cela n'est, d'ailleurs, pas incompatible avec la thèse de Hobbes (1651) dans le *Léviathan* : « On dit qu'un État est institué [...] dans le but [pour le citoyen] de vivre en paix et d'être protégé contre les autres<sup>2</sup> » ; ni avec celle de Locke : l'État doit protéger la propriété privée ; plus conforme aussi à l'esprit de l'État libéral : un État minimal chargé d'assurer la sécurité des citoyens. Cela s'accorderait également avec le concept de Rawls du « voile d'ignorance ». En effet, autant il est difficile d'utiliser le voile d'ignorance pour des actions de discrimination positive (il n'est guère aisé de convaincre un individu fortuné qu'il aurait pu être pauvre et malade, et que par conséquent il devrait accepter, pour des motifs rationnels, que l'on aide les personnes pauvres et malades), autant il est facile de le faire pour la mutualisation, la redistribution ou l'amoindrissement du risque<sup>3</sup>.

Cette compatibilité ne doit pas masquer les différences d'approche :

- dans le *Contrat social* de Rousseau, le citoyen renonce à la liberté individuelle contre une liberté collective. Le risque que veut éviter le citoyen est un risque de despotisme. C'est celui-ci dont il se protège par le Contrat social ;
- chez Hobbes, l'État monopolise la violence et protège les citoyens contre les violences qu'ils s'infligeraient ;
- pour Locke, l'État doit protéger la propriété privée, extension de la liberté individuelle ;
- l'État providence doit amoindrir les conflits sociaux par la solidarité qu'il organise.

---

1. Rappelons que le Contrat social pour Rousseau est un contrat fictif que chaque citoyen aurait conclu avec la société par lequel il renonce à sa liberté et en contrepartie participe au pouvoir.

2. Voir Simonnot (2003), p. 51.

3. Pour Ricœur (1995), à l'inverse, les États se seraient institués en infligeant la violence et non en protégeant du risque. « ... car, au fond, il n'existe probablement pas d'État qui ne soit né d'une violence... », p. 151.

L'objectif premier serait donc la cohésion sociale et non pas un contrat individuel : risque contre liberté.

Notre proposition (l'État a pour rôle principal d'aider les citoyens à gérer leur risque et parfois à l'assumer pour eux) est donc compatible avec les approches classiques, sans pour autant qu'elles se recouvrent intégralement<sup>1</sup>.

Cette brève introduction étant faite, nous allons maintenant examiner comment s'exerce ce mandat, sachant que nous négligerons des aspects liés au mode de fonctionnement de l'État. Par suite, nous ne distinguerons pas entre État démocratique ou non ni entre les différents pouvoirs (exécutif, législatif et judiciaire). L'État sera un, quelle que soit sa forme, l'organe intervenant ou son organisation, et ce malgré les implications économiques – et surtout en regard du risque – liées à ces paramètres<sup>2</sup>.

Tout d'abord, définissons la mission de l'État en matière de risque.

1. L'État doit évidemment réduire le risque collectif : cela peut se faire par un arbitrage entre le risque actuel et le risque futur, par une répartition du risque entre les citoyens, par une mutualisation ou par des systèmes permettant aux agents de mieux gérer les risques.

2. L'État doit aussi diminuer un certain type d'aversion au risque des citoyens : cela peut se réaliser entre autres par l'éducation, l'exemple, une structure juridique ou un mécanisme de subvention.

Va-t-il de soi que l'État doive réduire l'aversion au risque ?

Notre période a une certaine méfiance envers l'État, la modernité et le changement en général ; elle oublie que la première obligation des chefs est d'insuffler le courage et, par leur mépris du danger, de donner l'exemple ; en d'autres termes de réduire l'aversion au risque. Elle néglige le fait que c'est à la prise de risque que l'humanité doit ses plus grandes réalisations et quotidiennement la plus grande partie de ses entreprises. Aussi paradoxal que cela puisse paraître, pour assurer la prospérité de la Nation l'État doit réduire le risque objectif mais aussi le risque perçu, et parfois les deux<sup>3</sup>.

Sans plus ample démonstration, nous tiendrons pour acquis que l'État doit réduire le risque et instiller le courage lorsque cela est nécessaire.

---

1. L'approche fonctionnaliste, à notre sens, ne saisit pas l'essence de l'État. Par exemple, voir Touraine (2005) : « L'État national a eu trois fonctions principales : créer une bureaucratie d'État capable d'intervenir dans le développement économique ; exercer un contrôle sur les mœurs et les sentiments [...] ; faire la guerre pour constituer un territoire national... » (p. 66).

2. Un nouveau courant économique établit un lien empirique entre la qualité des institutions politiques et la croissance économique. La cause de ce lien pourrait être le comportement des agents face au risque politique (Persson et Tabellini [1992] cité in Helpman [2004], p. 208).

3. Nous avons, dans notre thèse, confondu parfois le risque objectif et le manque de « courage », les qualifiant tous deux de risque.

Pour cerner cette double mission, reprenons la typologie dégagée dans la première section de ce chapitre : le risque se conjugue en probabilité objective, probabilité subjective, conséquence objective et conséquence subjective.

Lorsque l'État réduit la probabilité objective ou la conséquence objective, il réduit le risque ; lorsqu'il réduit la probabilité subjective ou la conséquence subjective, il augmente le risque. Supposons que l'on puisse additionner probabilités et conséquences et qu'il existe (à l'instar de l'utilité) des probabilités et des conséquences collectives. Supposons aussi que l'État maintienne une sorte d'optimum de Pareto en matière de risque, autrement dit qu'il réduise le risque d'un individu uniquement s'il n'y a pas d'augmentation de risque pour un autre individu. Analysons quelques-unes des actions de l'État à l'aune du risque à partir de ces éléments.

Prenons d'abord pour exemple l'instauration de lois et de tribunaux. Comparons un état de nature où les individus chassent et peuvent être délestés de leur gibier si, revenant de la chasse, ils rencontrent un individu plus fort qu'eux, et la situation après création de lois et établissement de tribunaux. Les probabilités et les conséquences objectives agrégées ne varient pas. En effet, sans modification des comportements, les résultats collectifs seront les mêmes : le gibier n'aura pas changé, simplement le titulaire final sera peut-être différent. À l'inverse, les probabilités subjectives et les conséquences subjectives seront autres : avant changement, le chasseur faible aura tendance à majorer sa probabilité de perdre son butin, le « voyou » fort ne surestimera pas suffisamment sa probabilité de trouver un chasseur faible revenant de la chasse (pour compenser la « crainte » du chasseur faible) ; de même, les conséquences subjectives négatives seront certainement plus graves pour le chasseur faible que les conséquences ne seront positives pour le « voyou » fort.

Remarquons que le raisonnement est encore plus vrai lorsqu'il y a absence de « voyous ». Soit le cas de fruits poussant sur des arbres dans un champ et tombant dans le champ voisin. Ces fruits appartiennent-ils au propriétaire du premier champ ou à celui du second ? La présence d'une loi déterminant la propriété de ces fruits ne modifie en rien les probabilités et les conséquences objectives, mais altère profondément les probabilités subjectives agrégées<sup>1</sup>.

Avant de dépeindre l'intervention de l'État, nous allons diviser les risques en

---

1. Pour s'en convaincre, il suffit de se mettre alternativement dans chacune des deux positions, de supposer qu'il n'y a pas de loi et de se demander quel pourcentage de fruits on accepterait de perdre pour éviter un conflit. Comme, en l'absence d'une loi, on ne peut être absolument sûr de son droit, tout individu sensé ne réclamera jamais plus de la moitié des fruits mais légèrement moins. La somme des pourcentages sera donc inférieure à un, et par conséquent la somme des probabilités subjectives est inférieure à celle des probabilités objectives qui ne peut être que de un. Une autre façon de s'en convaincre est d'imaginer l'effort qui sera fait par le propriétaire des arbres pour éviter que les fruits ne tombent chez le voisin. Ces efforts représentent le coût transactionnel associé à l'incertitude due au manque de loi. Une autre approche de la question, par les coûts de transaction, a été faite par Coase avec sa fameuse fable de la caverne.

anonymes et personnalisables. Le risque de tomber malade est un risque anonyme : nous ne pouvons pas (généralement) en attribuer la responsabilité à quelqu'un ; le risque d'être renversé par une voiture peut être conféré à une personne.

Le rôle traditionnel des États était de minimiser le second type de risque. La plus grande part du Droit est issue de cette préoccupation, les tribunaux et la police existent principalement pour cette catégorie de risque. Certains tenants du libéralisme souhaitent cantonner l'État exclusivement à cette fonction. Salin va par exemple plus loin et termine son ouvrage *Libéralisme* (2000) par le brûlot suivant : « C'est pourquoi nous devons, sans aucune réticence, manifester notre opposition aux monopoles publics, nous devons savoir et proclamer que l'État est notre ennemi et nous ne devons pas hésiter à répéter sans relâche que l'État n'est pas un bon producteur de règles<sup>1</sup>. »

Les libéraux négligent l'importance primordiale du risque ou supposent qu'il est toujours assurable.

Une nouvelle fois nous allons faire appel à une perspective historique. Les États sont bien plus anciens que les entreprises. Alors que les premiers remontent aux temps immémoriaux, les secondes ont attendu un cadre légal, une protection juridique, avant de voir le jour. De plus, les États ont eu dans l'éclosion des entreprises une triple intervention : ils étaient « institution » et donc agent à part entière dans la vie sociale, ils étaient modèles pour les institutions privées – c'est à l'image des petits États que les entreprises privées se sont façonnées –, et ils étaient l'ordre qui permettait aux autres institutions d'opérer.

Dans un environnement où la seule institution est encore l'État, il est inconcevable que les individus puissent s'assurer (pour des risques conséquents) ailleurs qu'auprès de lui. Même dans nos sociétés plus évoluées, les États sont toujours les principales institutions. Si donc les institutions ont un rôle essentiel pour garantir le risque, les États ont la part du lion dans l'activité de garantie.

En outre, les règles qui gouvernent les institutions, par exemple le droit des sociétés, ne sont pas exclusivement du droit naturel ; c'est un droit positif, qui à l'intérieur des normes d'équité recherche un but social donné. On ne peut guère imaginer que cela puisse être réalisé et maintenu spontanément sans la volonté étatique.

Enfin, le risque que nous avons qualifié d'anonyme ne peut être assuré par le secteur privé parce qu'il n'est pas délimité et que son amplitude n'est pas à la mesure des moyens du secteur privé. Si un individu allait auprès d'une compagnie d'assurance et lui demandait d'être assuré contre tout ce qui peut lui arriver de préjudiciable, on le prendrait pour un fou.

---

1. Salin (2000), p. 498.

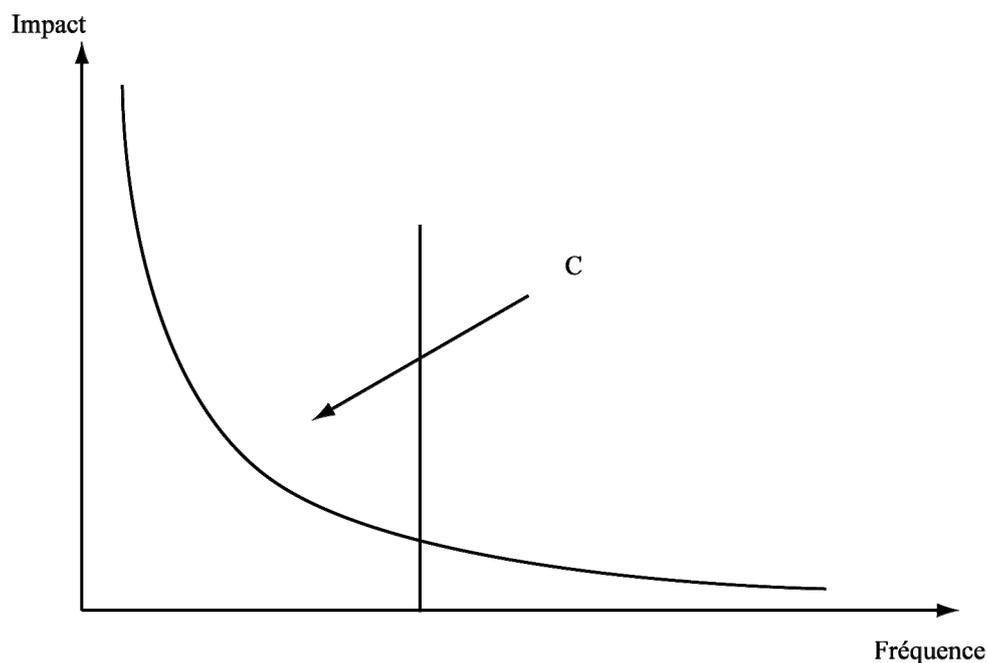
Pourtant, lorsqu'il arrive quelque chose d'inattendu – vague de froid, tsunami, marée noire... personne n'est choqué par les demandes d'indemnisation. Cela prouve bien que le « Contrat social » inclut l'indemnisation des conséquences des événements imprévus. Cela montre aussi la nécessité pour l'État de baliser les risques, de les rendre moins inconnus, pour permettre au secteur privé de les assurer.

Ainsi, l'origine de l'État est le risque, son but est la réduction du risque objectif et de l'aversion au risque, ses moyens sont la création d'institutions<sup>1</sup> par lesquelles il fournit à la fois des règles, des biens et des services.

Essayons maintenant de cerner les contours de l'action de l'État en matière de risque.

Si nous schématisons les risques en portant en ordonnées l'impact des risques (événements) et en abscisses leur fréquence, nous aurions une courbe décroissante (C) qui ressemblerait à ceci :

**Graphique 23 : Domaine d'élection de l'État**



Les risques ayant l'impact le plus élevé ont généralement la fréquence la plus faible. Le domaine d'élection de l'État est la partie la plus à gauche du graphique, celle où les risques sont peu fréquents, mais dont l'impact est très grand et qui ne peuvent pas être assurés avec la structure privée existante<sup>2</sup>. Est-ce à dire que l'État est systématiquement plus efficace que le

1. Nous prenons ici le terme institutions dans un sens large incluant à la fois les organisations et les règles.

2. Michel-Kerjan (2007) relève que « ... certaines régions des États-Unis sont en train de tendre vers une intervention gouvernementale

secteur privé, que de bonnes nationalisations relanceront les économies ?

L'expérience montre que les États sont, en général, de piètres gestionnaires et que lorsque des sujets privés ont opéré des activités publiques, ils ont été meilleurs. C'est que les États peuvent supporter des conséquences économiques plus importantes que les individus, mais que les fonctionnaires ont bien plus d'aversion au risque administratif que les employés du privé et qu'en sus les politiciens ne sont sensibles qu'aux risques politiques. A-t-on jamais vu un fonctionnaire démis parce que son département a stagné, a-t-on déjà octroyé un bonus aux fonctionnaires qui avaient développé l'activité dont ils avaient la charge.

Il n'y a guère d'indicateur économique à l'action d'un État. Lorsqu'une entreprise commande à une société de conseil un nouvel organigramme, elle mesure le rendement additionnel qu'il lui procure ; en revanche, il n'existe pas de repère d'efficacité pour une nouvelle législation. De même, une entreprise peut connaître l'enrichissement qu'une activité lui génère ; un État est dans l'ignorance des effets de son action sur la collectivité<sup>1</sup>. Un État est efficace pour gérer les grands risques parce que son « capital » est très important, mais son organisation le rend inapte à gérer les petits risques. Par nature, les employés du secteur public n'aiment pas prendre des risques.

Délimiter le champ de l'État n'est pas dans le cadre de notre étude, c'est pourquoi nous allons simplement brosser une esquisse de ce qu'il devrait être en fonction des risques collectifs.

Les activités, les biens et les services seraient classés en fonction du risque de celui qui les assumerait, et de leurs nécessités collectives. L'État interviendrait dans ceux qui sont à la fois très nécessaires et très risqués. À l'intérieur de chaque activité publique, il essaierait de créer une zone à faible risque qui serait laissée au secteur privé et à la concurrence. À l'intérieur des activités privées, il tenterait de susciter ou de générer de nouveaux modes d'organisation permettant une réduction du risque objectif ou davantage de courage face au risque.

Le tableau des activités se présenterait ainsi :

**Tableau 14 : Tableau des activités**

	Risque élevé	Risque faible
Nécessité élevée	Secteur public	Secteur privé
Nécessité faible	Secteur privé	Secteur privé

---

massive [pour les risques extrêmes]... » mais constate aussi que des capacités nouvelles de marché se mettent en place.

1. Cela explique l'efficacité des lobbys dans la vie démocratique : un petit groupe connaît quelles conséquences une action gouvernementale peut avoir sur lui, alors qu'il est difficile d'en mesurer les effets sur la collectivité.

Un pays comme le Liban pourrait déduire de cette grille d'analyse que « Électricité du Liban » devrait être privatisée car les « *Utilities* » sont à risque faible mais que la compagnie de transport aérien représente un dilemme : la nécessité est élevée, le risque objectif est élevé, mais si la situation politique est acceptable, l'offre internationale rend la nécessité plus faible.

Cette grille permet également, au sein du secteur public, d'externaliser certaines tâches. Rien n'interdit par exemple de nourrir une armée nationale par des sociétés de restauration (« *Catering* »).

Pour conclure, on ne peut à partir de certains cas de mauvaise gestion par les États prononcer leur arrêt de mort. Suivant la formule consacrée, il ne faut pas jeter le bébé avec l'eau du bain. Les États sont indispensables, mais à des degrés différents suivant le stade du développement de la société. Dans certains cas, ils seront presque exclusivement producteurs de règles, dans d'autres ils offriront aussi des biens et des services. C'est le pragmatisme qui doit gouverner la délimitation du secteur public. Ce sont les principes qui doivent dicter les normes de conduite de l'État.

Il ne doit pas y avoir quelque chose qui s'appelle le domaine réservé de l'État ou les fonctions régaliennes. L'État est au service de la communauté, pour réduire le risque des individus qui la forment, il n'est pas cause à lui-même, et il est l'institution créée par la société pour générer toutes les autres.

L'État qui augmente les risques perçus devient illégitime. Il abuse de son mandat pour donner le contraire de ce pour quoi il existe. Ainsi, un État arbitraire serait contraire à son principe même et un État de droit conforme à ce même principe.

De même, un État qui se désintéresserait des citoyens accablés par l'infortune ne remplirait pas correctement sa fonction.

Enfin, l'État qui essaierait de perpétuer son « offre » en ne permettant pas aux citoyens de mitiger eux-mêmes leurs risques pervertirait son rôle en réduisant son propre risque aux dépens des citoyens.

On voit donc que le facteur risque permet de repenser la genèse de l'État, son principe et sa fonction. Il aide aussi à comprendre la direction que doit prendre le développement de l'État et les limites à son action<sup>1</sup>.

---

1. L'ouvrage pourtant bien inspiré de Bienaymé (2006) ne met pas en valeur le rôle essentiel de l'État : « ... si dans un premier temps, il était sollicité de remédier aux imperfections des marchés, il n'échappe pas au sort commun à toute entreprise humaine. Bien des illusions se dissipent » (p. 230). Assureur en dernier ressort, l'État ne compense pas les imperfections du marché (ou plutôt de la société), c'est lui qui lui donne son équilibre.

## 2. Les entreprises et le risque

Nous allons essayer dans cette sous-section de montrer la relation particulière entre les entreprises et le risque. Notre démonstration s'attachera à démontrer ces trois propositions :

- une association est bénéfique aux associés ;
- elle l'est aussi à la communauté ;
- la meilleure association est celle qui se présente sous la forme d'une entreprise.

Nous allons commencer par exposer les modèles traditionnels de l'entreprise ; nous verrons ensuite la conception de Knight ; enfin, nous montrerons comment à partir de cette intuition nous pouvons proposer une théorie globale de l'échange.

### *Les modèles traditionnels de l'entreprise*

Le modèle néoclassique en donne une vision assez réductrice. Elle est une boîte noire dont le seul objet est de maximiser son profit. Elle y arrive en optimisant sa fonction de production. Elle transforme des facteurs de production et du capital en produits. Elle écoule ses produits au prix de marché (sauf si elle est en situation de monopole ou d'oligopole).

Le risque, s'il existe, est probabilisable, donc assurable, et il peut être assimilable à un coût frictionnel.

Cette conceptualisation suppose que l'entité peut être assimilée à un individu unique – l'entrepreneur –, qu'il est aussi informé qu'on peut l'être, que sa capacité de calcul et d'optimisation est infinie, et enfin qu'il n'est animé que par la maximisation du profit.

Cette représentation a été critiquée pour son manque de réalisme. Toutefois elle continue à avoir des défenseurs qui affirment qu'elle est largement suffisante pour comprendre le fonctionnement des marchés et déterminer des politiques économiques.

Une autre argumentation plus subtile est celle de Friedman. Celui-ci, à la suite d'Alchian et Enke, explique que les entreprises qui suivent le type idéal – c'est-à-dire celles qui sont totalement tendues vers le profit maximal et qui ont les meilleures capacités d'information et de calcul – se développent et évincent progressivement les entreprises moins efficaces. Le modèle est donc à la fois normatif et descriptif dans le long terme. Friedman tire la conclusion qu'on peut faire comme si (« *as if* ») il n'existait que ce type d'entreprise.

Tous les détracteurs de cette argumentation n'ont pas été convaincus. Ils affirment que le darwinisme implicite dans l'argumentation de Friedman n'est pas déterministe et qu'il n'exclut pas une multitude de formes qui ne sont pas nécessairement optimales. La remarque

souvent citée est celle attribuée à Stephen J. Gould que le tournesol aurait été encore mieux adapté s'il avait développé des pieds pour sortir de l'ombre des grands arbres. En outre, ils contestent qu'un comportement optimal unique existe, et qu'il reste optimal en toutes circonstances. Ces doutes ont donné lieu à de nouvelles approches à partir du milieu du XX<sup>e</sup> siècle que l'on regroupera dans l'ensemble dit « modèle néo-institutionnel<sup>1</sup> ».

Plusieurs économistes et penseurs ont alimenté ce courant de pensée : Galbraith et Merrill (1991) pour le rôle des managers, Coase pour les coûts de transaction, Jensen et Meckling pour la théorie de l'agence, Williamson pour l'organisation de la firme et bien d'autres encore.

L'entreprise n'est plus une boîte noire dont la structure est inexistante ou tout au moins sans pertinence. C'est dans le prolongement de ce courant et inspiré par les travaux de Knight (1921) que nous avons élaboré notre propre modèle.

### ***Frank Knight et l'entreprise***

Le point de départ de Knight était de justifier le profit. Comme nous l'avons mentionné plus haut, il le fait en mettant en avant la prise de risque. Signalons que Knight, comme beaucoup d'économistes de son époque, conclut à la disparition à long terme du profit. En effet, celui qui résulte du risque probabilisable devrait se résorber<sup>2</sup>, et celui généré par l'incertitude non probabilisable devrait s'annuler entre les différents intervenants et dans le temps, comme profits et pertes finissent par s'égaliser pour les joueurs de casino (déduction faite de la marge du casino).

Mais pour notre thèse, plus important que la justification du profit, l'essentiel est dans la mise en évidence du rôle de l'entreprise. Les économistes d'alors cherchaient à expliquer les raisons de l'existence des entreprises et de leur croissance. Pour Coase, c'était la réduction des coûts de transaction ; pour Knight, c'est la diminution du risque pour les différents intervenants. Ce serait le risque qui donnerait lieu à une spécialisation entre managers (capables de jugement), employés (ayant besoin de revenus fixes) et actionnaires (garantissant la réalisation de certains contrats)<sup>3</sup>. Demsetz<sup>4</sup> affirme à tort que l'approche de Knight ne rend pas compte de la croissance des entreprises parce que la différence dans la capacité de prendre des risques ne joue que dans la relation employés-entrepreneurs et ne peut donc expliquer une fusion entre deux entreprises ; de plus, le système des prix, sans l'aide des entreprises, serait

---

<sup>1</sup> In Bouba-Olga (2003), p. 19-23.

<sup>2</sup> Knight (1921) : « ... en l'absence d'incertitude, les coûts et les valeurs devraient être égaux dans le système, c'est-à-dire qu'il y aurait une parfaite (sic) et sans profits organisation de la production et des échanges », p. 159.

<sup>3</sup> Knight, p. 275-280

<sup>4</sup> Demsetz H. (1997), p. 2-6.

capable de résoudre le problème de la distribution de risque. L'erreur de Demsetz est de croire que le marché – sauf apparemment en ce qui concerne les coûts de transaction – est capable par le système de prix de trouver le bon équilibre quelle que soit la structure – par là Demsetz assigne à la « main invisible » un rôle à la fois trop modeste et trop ambitieux : il écarte la possibilité que les structures puissent changer tout en estimant que le résultat final sera le meilleur. Nous pensons au contraire que le marché induit des changements de structure, mais que ces changements ne se produisent spontanément qu'avec beaucoup de lenteur. Nous montrerons que le risque est un facteur explicatif de certains échanges, qu'il explique – bien mieux que le coût des transactions – l'existence des entreprises et leur croissance et enfin qu'il détermine une configuration spécifique de l'économie.

### *Le rôle central des entreprises dans l'Échange*

Les entreprises sont le meilleur outil pour échanger le risque. En effet, d'une part, les échanges qui sont faits par le biais d'entreprises sont moins risqués que tous les autres, d'autre part, les entreprises sont idéalement placées parce que en raison de leur taille elles disposent de la meilleure information et des meilleures capacités pour mitiger leurs risques.

Notons tout d'abord que les transactions avec les entreprises comportent une incertitude juridique réduite. Cela en raison du fait que toutes les entreprises (commerciales) sont gérées par des commerçants, alors que seuls une minorité d'individus le sont.

Or les commerçants, lorsqu'ils ont un différend, font appel aux tribunaux de commerce qui sont généralement plus rapides et mieux informés (ils sont généralement présidés par un commerçant) que les tribunaux civils.

Un droit spécial régit leurs relations : le code de Commerce. Il inclut des modes de preuve simplifiés et une prescription réduite.

Lorsque la partie adverse n'est pas un commerçant et qu'elle est demandeur, elle a le choix du tribunal et peut donc opter pour un tribunal civil ou de commerce.

À cette plus faible incertitude juridique, il faut ajouter la plus grande durée de vie des entreprises : en cas de décès du dirigeant, l'entreprise peut continuer et en tout cas elle peut généralement honorer les engagements antérieurs ; alors qu'au décès du commerçant, les tiers sont exposés à perdre leurs créances, leurs contrats, et la relation d'affaire.

De plus, une entreprise peut avoir le capital nécessaire à son développement. Un individu ne pourra jamais avoir un capital plus grand que sa fortune. Il pourra emprunter, tout comme une société, mais il ne pourra pas lever du capital. Or le capital détermine la capacité d'emprunt et donc le potentiel de croissance. De ce point de vue, l'entreprise démocratise la

prise de risque : elle permet de rapprocher pour les actionnaires l'équivalent certain de l'espérance de profit ; ils peuvent participer pour un montant symbolique à des risques qui n'auraient été envisageables que par des personnes beaucoup plus fortunées.

Ainsi, comparons une entreprise ayant un seul actionnaire qui investit une part importante de sa fortune avec une autre entreprise ayant mille actionnaires, chacun investissant moins d'un pour mille de sa fortune ; il est presque sûr que l'équivalent certain des actionnaires de la seconde entreprise sera nettement plus élevé que celui du propriétaire de la première. Donc, et pour peu que les deux entreprises soient gérées pour maximiser l'utilité de leurs actionnaires, la deuxième entreprise sera prête à prendre plus de risque, et fera en général plus de profits.

L'entreprise pourra aussi, si elle n'a plus de projet intéressant, distribuer ses réserves à ses actionnaires. Un commerçant a toute sa fortune dans son commerce (il ne peut pas constituer un patrimoine d'affectation) et par suite il a tendance à éviter certains projets pour ne pas mettre en péril la totalité de son patrimoine.

Pour un créancier, il est toujours plus sûr de prêter à une entreprise qu'à un particulier : les entreprises offrent une plus grande transparence, la sortie des actifs est beaucoup plus difficile que pour un particulier (un particulier menacé de banqueroute aura tendance à faire fuir une partie de son patrimoine, ce qui est bien moins aisé pour une entreprise) et enfin les législations ont tendance à être plus protectrices pour les particuliers que pour les entreprises<sup>1</sup>.

Ainsi, pour résumer : le risque est plus faible lorsque l'on traite avec un commerçant qu'avec un particulier, avec une entreprise qu'avec un commerçant. En conséquence, un salarié préférera se faire employer par une entreprise que par un particulier, il prendra moins de risque à être employé qu'à travailler pour son compte ; un créancier sera plus rassuré à prêter à une entreprise qu'à un particulier ; un client le sera plus à acheter à une entreprise ; un fournisseur privilégiera les relations avec les entreprises. On prendra généralement une entreprise comme commissaire aux comptes et une banque comme financier.

Si maintenant nous devons comparer les mérites respectifs de la théorie des transactions (TT) et celle des risques (TR) pour expliquer l'existence des entreprises et leur croissance, force est de constater la supériorité de la seconde. Selon Coase, les transactions intra-entreprises sont moins coûteuses ; selon TR les échanges intra-entreprise, interentreprises, et entre un particulier et une entreprise sont moins risqués. Selon la première,

---

1. À l'inverse, il est plus facile de répartir les risques de crédit sur un grand nombre de particuliers que sur un grand nombre d'entreprises. La réduction du risque par la diversification, possible pour une banque, peut lui permettre d'avoir un risque « particuliers » plus faible que le risque « entreprises ».

dans un pays où il n'existe qu'une entreprise, elle sera incitée à grandir parce que les transactions internes qu'elle fera seront moins coûteuses que celles qu'elle pourrait faire par le marché. Selon la seconde, des entreprises se créeront et grandiront parce que les particuliers préféreront faire des transactions avec des entreprises plutôt qu'entre eux-mêmes, les entreprises commerceront principalement entre elles et trouveront plus facilement des employés que les particuliers. Nous pouvons donc affirmer que l'étendue explicative de TT est bien plus limitée que celle de TR. Cependant, nous ne pouvons pas tirer de déduction définitive parce qu'on ne connaît pas l'élasticité des transactions aux coûts et celle afférente aux risques.

Le tableau suivant résume ces conclusions :

**Tableau 15 : Comparaison des théories de l'entreprise**

	Échanges intra entreprise	Échanges interentreprises	Échanges entre entreprises et tiers
Théorie de Coase	Coût inférieur	Neutre	Neutre
Théorie du risque	Risque inférieur	Risque inférieur	Risque inférieur

Le risque apparaîtrait donc comme un élément structurant : il conduirait les agents à choisir certaines structures sociales plutôt que d'autres. Il est aussi paradoxalement un facteur de progrès parce qu'il les pousse à faire des échanges. À notre connaissance, cette double caractéristique n'a jamais été étudiée.

### *Assurance et services*

Ce qui a peut-être occulté l'aspect prévalent du risque est le fait que dans un certain nombre de cas « l'assureur » n'a pas du tout l'impression de couvrir un risque : il a l'impression d'offrir un service. Supposons un voyageur qui arrive dans une ville inconnue ; il peut dormir dans un hôtel ou sous un pont. Dans le deuxième cas, il risque de mourir de froid, être agressé ou tout simplement arriver en mauvais état à son rendez-vous. Pour ce voyageur, le choix de l'hôtel était aussi un arbitrage de risque. L'hôtelier en revanche n'a pas le sentiment d'assurer quelque chose (sauf au sens figuré).

Dans chacune des situations, dans chacune de nos actions, nous sommes confrontés au risque. C'est l'une des matrices de notre vie. Et Nietzsche (1874) d'ailleurs ajoute : « Vivre, c'est être en danger. » Notre vie consiste en grande partie à gérer les risques, ce que nous faisons en adoptant des comportements plus sages : nous ne buvons pas en conduisant, nous fumons moins, nous ne mangeons plus de poulet depuis deux mois<sup>1</sup>... ou nous trouvons des assureurs.

Le risque, dont nous avons montré qu'il était le mieux géré et le mieux assumé par les entreprises, explique que des transactions qui, en apparence, ne sont pas risquées, sont néanmoins offertes en priorité aux entreprises. Ainsi, le voyageur précédemment cité préférera une société qui a un hôtel, plutôt qu'un particulier qui le logerait.

### *Le circuit du risque*

Envisagé sous cette perspective, le risque apparaît comme un flux souterrain qui anime chacune des transactions et transite fréquemment par certains points – il ne faut pas confondre le courant du risque avec celui des transactions, les deux circulent de pair mais ne sont pas toujours en rapport.

Si donc nous devons dresser une image de ce flux (à l'instar de ces radios médicales qui représentent le circuit sanguin), nous verrions des tâches très sombres qui sont les entreprises et parmi celles-là certaines presque noires : les assureurs et les banques ; des points de passage obligés et d'autres périphériques. Nous pourrions observer aussi comment les divers types de risque se distribuent entre les intervenants ainsi que les liaisons entre ceux-ci. Peut-être pourrions-nous même avec des images successives mesurer l'accroissement de l'importance d'un de ces nœuds.

De façon contre-intuitive, l'accumulation de risque chez un agent le rend plus efficace pour le gérer et plus attrayant pour un autre qui cherche à s'assurer : c'est le mimétisme positif – plus les gens font confiance à quelqu'un, plus il mérite cette confiance. Par suite, et pour peu que les déséconomies d'échelle et les coûts de transaction le permettent, une fois atteinte une certaine taille critique – la taille de la confiance – les entreprises ont vocation à grandir infiniment.

---

1. ... à l'époque de la grippe aviaire.

D'un autre côté, la disparition d'un centre entraîne un ébranlement de tout le système. Plus le nœud est important, plus son maintien ou à tout le moins son remplacement progressif est vital.

### ***Les types de risque***

Nous pensons qu'il existe une hiérarchie des risques. Parmi eux, le risque de crédit est le risque préféré : nous préférons prendre le risque d'une faillite de notre assureur que celui du dommage que nous pourrions subir – et nous le prenons d'autant plus volontiers que l'assureur est généralement du croire. Nous substituons ainsi des risques de crédit mesurables et compréhensibles à des risques diffus et non calculables.

Les raisons de cette préférence sont nombreuses, mais la socialisation est vraisemblablement la plus importante. Elle nous laisse présumer la bonne foi des autres, nous pousse à rechercher leur soutien, à imiter ceux qui l'ont fait avant nous. Et la socialisation elle-même par un effet de retour est déterminée par cette recherche d'assurance ; ou, pour reprendre les termes du philosophe Alain : « La société est fille de la peur ; et non pas de la faim. »

En outre, le risque de crédit est le plus important économiquement (comme il est perceptible voire mesurable, sa dégradation se traduit rapidement par des actions des agents). De plus, il est le complément indispensable de la plupart des transactions – au crédit commercial et financier, il faut ajouter la garantie du vendeur, les contrats à durée indéterminée comme ceux qui lient une entreprise à ses employés, etc.

### ***Les sociétés et le développement économique***

Un droit des sociétés solide, un environnement administratif et fiscal accueillant sont nécessaires pour une croissance économique équilibrée. Nous avons montré l'utilité sociale de l'échange de risque et combien il était tributaire de l'existence des entreprises. Il en ressort qu'une fiscalité des entreprises, même réduite, est un coût de transaction pour l'échange de risque ; il en découle également qu'un bon cadre juridique et administratif est une précondition au développement. Enfin, une politique économique en période de crise doit inclure la survie ou la reprise de certaines entreprises clés. Ce volet, qui est parfois inclus, est généralement critiqué par les économistes orthodoxes comme du « *crony capitalism* » ; et probablement cette critique est très souvent justifiée. Néanmoins, des entreprises peuvent parfois être des nœuds tellement importants dans le réseau que leur sauvetage peut être essentiel. Ainsi a-t-on beaucoup reproché aux autorités japonaises le soutien qu'elles ont

donné aux banques. Peut-être la perspective donnée plus haut montrera-t-elle que cette décision était la bonne et qu'il fallait l'appliquer sans états d'âme, et avec détermination et cohérence<sup>1</sup>.

### 3. Le crédit

Dans un sens large, le crédit est la principale institution pour l'échange de risque. En effet, toutes les autres font appel à celle-ci : le citoyen fait crédit des allocations éventuelles qu'il pourrait recevoir, l'employé fait de même pour sa future rémunération, l'assuré pour son indemnité et le fournisseur pour sa créance. Dans les marchés financiers, en sus du risque de marché, les institutions financières prennent en compte le risque de contrepartie. Ainsi, quelle que soit l'institution d'échange de risque, un élément de crédit y est présent.

De plus, les montants sont colossaux. Même dans un sens étroit, c'est-à-dire n'incluant que les crédits directs, les enjeux sont considérables. En France, par exemple, si l'on ne prend que les prêts bancaires et les prêts fournisseurs, la somme dépasse de très loin le PIB annuel.

Cette institution est triplement associée au risque : elle sert, comme nous l'avons dit, dans tous les échanges de risque, ses formes s'y sont adaptées et un excès de risque la fait disparaître. Du reste, le crédit est l'élément de patrimoine le plus risqué. Si, pour simplifier, on considère que le patrimoine d'un individu est composé de propriétés immobilières et de créances, les premières ne peuvent être perdues que par un acte violent alors que la seule inertie du débiteur (et la passivité du créancier) suffit pour perdre les secondes. Cela est illustré par la loi qui distingue la prescription acquisitive d'un bien immobilier (ou usucapion) qui requiert une jouissance paisible et de bonne foi de trente ans, et la prescription extinctive d'un droit personnel qui est généralement de dix ans.

Les trois institutions, État, entreprises et crédit, forment une symbiose dans laquelle chacune a besoin des autres pour se développer et parfois tout simplement pour survivre. Dans le cas du crédit, il est absolument nécessaire aux entreprises, il matérialise l'alliance entre l'État et les citoyens, sa protection est un des services essentiels de l'État et son développement se fait grâce aux entreprises.

Le retard des PED se manifeste, entre autres, par la faiblesse du crédit<sup>2</sup>.

---

1. On en a aujourd'hui l'illustration avec le sauvetage par la Banque d'Angleterre de la « Northern Rock » en 2007. D'aucuns critiquent cette intervention qui serait incompatible avec l'esprit libéral, alors que d'autres reprochent la lenteur de la décision. Ici encore, l'optique risque permettrait de dépasser les dogmes sur l'intervention de l'État.

2. Les liens entre l'approfondissement financier et la croissance ont fait l'objet d'une littérature importante. Bien que nous nous intéressions au crédit et non pas seulement au crédit bancaire, les conclusions valables pour ce dernier le sont encore plus pour le crédit en général. Pour la relation entre le secteur financier et la croissance dans les PED, voir par exemple : Anne (1998).

Les banques et les entreprises ont des bilans de petite taille, les patrimoines des individus sont, relativement aux pays développés, investis davantage dans de l'immobilier ou dans des actifs à l'étranger. Enfin, toute secousse économique tend à faire fuir les créanciers locaux et étrangers. La résilience du crédit semble donc être la condition principale pour donner aux PED les moyens du développement. Nous traiterons ce point plus en profondeur dans le deuxième chapitre.



# Conclusion du chapitre 1

---

Peut-on, à partir des règles de comportement en situation de risque, déduire les politiques nécessaires pour les PED ?

C'était là l'enjeu de ce chapitre. Nous avons donc commencé par exposer trois théories de la décision. Nous en avons conclu que l'évitement était la stratégie la plus fréquemment utilisée mais aussi la moins optimale, qu'elle tendait en particulier à enrichir les pays les plus développés et à appauvrir les plus pauvres. Une alternative, la collaboration, est possible à la condition de disposer d'institutions solides, crédibles et peu coûteuses. Au demeurant, la nécessité absolue d'une bonne qualité des institutions n'est pas chose nouvelle. Depuis plusieurs années déjà, économistes et organismes internationaux insistent auprès des gouvernements des PED pour qu'ils réforment leurs institutions.

Malheureusement, d'une part, celles-ci ont une forte tendance à la dépendance de sentier et, d'autre part, leur qualité doit être appréciée relativement. Il en va des États comme des entreprises : il faut essayer d'être le meilleur ou d'avoir une offre unique pour être distingué.

Paradoxalement donc, le risque est peut-être le meilleur mobile à l'action : c'est parce que les agents veulent le réduire qu'ils recourent aux institutions. C'est parce que les gouvernements voient fuir leurs citoyens et s'amenuiser leur contrôle, qu'ils réforment ces institutions.

Ainsi, tant la cause des institutions que celle du recours à elles est le risque. De surcroît, l'échange en vue de la réduction de risque favorise la division de travail et, par suite, la productivité.

Le risque est donc bien, comme l'indiquait le titre de notre chapitre, structurant et civilisateur, créateur d'institutions et force sous-jacente au progrès, non pas raison, mais cause efficiente de la civilisation.

Nous avons ensuite présenté les trois institutions primordiales pour la gestion du risque : l'État, les entreprises et le crédit. Toutes trois forment le triptyque essentiel à la prospérité des nations. L'État est le producteur de règles, le modèle et l'assureur en dernier ressort, les entreprises sont les nœuds dans le circuit du risque et le crédit irrigue l'ensemble du circuit.

Les PED souffrent d'un handicap dans ces trois types d'institutions, et ce sont aussi celles qui peuvent le plus facilement être réformées parce que cela ne porte pas atteinte aux particularismes ethniques ou culturels.

Par ailleurs, toute réforme des institutions devrait être fondée sur l'apport en matière de gestion des risques. C'est en effet à titre principal et non pas accessoire qu'elles doivent réduire l'incertitude. Une telle démarche serait certainement très féconde à la fois en économie et en sciences politiques. Mais nous avons pleinement conscience qu'il s'agit à peine d'une esquisse de ce que serait une étude sur ce sujet capital.

Dans la poursuite de notre thèse, nous porterons notre attention sur le crédit, sur son interaction avec le risque et sur les moyens de le réformer dans un PED.

## **Chapitre 2**

# **Le crédit : ciment de l'échange du risque**

« Toute nouvelle vérité naît malgré l'évidence. »  
Gaston Bachelard, *Le Nouvel Esprit scientifique*



## Introduction au chapitre 2

---

Parmi les institutions ayant pour objet l'échange de risque, le crédit est l'une des plus importantes. Nous avons, dans le premier chapitre, reporté son étude, préférant lui consacrer un chapitre entier ; d'une part, parce que le crédit représente le centre de notre thèse et, d'autre part, pour son importance en économie.

De fait, le crédit serait central dans toute étude consacrée au risque. Il est intéressant – mais guère surprenant – de noter que le crédit et la confiance ont des étymologies croisées. Mieux, ce sont des métonymies en opposition : le crédit (étymologiquement la confiance) est la résultante de la confiance, alors que la confiance est étymologiquement ce que l'on confie (en l'occurrence le crédit octroyé).

Historiquement, le crédit est apparu très tôt. Le code d'Hammourabi, il y a près de quatre mille ans, le connaissait déjà. Beaucoup plus près de nous, les Grecs et les Romains le pratiquaient de manière très extensive. Les ethnologues, quant à eux, estiment qu'il précède toute forme d'échange. Plus précisément ce serait le don, réglementé et généralisé, qui serait à l'origine à la fois de l'échange de marchandises et du crédit. Ainsi Mauss (1923-1924) déclare : « En fait, le point de départ est ailleurs. Il a été donné dans une catégorie de droits que laissent de côté les juristes et les économistes qui ne s'y intéressent pas ; c'est le don, phénomène complexe<sup>1</sup> [...] ; or le don entraîne nécessairement la notion de crédit. L'évolution n'a pas fait passer le droit de l'économie du troc à la vente et celle-ci du comptant au terme. C'est sur un système de cadeaux donnés et rendus à terme que se sont édifiés d'une part le troc, [...] et d'autre part l'achat et la vente, celle-ci à terme et au comptant, et aussi le crédit<sup>2</sup>. » Bien que les conclusions des ethnologues soient d'abord fondées sur l'étude des peuples primitifs, leurs analyses historiques et sémantiques les ont conduits à les généraliser à l'ensemble des peuples. Mauss par exemple commence son *Essai* par un modeste : « Dans la civilisation scandinave et dans bon nombre d'autres, les échanges et les contrats se font sous la forme de cadeaux, en théorie volontaires, en réalité obligatoirement faits et rendus<sup>3</sup>... »

L'importance du crédit ne procède pas de son antériorité. Mais son origine archaïque désigne certaines de ses caractéristiques essentielles qui lui confèrent une partie de son importance. Non seulement le souci de pouvoir emprunter à nouveau (on serait dans le cadre

---

1. « ... le mot don ne peut valoir qu'à titre d'abréviation de ce que Marcel Mauss désigne sous la rubrique de la triple obligation de donner, recevoir et rendre », Caillé, (2007), p. 262.

2. Mauss, *op. cit.*, p. 54.

3. *Ibid.*, p. 9.

de jeux répétés dans la théorie des jeux) mais aussi un résidu non marchand<sup>1</sup> obligent le débiteur à payer son créancier. Ainsi, le crédit crée entre les partenaires un réseau de confiance. Malheur à qui ne respecte pas les règles : si la prison pour dettes n'existe plus, l'ostracisme fonctionne toujours très bien. De même, la relation entre client et débiteur dépasse le cadre de la simple transaction. C'est l'expérience de crédits accordés puis remboursés et la reconnaissance réciproque (aux deux sens du terme) entre créancier et débiteur qui les attachent l'un à l'autre. Plus que l'information sur les débiteurs, ce qui constitue le capital des banques c'est aussi et surtout la réputation que leurs clients ont auprès d'elles. On retrouve donc dans le crédit des traces de la triple obligation : donner, recevoir, rendre. Le créancier, par nature, doit prêter ; son client, s'il a besoin d'argent, a une obligation morale d'emprunter auprès de lui et, évidemment, il faut qu'il restitue avec intérêts. On trouve aussi ces alliances qui faisaient les communautés, spécialement auprès de certaines banques privées ou de banques d'affaires : on est client de la banque Lazare comme on ferait partie d'une secte. Loin donc d'être un simple échange marchand, le crédit est une institution qui produit aussi du social.

Sur le plan purement économique, le crédit apparaît aussi déterminant. Tout d'abord, les masses qui sont en cause sont sans équivalent : si, dans un pays donné, on additionnait les crédits bancaires, les crédits interentreprises, les créances potentielles que les individus détiennent sur les entreprises, les assurances, les mutuelles, l'État, on arriverait à des montants bien supérieurs au PIB. La part de ces créances dans le patrimoine des individus est elle aussi conséquente : elle peut facilement représenter plus de la moitié des actifs d'un individu. Mais ce qui devrait en faire encore plus un sujet d'attention est la volatilité du crédit et son pouvoir « invasif ». En effet, il suffit d'une rumeur, d'une mauvaise nouvelle ou d'une prévision pour que le crédit d'un emprunteur disparaisse ; comme la dégradation de la solvabilité d'une entreprise en Chine peut déclencher une tornade à Wall Street.

Le crédit n'est donc pas exclusivement une institution qui permet d'acquérir du risque, d'arbitrer entre différents risques ou de les mitiger, il peut aussi faire et défaire les liens sociaux, et il est une source de risque en soi. Par conséquent, si le risque est le démiurge de la civilisation, le crédit en serait le grand pontife ou, pour prendre une métaphore plus économique, il n'est pas un voile derrière lequel la réalité se joue mais plutôt un éther à l'intérieur duquel prospèrent les économies. Et c'est la raréfaction brutale de ce gaz qui entraîne les crises comme celle qui nous menace aujourd'hui.

---

1. Ce sont des survivances de ce que Caillé appelle la société première : celle de la communauté plutôt que celle de l'association, une société dans laquelle le lien précédait le bien.

L'objectif de ce chapitre sera de mettre en valeur le crédit et particulièrement le crédit bancaire, et aussi d'identifier quelques moyens pour en accroître l'efficacité, spécialement dans les PED.

Dans la première section, nous commencerons par exposer les théories du canal de crédit (d'une actualité brûlante) et nous proposerons une conception minimaliste de la monnaie. La perspective adoptée sera très nettement la « *credit view* » aux dépens de la « *money view* ». Nous pensons que, s'agissant des PED, ce point de vue est bien plus pertinent : plus explicatif des crises des PED et plus efficace.

La deuxième section mettra en évidence le rôle prééminent du crédit bancaire et analysera certains de ses aspects spécifiques aux PED.

Quant à la troisième section, elle portera, d'une part, sur la politique monétaire la mieux à même de supporter un accroissement du crédit et, d'autre part, sur la réforme du droit de la faillite qui est clairement au cœur de toute initiative visant à développer le crédit.

Ce chapitre démontrera ainsi, pour les PED, le caractère obligatoire d'une profonde réforme du crédit, la nécessité absolue d'une dynamisation de leur secteur bancaire, et donnera des solutions pour tempérer les risques d'un excessif emballement du crédit.



## Section 1 : Monnaie et crédit

---

Cette section a pour but de faire ressortir les rôles respectifs du crédit et de la monnaie. Cette démarche trouve sa logique dans le contexte particulier des PED. On peut, en effet, hésiter dans les pays développés sur la primauté de la monnaie ou du crédit<sup>1</sup>. Dans les PED, l'hésitation n'est guère possible car leur monnaie est une contrainte au service d'un souci souverainiste et non pas un instrument facilitant le commerce des agents.

Comme le cas libanais le montre amplement, il est possible et facile de commercer dans une autre devise que celle du pays, et l'existence de la livre libanaise n'a pas permis une politique monétaire mais a requis l'immobilisation de ressources importantes au titre des réserves de change. En revanche, il est impossible de se passer du crédit national. Les crédits étrangers restent faibles par rapport aux crédits nationaux et, en outre, avec la réforme Bâle 2, l'incitation pour les banques commerciales occidentales de prêter dans les PED se réduira fortement.

Dans les PED, les banques centrales sont donc dans l'obligation de gérer le crédit national, voire même d'exercer un protectionnisme de crédit, décourageant les prêts à l'étranger et encourageant les prêts locaux. Elles peuvent à l'inverse se passer totalement de la devise nationale, opter pour un *Currency Board* ou, plus communément, choisir une parité fixe. Dans les trois cas, la politique monétaire, telle qu'elle est habituellement considérée, devient une impossibilité.

Ce n'est, cependant, pas seulement pour des raisons contextuelles que la *Credit View* sera choisie dans la suite de notre thèse, mais parce que nous avons l'intime conviction que le débat entamé il y a près de deux siècles sur la nature de la monnaie, et dont nous retrouvons les échos dans le remarquable ouvrage de Charles Rist (1938)<sup>2</sup>, est arrêté mais non pas clos. Nous pensons que la crise financière actuelle, la plus sévère sans doute depuis trente ans, jettera, lorsqu'elle sera passée, une nouvelle lumière sur les places respectives de la monnaie et du crédit. Et ce ne sera là qu'une des moindres ironies de l'Histoire que d'avoir placé aux rênes le tenant actuel, principal, de la *Credit View*, celui qui en a le plus renouvelé les fondements tout en l'intégrant dans l'orthodoxie économique.

---

1. Stiglitz et Greenwald (2005) pensent que « ... la clé de la compréhension du rôle de la monnaie se trouve dans l'ajustement entre la demande et l'apport de fonds disponibles. Ce phénomène suppose de comprendre l'importance des imperfections dans l'information et dans le comportement des banques avec leurs conséquences », p. 2.

2. Rist (1938) : « La confusion du crédit et de la monnaie que l'on constate dès les origines de la conception du billet de banque, dont John Law a été le principal protagoniste et Adam Smith le propagateur inconscient, trouve sa formule définitive chez Ricardo où la confusion entre un instrument de crédit et un étalon monétaire est faite avec une candeur qui jusqu'alors n'avait pas été atteinte », p. 173.

Nous commencerons par présenter la théorie du canal du crédit. Nous exposerons ensuite le crédit interentreprises, ce qui nous permettra de remettre en cause l'acception commune de la monnaie et de proposer notre conception du modèle d'équilibre entre le crédit et les actifs. Notre approche sera multiple, par l'économie, la comptabilité et le droit. Nous croyons qu'ainsi nous cernerons davantage la réalité multiforme des agents, en dépit de l'absence d'extensivité et de rigueur.

La conclusion que nous tirerons portera sur l'importance du crédit, et particulièrement le crédit bancaire, et sur la nécessité capitale d'améliorer la liaison entre les actifs et le crédit.

## **1. La théorie du canal du crédit et quelques conséquences et observations sur les PED**

### *La découverte du canal du crédit*

Jusqu'aux années 1980, la littérature économique faisait peu de cas de l'importance du secteur financier dans la transmission des chocs exogènes ou de la possibilité qu'il soit lui-même à l'origine d'un choc. Il était considéré comme un « voile » dont l'efficacité contribuait à la flexibilité de l'économie, et non pas comme un facteur autonome d'instabilité ou d'amplification et de freinage d'impulsions extérieures.

Il était admis que les politiques monétaires étaient diffusées à l'économie par les taux d'intérêt nominaux ou réels, ou bien par les prix nominaux ou réels. Les crises, quant à elles, étaient dues à des causes exogènes : guerres, perturbations climatiques, vagues d'innovation ; ou du fait de politiques économiques maladroites<sup>1</sup>. Dans leur analyse de la crise de 1929, Friedman et Schwartz [1963] mettent l'accent sur la contraction de l'offre de monnaie, initiée par la Fed au début de la crise, et sur l'insuffisance de sa politique d'expansion monétaire par la suite.

Deux articles ont relancé la réflexion : l'un de Stiglitz et Weiss en 1981, et l'autre de Bernanke en 1983.

Dans le premier, Stiglitz et Weiss présentent un modèle du marché du crédit fondé sur l'asymétrie d'information. Le fait stylisé à expliquer est le suivant : pourquoi lorsque le niveau de risque des débiteurs augmente, les banques n'augmentent-elles pas les taux d'intérêt exigés, mais préfèrent rationner les crédits ? Cela s'explique, selon Stiglitz et Weiss, par l'asymétrie d'information entre les banques et les emprunteurs. Une banque en effet ne peut qu'estimer le risque d'un emprunteur et détermine le taux en fonction de cela. De son

---

1. L'analyse keynésienne est sans doute à mettre dans cette dernière catégorie. Le caractère endogène ou exogène de la crise est certainement discutable dans le cadre keynésien, mais il est peu douteux que le secteur financier n'y était pas un facteur déclenchant.

côté, l'emprunteur ne sollicite un prêt que si le taux réclamé est inférieur au retour sur investissement moyen, en cas de non-faillite. On est dans le cadre du « marché des tacots » d'Akerloff : lorsque le risque perçu par les banques augmente, elles augmentent les taux d'intérêt et seuls les projets les plus risqués deviennent envisageables ; les défauts de crédit s'accroissent et les banques réagissent en réduisant l'offre de crédit. La conjonction de l'asymétrie d'information et de l'aléa moral expliquerait donc le rationnement.

Dans le deuxième article, Bernanke part de la prémisse que les marchés du crédit sont incomplets, qu'un intermédiaire est souvent nécessaire pour certaines catégories d'emprunteurs et que cela nécessite des services de construction de marché et de collecte d'informations. Prolongeant le travail de Friedman et Schwartz, Bernanke observe que les explications antérieures n'expliquent pas la longueur et l'intensité de la crise de 1929, et que si celles-ci sont aptes à justifier les difficultés de 1929 et 1930, elles sont inadaptées pour rendre compte de la récession des années suivantes.

Pour Bernanke ce sont les problèmes des banques qui ont réduit la qualité des services financiers. La crainte de la faillite – du fait des ruées – a conduit les banques à réduire les crédits octroyés aux emprunteurs les plus dépendants des banques : les ménages, les agriculteurs, les entrepreneurs individuels et les petites entreprises ; et à réclamer davantage de sûretés. La crise a aussi entraîné la disparition de certaines banques et des informations dont elles disposaient, ainsi que la baisse du prix des sûretés.

Par la suite, Bernanke a élargi son analyse pour l'appliquer à des chocs monétaires et non pas seulement à des crises économiques. C'est ainsi qu'un travail fait en commun avec Blinder en 1988<sup>1</sup> a produit le concept du « canal de crédit » dont on distingue habituellement le canal étroit (du crédit bancaire) et le canal large (du bilan). Nous avons choisi d'emprunter les définitions à une étude de la Banque de France<sup>2</sup> :

« Le premier canal se fonde sur le premier fait stylisé : les agents économiques qui supportent des coûts élevés du fait des imperfections présentes sur les marchés des capitaux peuvent être particulièrement tributaires de l'intermédiation financière. Par conséquent, les chocs infligés aux bilans des intermédiaires financiers par les impulsions de la politique monétaire ou les pertes en capital subies par ces intermédiaires ou encore une aversion accrue au risque peuvent entraîner une contraction des prêts bancaires et avoir finalement une incidence sur la demande ou l'offre globales. Ce processus caractérise le “canal du crédit bancaire”.

---

1. Bernanke et Blinder (1988), p. 435-439.

2. Clerc (2001).

« Le deuxième canal s'articule autour du second fait stylisé : les asymétries d'information et les problèmes liés à l'exécution des contrats peuvent entraîner des coûts d'agence, susceptibles de générer un écart entre le coût de l'autofinancement et le coût du financement externe. Les variations des coûts d'agence et de la "prime de financement externe", qui dépendent l'un et l'autre du patrimoine financier des agents, peuvent alors diffuser et amplifier les chocs s'exerçant sur les bilans des agents économiques, donnant ainsi naissance au "canal du bilan" ou au mécanisme d'"accélérateur financier"<sup>1</sup>. »

Ce concept a fait l'objet d'intenses polémiques puisqu'il remettait en cause des convictions bien établies, des outils bien rodés comme le modèle IS-LM, et des politiques bien enracinées. Il n'est pas unanimement accepté et selon Bernanke lui-même, il n'est pas suffisant pour expliquer toutes les variations induites par une politique monétaire ou un choc exogène. En fait, pour les tenants du canal de crédit, ce n'est pas seulement la monnaie qui compte (*money matters*) mais aussi le crédit (*credit also matters*). Et de plus, il ne s'agit pas uniquement d'impulsions monétaires, mais aussi de celles nées dans la sphère réelle. Enfin, certains auteurs ont affirmé qu'il y aurait un canal positif – qui amplifie les chocs exogènes – et un canal négatif – qui atténue les chocs exogènes<sup>2</sup>.

Cette théorie a trouvé des applications principalement dans la politique monétaire. La transmission de celle-ci ne se faisant pas exclusivement par le taux d'intérêt et par les prix, il convient pour les décideurs de garder un œil sur les bilans des banques, leurs comportements dans les prêts (*lending behavior*) et la valeur du bilan des entreprises (pour le canal large). Toutefois, il ne s'agit pas d'une révolution mais plutôt d'une évolution : les outils sont toujours valables, les concepts toujours acceptés, mais la pratique doit tenir compte d'éléments supplémentaires. Il sera d'ailleurs intéressant d'observer la conduite du nouveau président de la Federal Reserve (M. Bernanke) et ce, spécialement dans les moments de tension. Agira-t-il de la même façon que ses prédécesseurs ? La théorie du canal de crédit influencera-t-elle plus profondément la politique monétaire américaine ?

### ***Les banques comme organe réactif***

Nous pouvons probablement assimiler le canal étroit du crédit à un coefficient de réaction du secteur bancaire. Celui-ci ne serait pas un corps inerte – un voile – réagissant passivement et toujours de la même façon aux impulsions externes, mais un organisme vivant ayant ses propres buts, qui agit, réagit et s'adapte aux nouvelles circonstances. En outre, et

---

1. *Ibid.*

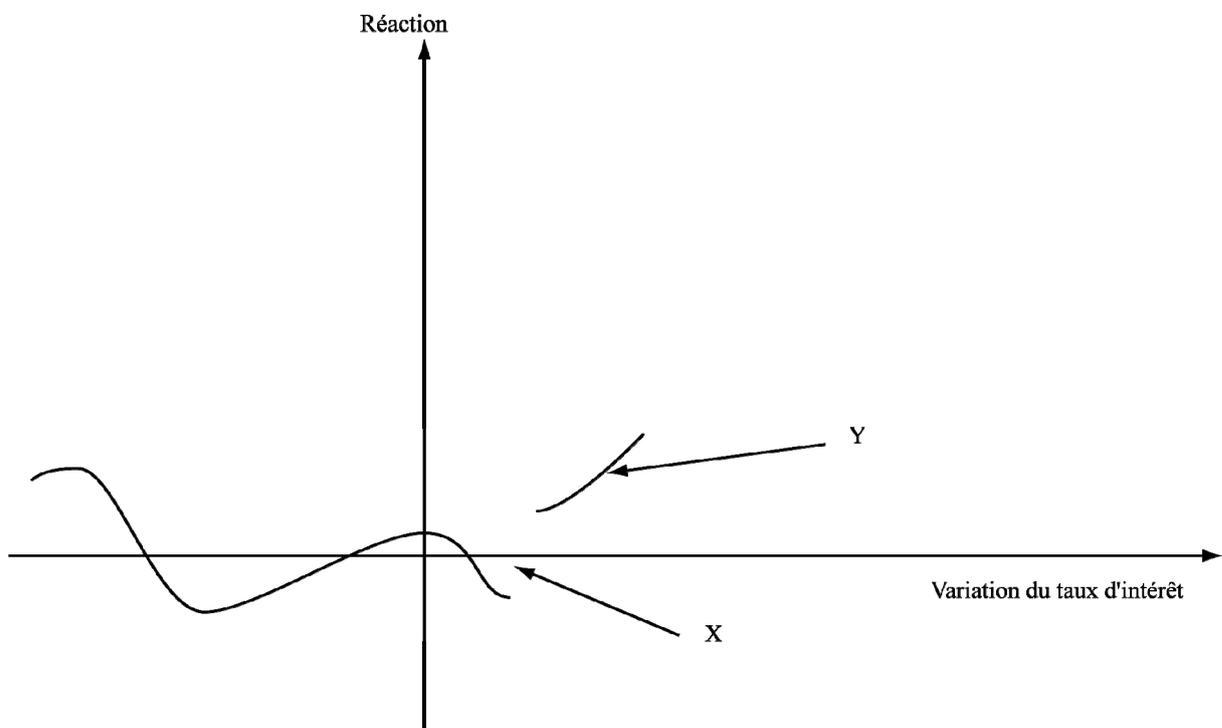
2. Kierzenkowski (2001).

comme le montre Kierzenkowski (2001) dans le cadre d'une modification de taux d'intérêt, le canal n'est pas toujours positif ; il est parfois négatif, suivant la variation du *spread* entre le taux débiteur et le taux des titres. Le secteur bancaire pourra donc parfois amplifier, parfois atténuer les impulsions externes. Dans tout cela, les facteurs psychologiques (l'aversion au risque) jouent un rôle clé dans l'activité de crédit – quel que soit le niveau de réserves obligatoires ou celui du taux d'intérêt, rien n'obligera un banquier à prêter s'il est inquiet.

Par conséquent, il est probable que la réaction du secteur bancaire à un choc exogène sera déterminée par la nature, la soudaineté, l'amplitude et l'intensité de celui-ci. Un tremblement de terre n'affectera pas le secteur bancaire comme le relèvement des taux d'intérêt ; des hausses de taux sur six mois n'auront pas les mêmes effets qu'une seule augmentation ; et une dévaluation d'une monnaie nationale de cinquante pour cent n'est pas équivalente à cinq fois une dévaluation de dix pour cent. Il est vraisemblable également, du fait de la dominance de la psychologie des foules, que les fonctions qui lient la réaction des banques aux différents facteurs soient discrètes plutôt que continues.

Si l'on prenait, pour l'illustrer, la réaction du secteur (mesurée, peut-être, par la variation des crédits) nous aurions un graphique qui ressemblerait à celui-ci :

**Graphique 24 : Variation des crédits et variation du taux d'intérêt**



Une faible variation tend à être absorbée par l'élasticité du secteur bancaire, une variation moyennement forte sera exagérée et une très forte variation sera partiellement dispersée par le secteur.

Pour être complet, nous devrions ajouter une autre dimension : celle du temps. Après un certain temps de latence, la variation d'intérêt exogène (décidée par la Banque Centrale) produit (si la réaction initiale n'a pas modifié les conditions mêmes du marché et que toutes choses sont restées égales à elles-mêmes) les effets normaux dans la mesure où la réaction a été elle-même amortie.

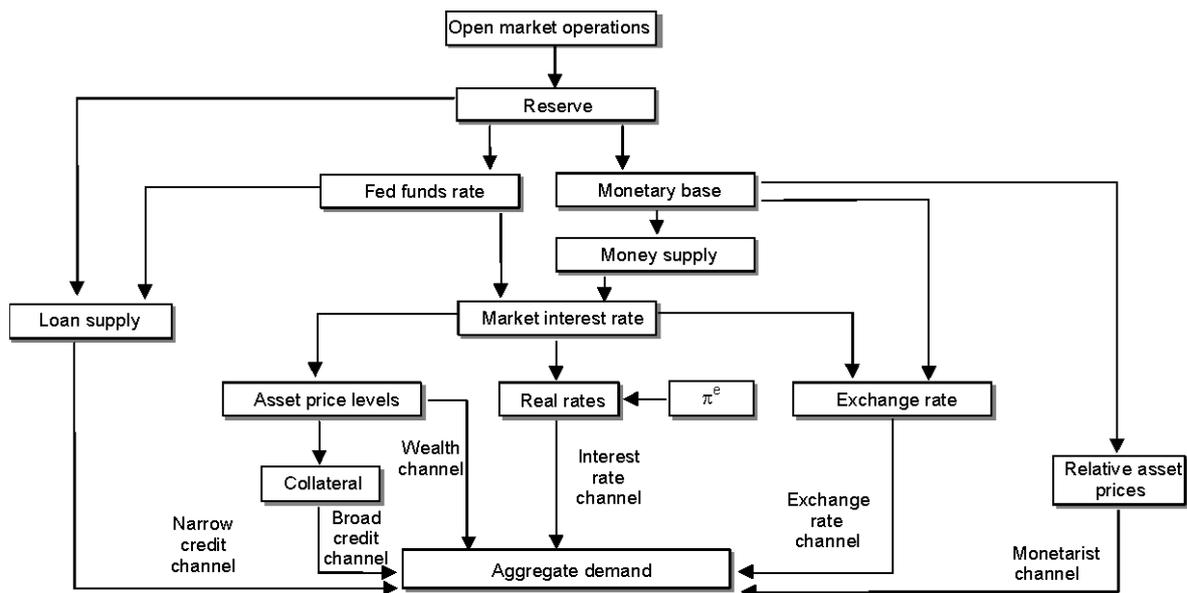
Ce phénomène justifie probablement la politique monétaire menée ces dernières années par la Réserve fédérale américaine (Fed) qui se caractérise par l'annonce du biais de ses prochaines interventions et l'intensité moyenne des mesures (une variation de 2 % sur une année n'est plus inhabituelle). Le secteur « surréagit » donc systématiquement aux décisions de la Fed (on serait donc toujours dans la partie moyenne supérieure du graphe) ce qui permet à la Fed d'éviter l'usure de ses interventions puisque le secteur bancaire, d'une certaine façon, l'assiste.

***Une synthèse de la « credit view » et de la « money view » et présentation du modèle CC/LM***

Les deux conceptions (*credit* et *money view*) sont-elles conciliables ?

Nous avons pris un schéma de Kuttner et Mosser (2002)<sup>1</sup> qui résume très bien les deux points de vue et qui montre les enchaînements monétaires et de crédit.

*Schéma 1 : Synthèse de la « credit view » et de la « money view »*



1. Kuttner et Mosser (2002), p. 16.

Comme on le voit, à partir du choc initial (Open Market dans l'exemple), les effets crédit se diffusent à la demande finale par la disponibilité du crédit (partie gauche) et les effets monétaires par le taux d'intérêt réel, le cours de change et les prix relatifs (partie droite). Les effets de richesse interviennent à la fois dans le canal large et de façon autonome.

En ce qui concerne la modélisation de cette synthèse, elle a été faite dans le modèle appelé CC-LM. Il diffère du modèle IS-LM traditionnel par l'introduction des prêts bancaires considérés comme non substituables aux titres. La raison en est que certains agents, comme les ménages et les petites entreprises, n'ayant pas accès au marché des titres, doivent se financer auprès des banques.

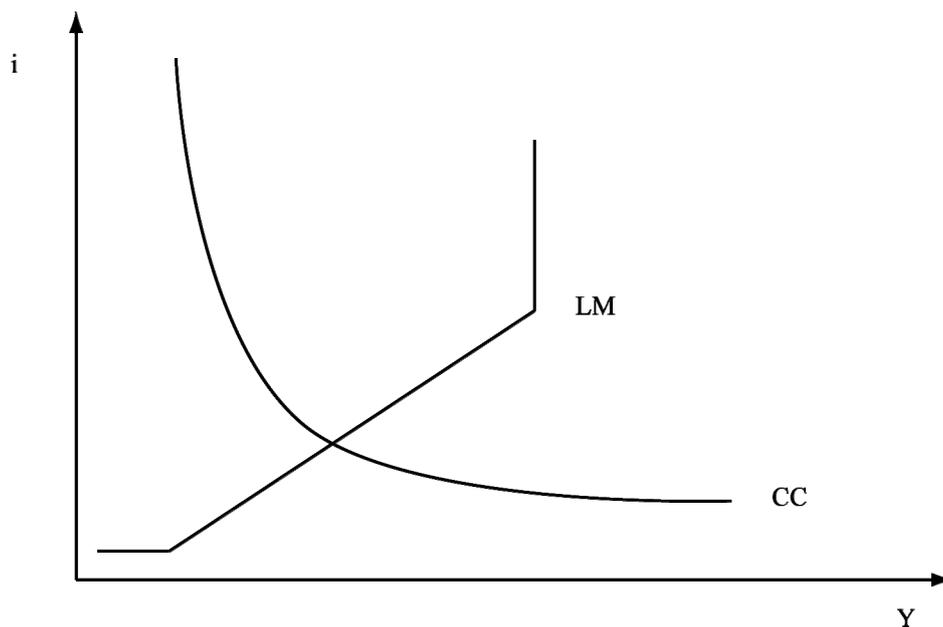
Les équations du modèle sont :

Pour LM  $i = i(Y, H)$  avec  $i'(Y) > 0$ ,  $i'(H) < 0$

Pour CC  $Y = Y[i, f(i, Y, H)]$  avec  $Y'(i) < 0$ ,  $Y'(H) > 0$

L'équilibre global peut ainsi être figuré par le graphique ci-dessous :

**Graphique 25 : Modèle CC-LM**



Alors que la politique budgétaire a sensiblement les mêmes effets dans les deux modèles, la politique monétaire produit des effets différents puisque les deux courbes se déplacent à la suite d'une variation de la quantité de monnaie. En cas d'augmentation, LM se déplace vers la droite tout comme CC. Contrairement au modèle IS-LM, une politique monétaire expansionniste génère un plus grand accroissement de revenu mais aussi une

augmentation du taux d'intérêt<sup>1</sup>.

Dans le cas des PED, le marché financier étant généralement peu développé, seule une approche CC-LM ferait sens. Dans ce cas, le crédit local serait assimilé au crédit bancaire alors que l'extérieur et le crédit interentreprises seraient l'analogue du marché financier dans les pays développés. Cependant nous ne connaissons pas d'études ayant adopté cette méthodologie.

### ***Le crédit dans les PED***

Le canal du crédit, analysé dans des pays développés, fonctionne également dans les PED. Cependant les particularismes de ces pays ont des répercussions sur son fonctionnement. Ce ne sont cependant pas les faillites de banques qui nous intéresseront (le canal en cas de crise), mais plutôt le comportement normal des banques dans les PED. Notre objectif est, en effet, de comprendre ce qui conduit à des taux de croissance anémiques malgré des niveaux d'épargne élevés (les niveaux d'épargne accumulés sont encore plus impressionnants) et un retard en développement qui devrait garantir une croissance élevée par l'effet de rattrapage.

Bien évidemment, nous n'ignorons pas à quel point les situations des PED peuvent être disparates et notre exposé pourra paraître parfois inadapté, voire caricatural. Mais c'est le prix à payer pour obtenir une synthèse.

Lorsque l'on examine les structures de ces pays, qu'on les compare à des pays plus développés, en gardant à l'esprit les conditions implicites des modèles économiques, on peut constater un certain nombre de différences :

- les marchés financiers sont peu efficaces et peu profonds, et les institutions financières non bancaires y sont peu nombreuses, peu puissantes et peu actives ;
- l'autonomie économique y est faible, conformément au modèle de Mundell<sup>2</sup>. En effet, les PED doivent, pour l'essentiel, consacrer leurs politiques budgétaires ou monétaires à l'atteinte des équilibres extérieurs ;
- les agents économiques ont une très grande sensibilité aux variations négatives du risque.

Les phénomènes observés sont directement le résultat de ces particularismes.

---

1. La présentation précédente est tirée de l'ouvrage *Économie Monétaire et Financière* de Jean-François Goux (1995), p. 168-172.

2. Le triangle d'incompatibilité de Mundell postule qu'un pays ne peut simultanément disposer d'une politique monétaire autonome, avoir une parité fixe pour sa monnaie et avoir une liberté des capitaux. Il ne peut choisir que deux objectifs sur trois. Nous examinerons dans la deuxième partie s'il existe une alternative à ce dilemme.

La surréaction. Une très forte dépendance sur le capital couplée à un risque très élevé explique les contractions brutales d'activité lorsqu'un choc exogène se produit ou lorsque la perception du risque augmente. En quelque sorte, les pays émergents seraient dans la situation décrite par Keynes dans les derniers stades d'un boom<sup>1</sup> : « ... les prévisions relatives au rendement futur des biens capitaux sont assez optimistes pour compenser l'abondance croissante de ces biens, [...] il est conforme à leur nature que les cours baissent d'un mouvement soudain et même catastrophique quand la désillusion s'abat sur un marché surévalué et trop optimiste. » En matière de crédit, le secteur tend à exagérer les mauvaises nouvelles et à atténuer les bonnes. C'est que les banques sont bien plus accoutumées aux mauvaises nouvelles qu'aux bonnes, et sont mieux rodées à réagir aux premières qu'aux secondes. Si l'on reprend le graphique 24, on est dans le cas Y pour les mauvaises nouvelles et dans le cas X pour les bonnes.

Les dépôts bancaires rapportés à la production nationale sont en deçà de la norme internationale et ce alors que ces économies sont des économies d'endettement et non des économies de marché. Cela s'explique par le risque perçu par les déposants nationaux. Ce n'est un secret pour personne que les banques occidentales regorgent de dépôts issus des PED. Les épargnants de ces pays semblent réserver aux banques locales l'épargne transactionnelle et conserver auprès des banques occidentales l'épargne stratégique<sup>2</sup>.

Les banques sont elles-mêmes trop engagées avec leurs gouvernements nationaux et ne jouent pas leur rôle naturel. Elles se contentent pour une large part de faire office de collecteur de dépôts pour l'État. Une trop grande part de leurs emplois est en prêts au gouvernement.

De plus, les banques gardent une proportion élevée en liquidité. Ce faisant, le multiplicateur ne peut pas donner son potentiel.

Avant d'aborder les mécanismes qui transmettent les fluctuations du crédit bancaire dans l'économie réelle, nous allons examiner ceux qui existent au sein du secteur. Pour plus de clarté, nous commencerons cependant par un bref rappel des risques d'actif et de passif rencontrés par les banques. Il va sans dire que nous n'avons pas la prétention de l'exhaustivité mais, par cette énonciation partielle, nous pensons donner la mesure du problème.

---

1. Keynes (1936), p. 313-314.

2. *A contrario*, certains pays comme le Liban, traditionnellement refuge de capitaux, ont un ratio dépôts bancaires/PIB très élevé.

## *Risque de crédit et risque de passif*

Il y a une certaine analogie entre les types de risques que nous envisageons et le risque systémique<sup>1</sup>. Ce n'est, en effet, pas le risque qu'un client individuel fasse défaut ou qu'un déposant retire son argent ; mais celui qu'un certain nombre de clients ne puissent honorer leurs engagements ou que plusieurs déposants retirent leurs avoirs, de sorte que la banque serait dans l'incapacité de s'acquitter de ses obligations. S'il est vrai qu'un seul client peut entraîner la faillite d'une banque, les règles de division de risques<sup>2</sup> et des politiques bancaires presque systématiquement appliquées, font que les banques ont une faible concentration tant dans leur actif que dans leur passif. Cette observation est toutefois sujette à la possibilité de l'existence d'un débiteur dominant, généralement l'État.

Le risque de passif ou de liquidité a longtemps été négligé, mais il devient un risque majeur dans la gestion des banques. Par exemple les déboires de *Long Term Capital Management*<sup>3</sup> ont été en grande partie le résultat d'une gestion trop confiante – voire arrogante – de la liquidité. Aujourd'hui toutes les banques effectuent un *Assets Liabilities Management* (ALM) comprenant à la fois les actifs et passifs, bilan et hors bilan. Dans le cas des banques des PED, cette gestion est rendue plus difficile par la fragilité du prêteur en dernier ressort (PDR) et la volatilité des dépôts des épargnants.

Le risque de crédit peut se décomposer en deux catégories : celui où la banque réalise une perte sur son portefeuille d'actifs, de telle sorte qu'elle ne dispose plus de fonds propres suffisants pour soutenir son activité ; et celui où des clients débiteurs ne disposent pas de la liquidité pour payer leurs engagements aux échéances convenues. Dans le deuxième cas, la banque est confrontée à une crise de liquidité similaire à celle encourue dans le risque de passif, et d'ailleurs généralement concomitante. La distinction peut paraître théorique, car tout est quasiment simultané. Les débiteurs ne paient pas, les déposants retirent leurs avoirs, les actifs n'ont plus de valeur. Mais nous pensons que la séquence est différente suivant la cause première : si elle est monétaire ou liée à un renversement d'anticipations, c'est la disparition de la liquidité qui entraînera ensuite une réduction de la valeur ; si elle est réelle, c'est la diminution de valeur qui provoquera des transferts de liquidité. Il pourra donc y avoir une crise dont l'origine sera une diminution de la quantité de monnaie – c'est la crise la plus habituelle, celle qui est provoquée par un changement de rating, une incertitude politique ou une crise dans un pays ayant une configuration similaire – et il y a des crises dont la source

---

1. Une littérature abondante a été consacrée aux crises financières. On peut citer dans deux registres différents : Sgard (2002), et Mandelbrot et Hudson (2005).

2. En général, les autorités de tutelle exigent qu'une banque ne prête pas plus d'un cinquième de ses fonds propres à un seul débiteur.

3. Voir par exemple Lowenstein (2001) ou Dunbar (2001).

est un changement de la valeur des actifs nationaux – par exemple, une variation du prix international du principal produit exporté.

### *Les mécanismes au sein du secteur*

#### *L'anti-diversification*

*A priori*, une banque devrait diversifier au maximum ses placements pour maximiser le couple rentabilité-risque. La réalité est quelque peu différente : en présence d'un risque systémique, l'intérêt d'une banque est parfois de diversifier le moins possible.

Imaginons un cas d'école : il existe deux secteurs, A et B, les risques de défaut sont égaux et indépendants ( $P_a = P_b = P$ ). La banque peut allouer la totalité de ses prêts à l'un des secteurs ou les diviser entre A et B. Supposons également que les fonds propres représentent 20 % des emplois. Il est clair que dans cet exemple la diversification double les risques de la banque.

Les tableaux ci-dessous résument cet exemple :

**Tableau 17 : Stratégies de prêt**

	Prêter à A	Prêter à B	Prêter à A et B	Probabilité
A fait seul défaut	Faillite	Survie	Faillite	$P(1-P)$
B fait seul défaut	Survie	Faillite	Faillite	$P(1-P)$
A et B font défaut	Faillite	Faillite	Faillite	$P.P$
Aucun ne fait défaut	Survie	Survie	Survie	$(1-P)(1-P)$

Sachant que les probabilités sont indépendantes et donc que  $P.P = 0$

La synthèse donne :

**Tableau 18 : Synthèse**

	Prêter à A	Prêter à B	Prêter aux deux
Probabilité de faillite	$P$	$P$	$2P - P.P$
Probabilité de survie	$1-P$	$1-P$	$(1-P)(1-P)$

Lorsque les options de diversification sont limitées, la diversification est contre-productive. On en voit l'illustration dans la stratégie d'une banque libanaise : la BLOM.

La BLOM a choisi de prêter au secteur privé moins de 20 % de son bilan, et au secteur public 60 %. Une crise qui toucherait le secteur privé ne mettrait pas en danger la BLOM, un

défaut du secteur public la condamnerait.

À l'inverse de la BLOM, des banques comparables ont alloué 35 % au secteur privé et 40 % au secteur public ; leur plus grande diversification les met dans un danger plus grand.

Ce qui est sans doute de la part de la BLOM une politique délibérée est appliqué spontanément par les banques dans les PED. Compte tenu du risque systémique, les banques tendent à concentrer leurs placements auprès d'un petit nombre de débiteurs. La philosophie sous-jacente est qu'en cas de crise grave, tout le monde fait faillite ; et en cas de crise modérée, ces banques échapperont à la faillite<sup>1</sup>.

Notre exemple n'est pas une vue irréaliste de l'esprit. Nous verrons dans le deuxième thème et dans la deuxième section comment des défaillances d'entreprises se propagent à travers le tissu économique. Mais en outre, une économie est rarement faite d'entreprises fonctionnant indépendamment les unes des autres et dont aucune ne pèse assez lourd pour influencer sur les autres. Les éléments de l'ensemble sont imbriqués les uns dans les autres, certains sont des rouages essentiels et l'État est un acteur dominant. Comme avec les dominos, lorsqu'une entreprise tombe, elle entraîne un grand nombre dans sa chute<sup>2</sup>.

De plus, les risques de crédit des entreprises sont indépendants jusqu'à un certain point. Lorsque le système est en crise, les risques ne sont plus indépendants et ne sont plus hiérarchisés. Tous les risques se valent : aucun ne fera défaut ou tous le feront. On voit clairement l'aléa moral en période de crise systémique.

### *La contagion*

La crise de liquidités – celle qui a pour origine une réduction des crédits par une banque – se propage dans le système à la fois par le passif et par l'actif des banques.

Le premier mécanisme est bien connu des économistes : c'est l'inverse du multiplicateur de crédits. Le crédit remboursé donne lieu à une diminution des dépôts dans le système, la diminution de dépôts conduit les banques à réduire à nouveau les crédits.

Le deuxième mécanisme est également fréquent. Les débiteurs ont rarement des lignes auprès d'une seule banque. Lorsque l'une d'elles réclame d'un débiteur le remboursement, il tire davantage sur ses autres lignes. Les banques anticipent que le coefficient d'utilisation<sup>3</sup> va augmenter. Dans un contexte de faible liquidité, les banques – afin de garder le même ratio de

---

1. On peut rapprocher cette observation du constat de Bernanke : la concentration du crédit bancaire se fait au détriment des emprunteurs les plus dépendants, entraînant des effets réels.

2. Il serait peut-être intéressant pour les banques de développer un coefficient d'indépendance  $S$  qui refléterait l'autonomie d'une entreprise par rapport à l'État. Une entreprise dont  $S$  serait inférieur à 1 ne ferait pas automatiquement défaut en cas de défaillance de l'État ; à l'inverse,  $S$  supérieur à 1 signifierait que les problèmes financiers de l'État y seraient amplifiés.

3. Le coefficient d'utilisation se définit comme le montant effectivement emprunté par le débiteur rapporté à la ligne de crédit. Dans les pays émergents, ce coefficient est relativement faible parce que les débiteurs craignent le retrait brutal d'une ligne de crédit.

liquidité – réduisent l'ensemble de leurs concours, déclenchant, en outre, le premier mécanisme.

### *L'amplification*

En période de crise, il ne s'agit pas simplement de débiteurs en plus grand nombre qui sont en difficulté, mais aussi de recouvrements qui diminuent. En fait, les pertes deviennent fonction du nombre de débiteurs défaillants.

Nous allons utiliser la terminologie très précise de Bâle 2.

Les paramètres pour connaître le risque de crédit – et par conséquent le capital minimum alloué à cette activité – sont les suivants :

- PD : la probabilité de défaut (*probability of default*)
- LGD : la perte en cas de défaut (*loss given default*)
- EAD : l'exposition en cas de défaut (*exposure at default*)
- *Maturity* : maturité

Des études ont montré que les LGD, en particulier, étaient très sensibles à la conjoncture économique<sup>1</sup>. Durant une récession, les LGD augmenteraient de 30 % en moyenne. En cas de crise, surtout dans les pays émergents, il est vraisemblable que l'augmentation des LGD sera encore plus prononcée. Durant une récession, PD augmente également. Nous pensons que c'est l'augmentation du PD qui entraîne la croissance du LGD.

En effet, lorsque les débiteurs défaillants sont peu nombreux, il est possible de trouver des acquéreurs pour les actifs de ces débiteurs ; de plus, les organes judiciaires (tribunaux, experts, administrateurs judiciaires) de règlement des difficultés des entreprises sont peu sollicités et peuvent rapidement séparer le bon grain de l'ivraie. Ainsi, les créanciers recouvrent une part plus ou moins grande de leurs créances.

En revanche, lorsqu'un grand nombre d'entreprises fait défaut, il n'y a plus d'acquéreurs pour les actifs et les tribunaux sont débordés. À l'extrême, lorsque toutes les entreprises d'un pays sont en cessation de paiement, les créanciers ne récupèrent plus rien de leurs créances.

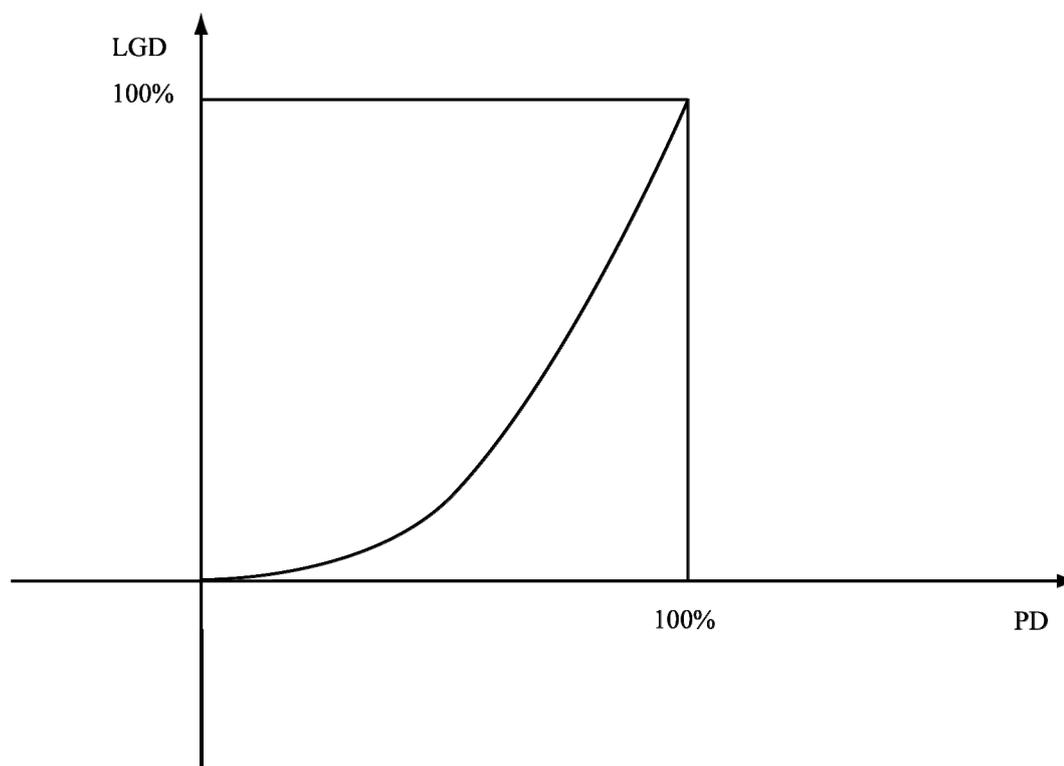
---

1. Schuermann (2002).

On peut résumer cette idée par un graphique :

### Graphique 26 : Impact et fréquence des défauts

En ordonnées on porte LGD ; en abscisse, la proportion de défaut (PD).



Dans la phase d'amplification, c'est-à-dire lorsque les débiteurs font défaut en nombre important, les créanciers voient PD augmenter et anticipent que LGD augmentera plus que proportionnellement – du fait des lenteurs judiciaires, LGD ne peut être connu avec précision avant un délai d'au moins trois ans. Il y a un phénomène de panique : les créanciers réclament le remboursement et exigent des garanties réelles. La crise qui était grave devient explosive. Alors que la liquidité bancaire est toujours la même (dans les faits, les déposants retirent aussi leurs dépôts), les crédits des banques sont en réduction, ou en tout cas sans aucune flexibilité. Nous sommes dans le schéma du canal étroit de crédit, avant les faillites des banques. C'est le début du processus de rationnement.

#### *La transmission au secteur réel*

Dans les PED, le rationnement opéré par les banques se transmet majoritairement de deux façons.

- Par les fonds de roulement des entreprises.

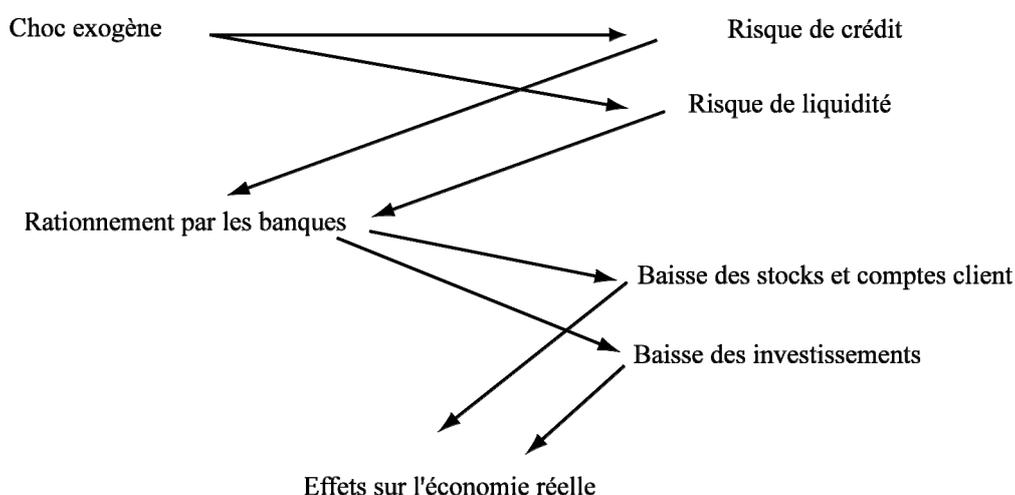
Le crédit aux ménages et le financement des investissements sont peu développés dans les PED. Les banques financent donc surtout les fonds de roulement : créances clients et stocks. Lorsque les banques rationnent, les entreprises sont forcées de réduire leurs créances et leurs stocks. Outre l'impact direct, la réduction de stocks a un effet indirect. En effet, en raison de la très grande dépendance économique des PED et de leur mauvaise organisation, une réduction de stocks entraîne inévitablement des pertes d'opportunités parce que l'offre n'est plus homogène, certains biens complémentaires manquant dans l'offre (effet *bundle*).

- Par le taux d'intérêt pondéré.

Lorsque les banques rationnent, même si le taux d'intérêt ne change pas, les entrepreneurs doivent inclure dans leurs calculs la réduction de la part des ressources empruntées et l'accroissement du taux d'intérêt pondéré (*Weighted Average Cost of Capital ou WACC*) que cela induit. Un exemple illustrera cet effet : soit une entreprise dont les ressources sont composées à 80 % par des emprunts et 20 % par du capital, le coût des premiers étant de 7 %, celui du second de 14 %. Le WACC est dans ce cas de 8,4 %. Si les banques réduisent leur financement d'un huitième, les emprunts se réduisant à 70 %, le WACC passe alors à 9,1 %. Le taux d'intérêt effectif aura donc changé alors qu'en apparence tout est resté identique. Par un effet Keynes, les entrepreneurs réduiront leurs investissements (et leur consommation à cause de la prime de liquidité).

*Schéma 2 : Enchaînement d'une crise de crédit*

Dans ce schéma d'analyse, l'enchaînement des événements est le suivant :



## 2. Le crédit interentreprises et le modèle DR-DP

### *Le crédit interentreprises*

Nous allons, ici, montrer la nature globale du crédit en relativisant, en terme de taille, le crédit bancaire. Comme il est pratiquement impossible d'appréhender les montants impliqués dans toutes les sortes de crédit, nous nous sommes focalisés sur le crédit interentreprises (désormais CI) pour lequel nous avons, en France, trouvé des statistiques. Pour autant, bien qu'il soit une préoccupation majeure pour les entreprises, ce n'est qu'un sujet mineur pour les économistes<sup>1</sup>.

Pour une entreprise débitrice, le CI offre une multitude d'avantages : il est bon marché (il n'y a généralement pas d'intérêts), il est relativement facile à obtenir (le prêteur-fournisseur dispose souvent d'une information privilégiée et son risque de crédit est rémunéré par sa marge brute), c'est un usage bien établi, et enfin il n'affecte pas négativement ses ratios (mieux, il améliore le Besoin en fonds de roulement et le *Free Cash Flow*<sup>2</sup>).

Pour l'entreprise qui prête, il s'agit d'une utilisation de ses ressources qui est plus liquide que d'autres : les clients paient en moyenne dans un délai de 60 jours alors que les stocks (dans les pays émergents) tournent à un rythme plus faible et que les immobilisations ont un délai de récupération beaucoup plus élevé. De plus, les créances clients peuvent être assez aisément escomptées auprès d'une banque.

Souvent, le crédit clientèle est aussi utilisé de manière stratégique : les entreprises dominantes peuvent à moindre frais éliminer leurs concurrents plus petits en allongeant les délais de paiement : le crédit coûte moins cher aux entreprises dominantes et il est disponible ; alors que dans la compétition par les prix, les concurrents plus petits ont des structures plus légères qui leur permettent de tenir plus facilement.

Le crédit fournisseur – qui est l'un des principaux composants du CI – dispose aussi d'un traitement préférentiel par beaucoup de législations : le législateur français, par exemple, a institué la clause de réserve de propriété qui permet au créancier (fournisseur) non payé de récupérer les marchandises vendues et non encore réglées. La clause de réserve de propriété – qui comporte quand même le risque qu'une partie ou la totalité de la marchandise ait été vendue – donne au fournisseur un avantage bien supérieur au gage puisque la marchandise lui appartient toujours.

---

1. Les ouvrages d'économie abordent rarement le sujet. Par exemple, chez Mises (1934), il n'est pas fait mention du crédit interentreprises ; pas davantage chez Flouzat (1987). Il est absent aussi chez Walsh (2003). Certes nous n'avons pas fait de recherches extensives dans tous les ouvrages, mais il est certain qu'il ne s'agit pas d'un thème majeur de la littérature.

2. Le besoin en fonds de roulement (BFR) est égal à la somme du financement client, des stocks, auxquels on retranche le financement fournisseur. Plus le BFR est important, plus l'entreprise est dépendante de ses actionnaires ou de ses banquiers et sa croissance toujours bridée.

Nous n'allons pas nous étendre davantage sur les mérites du CI – on peut les retrouver dans un grand nombre d'ouvrages de gestion. Convenons simplement qu'il est, par son importance qualitative, incontournable.

Il ne serait donc pas surprenant qu'il le soit aussi par la masse !

Malheureusement, le CI est peu appréhendé par les statistiques. Alors que l'ensemble des placements et des dépôts bancaires peut être connu au moins annuellement, les crédits interentreprises ne peuvent être mesurés que par des sondages ou avec plusieurs années de retard. Même des pays disposant d'un arsenal statistique efficace et puissant n'ont pas toujours des informations fiables et à jour.

Pour nous permettre de cerner les enjeux, nous avons choisi d'extrapoler à partir des données françaises. Nous supposons qu'au moins dans les grandes lignes, les conclusions sont généralisables à tous les pays<sup>1</sup>. Ces données d'ailleurs n'ont pas fait l'objet de beaucoup d'études et nous nous sommes appuyé sur une seule source : une étude de la Banque de France de l'année 2003<sup>2</sup>. La voici :

« Selon la base Suse de l'INSEE fin 2000, [...] le volume des créances commerciales a été évalué à 381,3 milliards d'euros, les crédits de trésorerie des établissements de crédit aux entreprises s'élevaient, la même année, à 164,1 milliards d'euros. Les dettes commerciales sont, par nature, d'un montant très proche de celui des créances, la différence étant due aux créances sur les administrations et le reste du monde. C'est en s'attachant au solde des dettes fournisseurs et créances clients par types d'entreprises et par secteurs que l'on peut analyser de façon pertinente le crédit interentreprises. »

On a donc en France, pour l'année 2000, un volume de CI qui est plus de deux fois celui des crédits de trésorerie des établissements de crédit (désormais CB)<sup>3</sup>.

Une telle masse mérite une attention particulière. Comment expliquer sa taille relative ? Quelle est sa nature ? Comment pèse-t-il sur les décisions des agents ? Quel lien y a-t-il avec le CB ?

### ***Une version élargie du multiplicateur de crédit***

Nous savons tous que les CB ont une tendance – fâcheuse selon certains – à se multiplier : ils seraient ainsi bien plus importants que l'épargne initiale qui leur servirait de base. Ce mécanisme, appelé multiplicateur de crédit, fonctionne de la façon suivante :

---

1. En réalité, c'est beaucoup une question de coutumes nationales. Le CI est sans doute beaucoup plus développé en France qu'en Allemagne.

2. Bardes (2003).

3. Également *Encyclopædia Universalis* sur CD ROM version 9, 2004.

lorsqu'une banque prête un montant, il revient sous forme de dépôt dans le système bancaire, prêt à resservir pour un nouveau placement ; le nouveau placement à son tour revient sous forme de dépôt et ainsi de suite – la seule limite à ce « miracle » étant les fuites du système – il s'agit du fameux « *credits make deposits* ».

Or, les CI sans aucun multiplicateur – recensé – représentent tout de même deux fois les CB. Comment l'expliquer ?

La seule réponse plausible est que, comme pour les CB, il existe un multiplicateur de CI !

Partons d'une situation de départ dans laquelle un fournisseur a vendu à un client, à crédit, une marchandise pour un montant de 100 euros. Si son client vend simultanément à un autre client, à crédit, pour le même montant, le total des crédits se sera accru de 200 euros ; et chaque transaction supplémentaire conduira à une augmentation identique.

Dans cet exemple, le multiplicateur aura été fonction de la longueur du circuit : il est égal au nombre d'intervenants moins un.

Comme on peut aussi le voir, le CI s'est créé indépendamment du système bancaire, de l'intervention de la Banque centrale et même de tout échange de monnaie.

Plusieurs facteurs peuvent gonfler le volume global. On a vu que la longueur du circuit en était l'un d'eux, les délais de paiement en sont un autre, l'augmentation du chiffre d'affaires est sans doute le plus déterminant d'entre eux et, comme pour le CB, il peut y avoir des fuites, des variations conjoncturelles et du rationnement.

Mais allons plus loin : considérons non pas du crédit mais de l'investissement ; imaginons que l'entreprise A participe pour 100 euros à une augmentation de capital de l'entreprise B, que celle-ci participe à une augmentation de capital de l'entreprise C qui, elle-même, contribue dans A pour 100 euros. Les fonds propres des trois entreprises auront augmenté de 300 euros, sans aucun apport extérieur. La mécanique est, en tous points, similaire au multiplicateur de crédits, excepté le fait qu'elle est moins fréquente. D'ailleurs, on peut aussi concevoir un mélange de la multiplication de crédit bancaire, de crédit interentreprises et de capitalisation. Dans le cas précédent, le secteur bancaire prêterait le montant initial, il serait investi dans le capital de la société A, qui le prêterait à son client, qui le replacerait dans sa banque, qui le prêterait à nouveau, qui serait investi, etc.

En réalité, l'investissement en capital, le CB, le CI sont tous multipliables, ils sont tous des participations à un projet, ils diffèrent simplement par la répartition des profits et du risque<sup>1</sup>.

---

1. Compte tenu de l'importance, pour un prêteur, de connaître l'ordre de priorité des différents investisseurs et créanciers, les entreprises

Tant que la confiance règne, ils peuvent se bâtir les uns sur les autres, chaque intervenant libérant l'intervenant précédent d'une partie du risque, lui créant un nouveau risque et prenant lui-même une part du risque précédent. Mais si le risque augmente brutalement, le réajustement peut, à court terme, mettre à mal le tissu économique et, à long terme, compromettre durablement les ressources de confiance de l'économie.

### *Une approche minimaliste de la monnaie*

À ce stade, on peut aussi se poser la question de savoir si les CI ne seraient pas une forme de monnaie.

La question est en soi une hérésie tant on s'est habitué aux définitions classiques. Mais prenons un instant de réflexion. Quelle est la différence de nature, pour une entreprise, entre un dépôt auprès d'une banque et une créance sur une entreprise ?

Les deux sont considérés comme du patrimoine – on est aussi riche d'une créance qu'on l'est d'un dépôt bancaire, et d'ailleurs, on est aussi pauvre d'une dette auprès d'une entreprise qu'on l'est d'une dette auprès d'une banque –, les deux peuvent être liquéfiés, plus ou moins facilement, ils peuvent également servir de garantie pour un emprunt. La différence est de degré et non de nature.

Ajoutons que le sens commun a toujours considéré les ventes à crédit non comme des opérations de troc mais comme des transactions monétaires. Or, si le CI n'était pas de la monnaie, les ventes à crédit auraient été un échange entre une marchandise et un bien (la créance), c'est-à-dire une opération de troc. Le sens commun, sans y prendre garde, traite donc le CI comme une forme de monnaie.

On objectera qu'un compte auprès d'une banque peut être utilisé pour effectuer des paiements. Mais il peut en être de même avec des créances. En utilisant des effets commerciaux, il suffit d'endosser ces effets et, pour peu que la signature soit acceptable, ils circuleront aussi bien que des billets de banque.

Pour toutes ces raisons et d'autres, il n'est pas déraisonnable de dire qu'une créance, des dépôts bancaires ainsi que la monnaie émise par un État sont, tous trois, de la monnaie. La différence réside dans la disparité de confiance que le créancier peut avoir dans les différents débiteurs.

Cette version maximaliste de la monnaie incluant l'ensemble des créances et la monnaie a pour pendant une version minimaliste (qui a notre préférence) qui postule que la monnaie est simplement l'étalon qui permet de comparer et de mesurer, une sorte de calculatrice universelle ou, mieux, le langage qui permet à une population de se comprendre et de commercer. Dans cette optique, on ne confond plus la chose (la monnaie) et ses représentations (les créances incluant celles sur l'État et les banques) – comme le fait la conception orthodoxe de la monnaie<sup>1</sup>. À l'appui de cette thèse on peut citer aussi l'argument d'ontologie : car qu'y a-t-il de commun entre les différentes sortes de monnaie ? Certaines sont en métal, d'autres en papier et quelques-unes dématérialisées. Elles ne sont d'ailleurs pas toujours échangées ; de plus, beaucoup d'opérations de troc évaluent les prestations réciproques à l'aide d'une monnaie de compte. En d'autres termes, lorsque les économistes parlent de monnaie, ils feraient une sorte de synecdoque, assimilant le crédit à l'unité de mesure.

Cette perspective ne retire pas de l'importance à la monnaie, qui, comme le dit Mauss, est un fait social total : elle pénètre une grande partie des échanges entre individus, elle permet à chacun de connaître l'importance relative des choses. Elle ne se limite pas à l'un des produits des banques. Elle est à la fois bien moins et bien plus que la monnaie des définitions administratives. Et la nécessité de la stabilité de la monnaie n'en est pas atténuée, au contraire, car l'effondrement de la valeur de la monnaie – ou son appréciation brutale – aurait pour une économie les effets de la malédiction de Dieu sur les bâtisseurs de la tour de Babel<sup>2</sup>.

Dans cette version minimaliste, la politique monétaire devrait alors être divisée entre une politique de la monnaie et une politique du crédit<sup>3</sup>. Et de nouveaux agrégats incluant les créances interentreprises devraient être créés pour que les banques centrales puissent suivre plus efficacement les crédits nationaux.

De plus, pour les PED dont la monnaie est intrinsèquement faible – politiquement, économiquement et par manque de volonté –, le rattachement à une monnaie internationale s'impose presque naturellement. Nous y reviendrons plus loin.

### *Les droits réels et les droits personnels*

Pourquoi cette impression persistante que les banquiers sont des sortes d'alchimistes créant de l'or là où il n'y avait que du plomb ? Pourquoi ce phantasme du stylo du banquier ?

---

1. On peut y voir aussi une parenté avec la théorie des effets réels d'Adam Smith ou celle de l'École de banque de Tooke et Fullarton.

2. On n'est pas très loin non plus de Knapp (1905), pour qui la monnaie n'est qu'une unité abstraite, un « valorimètre ». In Rist (1938), p. 384 sq.

3. Nous verrons dans la troisième section comment un pays privé de monnaie nationale peut néanmoins avoir une politique de crédit.

Nous pensons que cela procède d'une confusion entre deux notions pourtant bien distinctes en droit : les droits réels et les droits personnels ! Certains juristes font de cette classification la *Summa Divisio*.

Selon Hage-Chahine (1982) : « La doctrine classique définit le droit réel (DR) comme étant un pouvoir direct et immédiat qu'une personne a sur une chose. L'exemple le plus parfait en est la propriété. [...] Quant au droit personnel (DP), il se définit comme étant le pouvoir en vertu duquel une personne, appelée créancier, peut exiger d'une autre, appelée débiteur, l'accomplissement d'un certain service ou d'une certaine prestation<sup>1</sup>. »

Pour simplifier et résumer, les droits de propriété sont des droits réels et les créances sont des droits personnels. Nous n'évoquerons pas les droits mixtes, les tentatives d'absorption d'une catégorie par une autre ou l'élargissement de la discussion à l'ensemble des rapports entre individus. De plus et bien que cela pourrait manquer de rigueur, nous utiliserons indistinctement le mot droit (réel ou personnel) pour signifier à la fois le lien juridique et l'objet de ce lien (un bien ou une créance).

Que peut-on constater d'emblée ?

Tout d'abord, les droits personnels sont en nombre illimité, au contraire des droits réels. L'accord des parties peut faire naître de nouveaux types de contrats, alors que l'intervention du législateur est nécessaire pour de nouveaux droits réels.

Les DP sont aussi multipliables à l'infini : il est parfaitement possible à quiconque de signer une reconnaissance de dette d'un milliard d'euros sans utilisation de monnaie ni mouvement de marchandise ou de prestation de service. Il suffit de la rencontre des volontés du débiteur et du créancier pour faire naître une créance. Et, dans l'exemple ci-dessus, la signature du débiteur (et donc un stylo très commun) aura fait augmenter les créances nationales d'un milliard d'euros.

À l'opposé, les DR sont limités par les biens objets de ces droits. À un instant donné, toutes les volontés du monde ne pourraient les faire augmenter en quantité. Si l'on devait effectuer une consolidation de tous les patrimoines dans un pays (en supposant ce pays totalement fermé), on aboutirait seulement à la somme des DR ; car chacune des créances serait contrebalancée par une dette du même montant. En particulier, tous les avoirs auprès des banques, toute la monnaie, seraient éliminés parce que représentant des dettes des banques ou de l'État.

Toutefois, les DR peuvent se recomposer en une infinité de combinaisons et leurs valeurs peuvent augmenter sans limite. Pour un même bien, il peut y avoir différents droits de

---

1. Hage-Chahine (1982).

propriété : le droit de jouissance, le droit d'exploitation, le droit de disposition, etc. Un bien peut aussi être divisé en une multitude de parties : un immeuble peut être réparti en appartements, en pièces, en m<sup>2</sup> et pourquoi pas en cm<sup>2</sup> ; il pourrait être partagé dans le temps, chaque copropriétaire ayant la jouissance du bien pendant une période prédéterminée.

À un instant donné, la catégorisation de DR n'est pas nécessairement optimale. Elle relève de causes qui sont généralement historiques : le trust, par exemple, existe dans les pays anglo-saxons et n'existe pas en France, le leasing n'est entré dans le droit français que depuis peu, etc.

Les DR naissent par la découverte (une terre, l'invention de la radio qui a permis de découvrir les ondes...) ; la recombinaison d'éléments : en chauffant de l'argile on obtient de la porcelaine ; l'innovation juridique : les droits de pollution sont une création récente du Droit. Ils disparaissent par destruction, par recombinaison ou par décision législative : la collectivisation par exemple.

La réponse à la question qui ouvre cette discussion sur les DP et les DR se trouve donc dans l'amalgame entre les deux concepts. La monnaie (scripturale et fiduciaire) fait partie de la catégorie DP mais, en raison de la grande confiance que l'on place dans l'État et dans les banques, on a fini par l'assimiler à des DR. N'était cette illusion, personne n'aurait été choqué ni fasciné par le pouvoir créateur des banques qui est partagé avec toutes les personnes physiques et morales.

Mais une autre question plus essentielle s'impose maintenant à nous : quels sont les effets économiques de la construction des droits en deux catégories ayant une nature, une structure, des modes de création et de disparition différents ?

Nous avons, plus haut, donné un exemple irréaliste : celui d'un généreux donateur signant une reconnaissance de dette d'un milliard d'euros. Dans la vie courante, on trouve rarement des personnes qui s'endettent sans contrepartie, peu de créanciers qui acceptent de prêter sans être couverts par une garantie réelle ni aucun désintéressé par le paiement final de sa créance, en DR. Certes, le paiement peut se faire par la livraison d'un autre DP, mais à un moment ou un autre le créancier espère convertir ses DP. On doit donc supposer que dans un état du monde donné, il existe un rapport d'équilibre entre la valeur des DR et celle des DP<sup>1</sup>.

Si les DP augmentent fortement au-dessus du niveau d'équilibre, à la moindre inquiétude, les créanciers se précipiteront pour obtenir des DR provoquant la hausse de valeur

---

1. Les seuls DR qui nous intéressent sont les biens appropriables. Si des biens n'ont pas été découverts, retirés du commerce, négligés, ils ne peuvent pas faire l'objet de transactions. Cela permet de comprendre pourquoi, toutes choses égales par ailleurs, les biens sont plus chers dans des pays dans lesquels l'État détient une grande part du patrimoine national que dans des pays où il en détient une petite part.

des DR et une baisse de quantité et de valeur des DP (crise à la Minsky<sup>1</sup>). S'ils baissent fortement en dessous de ce niveau, les DR baisseront aussi de valeur, réduisant de ce fait les garanties et créant un nouveau cycle de baisse. De même si les DR augmentent – par suite d'une augmentation de la confiance, de découvertes ou de privatisations – et que les DP ne suivent pas parce que la Banque Centrale suit une politique de restriction monétaire, on peut avoir une chute de la valeur des DR elle-même suivie d'une réduction autonome (c'est-à-dire non orchestrée par la Banque Centrale) des DP<sup>2</sup>.

C'est probablement ce qui est arrivé lors du krach de 2000. Les valeurs boursières ayant fortement augmenté, la Fed avait retiré des liquidités ; le marché a d'abord corrigé et cela a été suivi par des réductions de DP (créances bancaires et créances interentreprises) dans des secteurs exposés, notamment la téléphonie, le high tech et la biotechnologie.

On peut établir un tableau à quatre entrées montrant des occurrences probables.

**Tableau 19 : Liens entre DR et DP**

	Croissance DP	Diminution DP
Croissance DR	Croissance équilibrée de la fortune nationale	Risque de cassure de la croissance
Diminution DR	Risque d'inflation et de crise financière	Déclin de la fortune nationale

Il n'est pas illogique de penser que la fortune nationale est un facteur déterminant de la croissance. Après tout, l'objectif de la production est la consommation et l'accumulation ; les crédits sont généralement donnés sur base des actifs existants (voir ci-dessus) ; le prix des actifs est le signal pour accroître la production.

On peut donc établir deux équations d'équilibre :

$$DP = K.DR$$

$$Y = f(DR, dDP, dDR)$$

Avec K le coefficient d'équilibre entre DP et DR, dDP la variation de DP, dDR la

1. « ... le climat [d'euphorie] affecte les banques qui augmentent leur offre de crédit et l'investissement croît. Le comportement bancaire [...] augmente le ratio investissement/financement externe. Cette croissance continue au-delà du PIB potentiel. [...] Toutefois cette croissance finit par déséquilibrer les bilans bancaires. [...] En cas de choc négatif [...] les banques sont contraintes de réduire leurs crédits et des faillites en chaîne peuvent se produire » Bernier (2001) p. 23-24.

2. Les effets de levier et de massue sont bien connus en finance : ils expriment généralement le fait pour les premiers que la rentabilité des actifs est supérieure au taux d'intérêt et pour les seconds que la rentabilité des actifs est inférieure au taux d'intérêt. Dans le premier cas, les actionnaires s'enrichissent lorsque l'entreprise emprunte, dans le second cas, ils s'appauvrissent. Dans les phases de retournement, les entreprises très endettées qui bénéficiaient de l'effet de levier peuvent subir l'effet de massue et disparaître.

On peut aussi considérer ces effets sous l'angle du bilan : lorsque les actifs d'une entreprise s'apprécient du fait d'une bonne conjoncture, ses ratios de solvabilité s'améliorent et elle peut emprunter davantage et acheter d'autres actifs qui s'apprécieront aussi, etc. Au retournement, les actifs se déprécieront et l'effet de massue s'appliquera. Ce scénario est peut-être en train de se dérouler dans les marchés immobiliers aux États-Unis : dans la période de hausse des prix, les ménages se sont endettés de plus en plus. Aujourd'hui que les marchés se retournent, ils doivent rembourser ; certains ne peuvent pas le faire, ce qui conduit à des ventes forcées suivies de nouvelles baisses de prix et de nouvelles demandes de remboursement.

variation de DR.

Il faut noter aussi que la présomption implicite est que le patrimoine et les créances dans l'économie sont les premiers sujets aux influences exogènes et qu'ils déterminent la production.

Peut-on estimer ces variables ?

Les pays disposant d'un outil statistique efficace peuvent, peut-être, évaluer les ordres de grandeur, établir des régressions permettant de connaître les constantes, les signaux d'alerte, et ainsi effectuer du *fine tuning*. Les autres pays doivent recourir principalement à des politiques structurelles qui sont efficaces dans tous les cas de figure – mais qui ne seront pas toujours suffisantes. Une famille de ces politiques structurelles est fondée sur le fait que la constante K est fortement influencée par la facilité de transmissibilité des droits réels. En effet, si les DR sont intransmissibles, K tend vers zéro. Inversement si la transmissibilité est totalement fluide, K peut arriver à des valeurs supérieures à 1. À titre d'exemple, le Louvre ne pourra jamais emprunter en raison de sa possession de la Joconde, car le Louvre ne peut céder la Joconde. En revanche, si le Louvre pouvait louer ses tableaux (et donc transmettre une partie du DR dont il dispose), il n'aurait pas de difficultés à emprunter sur base des tableaux qu'il possède<sup>1</sup>. Cette relation entre la transmissibilité et le crédit a été, d'une certaine façon, déjà affirmée par de Soto, notamment dans son ouvrage *The Mystery of Capital*. Il y fait ainsi référence aux biens non cessibles comme à des propriétés mortes, « *dead property* ». Nous verrons dans ce chapitre comment une réforme du droit de la faillite peut améliorer le fonctionnement du crédit et, bien entendu, nous verrons dans le troisième chapitre les certificats hypothécaires et la contribution majeure qu'ils peuvent apporter à l'organisation du crédit. Nous pouvons aussi en déduire qu'une politique de privatisation active, au-delà du financement de l'État, peut renforcer la stabilité financière et en définitive accroître la production nationale.

### ***L'existence d'un lien de subordination***

Nous avons jusqu'ici supposé une équivalence entre les deux types de crédit. Et de fait, ces crédits sont souvent en concurrence : les débiteurs essayant de réduire le CB au profit du CI, le CI jouant parfois le rôle d'amortisseur lorsque le CB est arbitrairement réduit ; d'autre part, les CI ont un mode de génération similaire à celui des CB, et aussi efficient. On peut constater aussi la bien plus grande endogénéité du CI (lié au chiffre d'affaires, à l'activité et à la longueur du circuit). Il est probablement plus stable à cause d'un plus grand nombre de

---

1. Ce serait là une solution pour des musées riches mais impécunieux.

concurrents. Un emprunteur, surtout dans un pays émergent, n'a le choix qu'entre un petit nombre de banques – et celles-ci ne sont pas toutes également intéressées, n'ayant pas toutes eu une relation commerciale précédente avec l'emprunteur. À l'inverse, les créanciers non bancaires sont beaucoup plus nombreux ; il y a moins l'exclusivité de la relation ; et le crédit est plus court. Une image appropriée pour se figurer le marché du crédit et comparer les deux types de créanciers est celle d'une masse de petits prêteurs, craintifs, collectivement très stables, offrant une grande proportion de crédits et, émergeant parmi eux, quelques très grands prêteurs distribuant de façon beaucoup plus ciblée.

D'un autre côté, il existe deux différences fondamentales qui nous incitent à croire que le CI est subordonné au CB<sup>1</sup>.

- Le prix du crédit est l'œuvre des banques (banques centrales incluses). C'est au sein du secteur bancaire, en coordination ou sous la direction des autorités monétaires, que se crée le taux d'intérêt. Celui qui est affiché par les banques est le prix implicite qu'utilisent les autres agents économiques pour prendre leurs décisions, et, clairement, sa variation conduira les entreprises à modifier leurs comportements de prêt (et aussi ceux relatifs à l'investissement).

- Il nous semble également que les variations de la liquidité globale émanent d'abord du secteur bancaire et se propagent ensuite au reste de l'économie. Ainsi, lorsque les banques réclament le remboursement de leurs avances, les entreprises font pression sur leurs clients pour qu'ils remboursent plus vite et sur leurs fournisseurs pour qu'ils allongent les délais. Cette transmission se passerait avec un certain décalage. Si la crise est de courte durée, les CI contribuent à en amortir les effets, mais si elle dure, ils l'accroissent et la prolongent.

---

<sup>1</sup> Stiglitz et Grenwald (2005) présentent un modèle de l'équilibre général du crédit dans lequel une banque est au centre d'un chaînage du crédit faisant intervenir clients et fournisseurs, p. 127 *sq.*

« Le chaînage du crédit amplifie ce qui autrement n'aurait été qu'une difficulté locale et un accident atteint l'ensemble de l'économie dans son équilibre général », p. 131.

« Ensuite une bonne partie du crédit dans l'économie est octroyée par les firmes et non par les banques. Notre analyse a montré combien les décisions d'offre de crédit par les banques et par les firmes étaient liées », p. 138.

Il apparaît donc que, pour les auteurs, banques et entreprises forment un circuit complet du crédit qui est déterminant dans l'équilibre général.



## Section 2 : Les banques, vecteurs du risque de crédit

---

Dans la section précédente, nous avons émis la supposition que le crédit bancaire avait une certaine prééminence par rapport aux autres crédits. Mais, comme dit le proverbe, comparaison n'est pas raison. À quoi servent réellement les banques ? Comment les situer dans le circuit du risque ?

Dans une première étape, nous différencierons entre les sources de financement. Le théorème de Modigliani-Miller postule leur équivalence. Nous montrerons que pour les emprunteurs il y a une différence dans la combinaison particulière du risque, ce qui entraîne par conséquent une claire unicité de chacun des types d'offres de financement. Dans une seconde étape, la fonction principale des banques, au regard du circuit du risque, sera mise en évidence. Selon la théorie financière, les banques commerciales collectent les ressources du public pour les prêter aux entreprises<sup>1</sup>. Nous avancerons un autre concept établi sur le risque : celui de la banque comme fonds commun de créances. Nous pensons que des deux perspectives, l'optimisation du risque et la canalisation des liquidités, la première est l'essence et la seconde n'est que l'apparence.

Cela nous conduira, dans une dernière phase, à mentionner les nouvelles règles bancaires en matière de gestion de risque.

L'angle utilisé dans cette section sera en général celui de la titrisation<sup>2</sup>. Bien que cette technique soit aujourd'hui chargée de tous les maux, sur le plan intellectuel elle est très précieuse, et sur celui de la pratique financière elle n'est certainement pas appelée à disparaître.

### 1. La critique du théorème de Modigliani-Miller

#### *Exposé du théorème*

Il existe en réalité deux théorèmes, qui ont été eux-mêmes remodelés à la suite des critiques dont ils avaient fait l'objet. Celui dont nous allons parler, le théorème de Modigliani-Miller (MM), est le premier. Il postule la neutralité du financement sur la valeur économique d'une firme. *La Documentation Française* en donne la définition suivante :

« [...] le premier théorème pose que ni le volume, ni la structure de la dette n'affectent la valeur de la firme à la condition que les marchés financiers fonctionnent parfaitement

---

1. Vernimmen, *Lexique de finance*.

2. Pour une présentation des règles et techniques de la titrisation dans les pays émergents, voir Diab et Boustany (2003).

(absence d'impôts, de coûts de transaction, de coûts de faillite, de contrainte réglementaire et taux d'intérêt identiques. [...] Les deux théorèmes ont plusieurs implications : les décisions d'investissement peuvent être séparées de la décision financière correspondante ; le critère rationnel d'une décision est la maximisation de la valeur de marché de la firme ; le concept de coût du capital se réfère au coût total et peut être mesuré comme le taux de rendement anticipé sur le capital investi dans les actions d'une firme appartenant à la même classe de risque<sup>1</sup>. »

Ce théorème est bâti :

– sur le raisonnement suivant : on compare deux entreprises identiques qui diffèrent simplement par la composition de leurs ressources. La première se finance par fonds propres et l'autre par emprunt, l'actionnaire de la première s'endette pour apporter le capital, l'actionnaire de la seconde ne s'endette pas ;

– et sur trois hypothèses : 1) il n'y a aucune différence de coût lorsqu'une entreprise s'endette ou lorsqu'une personne physique le fait ; 2) les deux schémas sont fiscalement identiques (c'est-à-dire qu'il y a une parfaite transparence fiscale) ; et 3) le risque n'existe pas. Les auteurs concluent que le résultat étant le même et l'arbitrage possible, les deux entreprises ont la même valeur économique, et il y a équivalence entre le financement par emprunt et celui par fonds propres.

Ce théorème de Modigliani-Miller, qui n'a d'ailleurs pas eu une application intégrale du fait des limitations concrètes (fiscalité, risque et différence entre des emprunts obtenus par des particuliers et ceux obtenus par des entreprises), a néanmoins fait progresser la gestion des entreprises par ses mérites didactiques. D'une part, il a obligé les gestionnaires à mettre sur le même niveau les ressources propres et celles empruntées et, d'autre part, il a donné un outil suffisamment exact pour évaluer des titres non cotés lorsque des titres d'autre nature, de la même entreprise, l'étaient.

### ***La critique du théorème***

Ce théorème a été critiqué pour le caractère excessivement restrictif de ses hypothèses, critique d'ailleurs acceptée par les auteurs. Mais la gêne qu'on éprouve en l'examinant ne s'explique pas seulement par la démonstration magistrale ou le manque de réalisme des hypothèses (et donc l'inapplicabilité). La véritable cause en est la nature sophistiquée du raisonnement : brillant, doté d'un très grand pouvoir didactique, mais non naturel et fondamentalement faux.

---

1. <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/revues-collections/problemes-economiques/theories/monnaiefin.shtml>

Ce n'est pas cependant pour combattre des moulins à vent que nous le contesterons, mais parce qu'il est antinomique avec le principe de notre thèse.

Commençons d'abord par une analogie qui nous permettra de déceler la faille du raisonnement : prenons les mêmes hypothèses et considérons deux entreprises ayant chacune un seul actif, de valeurs identiques. Pour la première, il s'agira d'un avion privé pour le dirigeant et, pour la seconde, d'un métier à tisser. Comme l'actionnaire de la première peut acquérir un métier à tisser et celui de la seconde un avion privé, que l'arbitrage est possible et les coûts de transaction inexistant, la valeur économique des deux entreprises serait identique !

Nous avons à dessein caricaturé le raisonnement, mais l'on voit néanmoins par où il pêche : le temps a été exclu de la démonstration. *Ex ante*, il est évident que deux actifs achetés au même prix ont la même valeur ; *ex post*, les deux investissements ne donnent pas le même résultat et il est impossible d'arbitrer *ex post* sur les mêmes bases qu'*ex ante*.

Il en est de même pour les ressources. *Ex ante*, emprunter ou augmenter le capital, emprunter à court terme ou à long terme, en euros ou en yens, sont des alternatives possibles qui procurent les mêmes ressources. Mais *ex post*, le résultat est rarement le même (sauf par accident).

MM méconnaît l'essence de l'entreprise. Elle consiste à combiner des actifs et des ressources. Au départ, plusieurs combinaisons sont possibles, et l'entrepreneur en choisit une seule. Il peut, avec le métier à tisser, ajouter une filature, un crédit à court terme en yens (peut-être auprès d'un fournisseur plutôt qu'auprès d'une banque), un grand capital du fait d'un besoin en fonds de roulement important... L'entrepreneur fait des choix, à la fois pour les emplois et les ressources. Ces choix ne sont pas indépendants car, par exemple, des emplois peu liquides obligent à prendre des ressources dont l'exigibilité n'est pas rapide. L'équivalence des modes de financement et l'inutilité de les considérer avant la décision d'investir sont, tous les jours, démenties par les faits.

En prenant pour hypothèse l'inexistence du risque, MM commet un contresens. L'entreprise et le crédit ont pour cause la gestion du risque, tous trois sont consubstantiels. Vouloir étudier le financement des entreprises en excluant le risque est comme étudier la médecine en prenant pour hypothèse l'inexistence de la maladie.

En négligeant ainsi le risque, MM ne permet ni de justifier la différence de rémunération entre les fonds propres et les fonds empruntés, ni de rendre compte de la différence de valeur économique entre une entreprise très endettée et une autre qui l'est moins

(qui s'explique par la théorie des options réelles<sup>1</sup>). MM ne donne pas non plus la mesure de la richesse pouvant être générée en offrant aux investisseurs le couple risque-rendement désiré.

En réalité, les actifs d'une entreprise définissent un couple risque-rendement. Ce couple ne trouve pas nécessairement un « acquéreur ». Par le mécanisme de l'entreprise et du crédit, en combinant les proportions du capital et les différentes sortes de financement, l'entrepreneur arrive à offrir à ses investisseurs le couple qui leur convient. Ce faisant, il réduit les coûts de financement et parfois tout simplement trouve les ressources qui, autrement, auraient fait défaut.

En conclusion à cette sous-section, nous tenons à affirmer le lien indissoluble entre les emplois et les ressources d'une entreprise<sup>2</sup>, la position centrale du risque et le fait que l'innovation financière crée de la richesse.

## **2. Les banques comme Fonds Commun de Créances**

Une approche féconde pour la compréhension du rôle des banques est de faire une analogie entre elles et les fonds communs de créances (FCC).

Rappelons qu'un FCC est la forme française des véhicules de titrisation en anglais, *Special Purpose Vehicle* (SPV). La titrisation, sommairement définie, consiste à transformer des actifs ou des créances en titres négociables, par l'intermédiaire d'un véhicule *ad hoc*. Le mouvement de titrisation s'est développé en France à partir de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières, et portant création de fonds communs de créances. Un décret d'application n° 89-158 du 9 mars 1989 a complété cette loi, suivi de divers textes émanant des différentes autorités publiques, en relation avec ce type d'opération. Les articles 34 et suivants (concernant les fonds communs de créances) de la loi n° 88-1201 de 1988, ont été ultérieurement intégrés dans le Code Monétaire et Financier promulgué en décembre 2000 sous les articles L.214-43 à L.214-49<sup>3</sup>.

À la différence des opérations traditionnelles d'*Investment Banking* qui s'intéressent au « haut du bilan », les opérations de titrisation ne concernent que les actifs circulants – « le bas du bilan ». Par exemple, une opération de titrisation pourra être la cession des créances commerciales d'une entreprise à une SPV, les titres de cette SPV étant vendus à des investisseurs. Mais les opérations les plus complexes sont possibles ; ainsi des flux futurs de

---

1. Une entreprise qui n'est pas endettée a encore la possibilité de le faire, ce qui lui donne une option sur des opportunités, alors qu'une entreprise qui est endettée n'a pas cette option. La prime théorique de ces options dites réelles constitue la différence entre les deux valeurs économiques. Bien évidemment, la prime augmente lorsque la liquidité diminue ou que l'entreprise endettée a également un risque de faillite.

2. Nous en verrons des applications dans les parties suivantes.

3. Diab et Boustany (2003).

revenus et des marchandises parfois non encore existantes peuvent être titrisés.

La titrisation permet une multitude de formules qu'il serait trop long de détailler. Cette créativité des intervenants a rendu cette remarquable innovation financière très sulfureuse à la suite de la « mésaventure » Enron. Cette compagnie avait réussi à déconsolider une partie de son passif (ainsi que de son actif) à l'aide de SPV sur lesquels elle ne donnait qu'une information fragmentaire. Lorsque l'ensemble – après la cessation de paiements – a été remis à plat et que les comptes ont été proprement évalués, il s'est avéré que certains SPV avaient également eu pour objet de masquer des pertes, et que Enron n'était pas suffisamment isolée de ces SPV. La déconsolidation avait été faite comptablement mais non juridiquement.

Une des techniques qu'il est néanmoins nécessaire de mentionner est le « découpage » du risque initial. Il s'agit tout simplement d'avoir plusieurs catégories d'investisseurs du FCC. La catégorie la plus risquée est appelée « Junior », elle subit la première perte ; la moins risquée est appelée « Senior » ; et il peut exister des catégories intermédiaires appelées « Mezzanine ».

Un exemple simple clarifiera la question : supposons qu'un arrangeur imagine de vendre à des investisseurs des obligations Parmalat. Elles sont actuellement traitées à près de 15 % de leur valeur nominale. Le SPV achètera cent millions d'euros d'obligations Parmalat à quinze millions d'euros. Des parts « junior » seront émises pour cinq millions d'euros et des parts « senior » pour dix millions d'euros. Les parts « senior » auront un coupon de 20 % et les parts « junior » la totalité du produit résiduel. À l'échéance convenue – qui pourrait être le plan de redressement présenté par M. Bondi – les obligations seront liquidées. Supposons qu'elles sont liquidées à 10 %, les parts « junior » ont tout perdu, alors que les « senior » n'ont rien perdu. Si elles sont liquidées à 5 %, les « senior » ont perdu 50 % de leur investissement et les « juniors » 100 %. Mais si les obligations sont liquidées à 25 %, les « seniors » ont réalisé un profit de 20 %, qui est leur rendement contractuel, alors que les « juniors » ont obtenu un profit de 160 %.

On voit donc que deux catégories d'investisseurs ont pu obtenir des niveaux de risque, et donc des possibilités de bénéfice, calibrés à leurs profils personnels.

Cette technique est presque toujours utilisée dans les opérations de titrisation parce qu'elle permet, comme on l'a vu, en offrant plusieurs niveaux de risque, d'avoir un plus grand nombre d'investisseurs.

En quoi une banque pourrait être assimilable à un FCC ?

En schématisant fortement, on peut dire qu'une banque est une entité dont la principale activité consiste à détenir un portefeuille de créances. Celui-ci est financé par deux types d'investisseurs : les actionnaires et les déposants. À un instant donné, s'il y a liquidation de la banque, les profits seront partagés de la façon suivante :

- les déposants récupéreront leurs mises avec l'intérêt convenu ;
- les actionnaires récupéreront le solde.

Cela implique que les premières pertes seront subies par les actionnaires et que les premiers profits seront attribués aux déposants.

Dans cette perspective très sommaire, les investisseurs participent à un risque de crédit et sont répartis entre investisseurs « juniors » (les actionnaires) et investisseurs « seniors » (les déposants). On a bien une structure similaire à celle d'un FCC.

Mais, si une banque ressemble tant à un FCC, c'est peut-être surtout parce que les FCC ont été faits sur les modèles des banques ; avec tout de même une réserve : les FCC, de création plus récente, ont davantage les traits primitifs de leur espèce que les banques. Cette caractéristique primitive et quelque peu refoulée est l'acceptation de prise de risque par la totalité des apporteurs de ressources. C'est que la mémoire collective associe tellement les faillites de banques à des traumatismes collectifs qu'elle préfère oublier que les déposants veulent prendre un risque et que c'est cela qui justifie leur rémunération.

À la différence de l'explication traditionnelle (directement issue de Keynes) du dépôt bancaire, qui privilégie l'aspect liquidité – les agents déposent de l'argent à la banque en attendant une utilisation sous forme de consommation ou d'investissement – le modèle de « banque comme FCC » (BFCC) met en avant l'aspect risque. Les agents ont des horizons d'investissement, des aversions au risque, des compétences différentes, et choisiront pour une partie de leur patrimoine un investissement sous forme de dépôt bancaire.

La rentabilité du dépôt bancaire dans le modèle traditionnel vient principalement de la valeur d'option réelle de la liquidité : en retardant l'investissement de cette liquidité, l'agent aura éventuellement la possibilité de saisir une opportunité très rentable.

La rentabilité du dépôt dans le modèle BFCC vient essentiellement de la prime de risque : l'agent court le risque de perdre une partie ou la totalité de son investissement si les placements de la banque sont de mauvaise qualité.

Les deux approches ont leurs mérites et d'ailleurs, dans notre thèse, nous utiliserons également la première approche.

Notons au passage que, comme tout bien, le dépôt bancaire peut avoir plusieurs usages. En l'occurrence, il a un usage de liquidité et aussi d'investissement. Même si cette

remarque peut sembler triviale, il n'empêche qu'avant l'invention de la banque, il était impossible d'avoir un actif à la fois liquide et risqué.

Examinons le cas de la Syrie qui, naguère, avait un secteur bancaire primitif. Jusqu'en 2003, elle n'avait pas encore de secteur bancaire digne de ce nom. Il était formé de sept banques publiques spécialisées. La plus grande était la Banque Commerciale de Syrie (BCS), seule habilitée à traiter en devises étrangères et qui collectait la majorité des dépôts en livre syrienne. La plus grande part des utilisations était auprès du secteur public, le secteur privé étant presque totalement privé de financement bancaire. Pourtant les entrepreneurs syriens arrivaient tout de même à se financer et à investir. C'est que le système économique avait généré des substituts. À côté des financements obtenus à l'extérieur du pays, les entrepreneurs empruntaient les uns aux autres, aux parents et aux amis, et aussi aux investisseurs. Ces derniers recevaient une rémunération parfois fixe, parfois variable, parfois raisonnable et parfois usuraire. Bien qu'il soit difficile d'évaluer le nombre de ces investisseurs, les faillites d'entrepreneurs qui ont eu lieu il y a quelques années (Kallas et autres) indiquent qu'ils étaient nombreux et répandus dans toute la société. En fait, les agents cherchent en permanence des couples risque-rentabilité avantageux. L'un de ces placements est le prêt à des entrepreneurs. Ce n'est pas un tropisme syrien de vouloir prêter à des entrepreneurs contre une prime de risque. Ce qui était en revanche particulier à la Syrie était l'absence de l'outil idéal pour le faire<sup>1</sup>.

Citons quelques indices :

- on estime les dépôts bancaires à l'étranger des Syriens à 70 milliards de dollars, chiffre à comparer à des dépôts bancaires en Syrie de 6,5 milliards de dollars (estimation IFC pour l'année 2000) ;
- le ratio PIB sur dépôts auprès de banques locales est l'un des plus élevés de la région : 280 %, alors que le PIB est l'un des plus bas : 800 dollars par habitant ;
- les coûts d'emprunt en Syrie varient de 4 % par mois à 7 % par an<sup>2</sup> ;
- les liquidités en Syrie sous forme de billets seraient de 50 % du total des dépôts bancaires.

Ce qui est sûr, c'est qu'une banque est un véhicule efficace pour diriger les preneurs de risque vers les emplois risqués et même, peut-on dire, un des meilleurs FCC qu'il est possible d'avoir.

---

1. Une étude mériterait d'être faite sur la considérable déperdition qui a résulté de l'absence de secteur bancaire efficace.

2. Cette différence vient de ce que certains emprunteurs peuvent obtenir des taux internationaux, alors que d'autres empruntent auprès d'usuriers.

En premier lieu, une banque est supérieurement équipée pour collecter des investissements. On peut admettre que pour « recruter » des « juniors », les actionnaires, une banque n'a pas d'avantages particuliers. En revanche, pour obtenir les investissements des « seniors » (les déposants), une banque n'a pas d'égal. Les banques ont une crédibilité assise sur un « *track record* » de plusieurs dizaines d'années. Elles ont un guichet de souscription toujours ouvert, la publicité est permanente et non pas *ad hoc*, et ont un excellent niveau de risque : la part importante des « juniors » donne aux « seniors » un très bon rehaussement ; souvent les déposants bénéficient d'une garantie des dépôts ; souvent aussi les banques ont le soutien d'un prêteur en dernier ressort ; toujours les banques sont supervisées par des commissaires aux comptes indépendants et des autorités de tutelle.

Dans les emplois (les prêts), les banques ont les plus bas coûts d'information. Du fait de la gestion des moyens de paiement, elles ont un accès privilégié sur les mouvements de leurs clients, des clients et des fournisseurs de ceux-ci. Étant les plus gros dans le métier de prêteur, elles ont des économies d'échelle pour le « *processing* » des crédits. Enfin, elles ont les meilleurs moyens de pression pour récupérer leurs avoirs des clients réticents mais non encore défailants.

Il faut ajouter à cela la qualité du portefeuille et la rigueur opérationnelle. Peu de FCC peuvent se prévaloir d'une diversification et d'une gestion équivalentes à celles d'une banque. Et de plus, à la différence d'un FCC, une banque gère dynamiquement le risque, ce qui est une garantie supplémentaire pour les investisseurs.

Pour un État, il n'est pas de meilleur outil pour diriger l'épargne inactive vers les investissements productifs. Les banques sont – même lorsqu'elles sont privées – des auxiliaires dociles et puissants de la politique gouvernementale. Elles sont une source d'informations fiables et régulières – les banques envoient tous les trois mois (au maximum) les états réglementaires, ce qui permet aux autorités monétaires de connaître presque en temps réel le total des emplois, des ressources et du hors bilan des banques – et elles appliquent scrupuleusement les directives. En comparaison, les entreprises non bancaires ne renseignent pas la Banque Centrale sur les emprunts qu'elles font, ni sur les prêts qu'elles octroient à leurs clients ; elles ne sont pas assujetties aux normes de division de risques ou de solvabilité ou, lorsqu'il existe, à l'encadrement du crédit.

Enfin, dans les pays émergents, il n'existe tout simplement pas d'alternatives locales aux banques. Les marchés financiers sont peu développés et il y a très peu de fonds locaux qui investissent dans le risque local.

Ce concept présente-t-il un intérêt ?

\* Le premier qui se présente à l'esprit est l'acceptation par les clients déposants d'un certain risque en échange de l'intérêt qu'ils reçoivent. On peut donc supposer qu'ils en auraient pris davantage s'ils en avaient la possibilité ou si le rendement était meilleur. Spécifiquement, ils auraient, si l'outil juridique était disponible et les coûts de transaction bas, risqué un peu plus sur des crédits diversifiés en position « senior ». Aujourd'hui, un propriétaire immobilier qui aimerait prendre le risque d'une banque peut emprunter et acheter des actions – c'est-à-dire qu'il est en position « junior » – ou mettre le produit de l'emprunt en dépôt auprès d'une banque – en position « senior ». Mais le premier élément de l'alternative est très risquée et donc ne peut attirer qu'un petit nombre de personnes et pour une petite part de leur patrimoine, et le deuxième a des coûts de transaction prohibitifs. Nous verrons dans la troisième partie que les certificats hypothécaires permettent précisément cela.

\* Plus généralement il renseigne sur une autre gestion des banques par le risque. Pour être à l'équilibre, une banque doit prendre moins de risques que ce que les apporteurs de ressources sont prêts à prendre. Elle doit donc évaluer l'aversion au risque pondérée des apporteurs et son risque total ; optimiser la répartition entre les apports des deux types d'investisseurs en fonction de leurs aversions respectives ; gérer son propre risque et l'augmenter ou le réduire dépendamment de l'appétit des investisseurs. Une approche des emplois et des ressources établie uniquement sur les intérêts ou sur le profit annuel est insuffisante. Faut-il solliciter une augmentation de capital, distribuer plus de dividendes, émettre des obligations, augmenter les dépôts, réduire les encours ? Quelle est la propension au risque marginale (celle du dernier investisseur) ? Les banques devraient-elles créer des compartiments « islamiques » dans lesquels des investisseurs prendraient un risque un peu plus grand que les déposants mais plus petit que les actionnaires ?

*A priori*, rien n'interdirait de créer des contrats de dépôts spéciaux qui auraient une combinaison risque-rentabilité différente de celle du dépôt classique. Cette innovation donnerait certainement un avantage compétitif aux banques qui l'appliqueraient.

\* Il peut donner un éclairage nouveau à l'hypothèse de Minsky : on sait que pour Minsky les anticipations euphoriques durant les bonnes années conduisent à des structures de dette instables. Minsky accorde aussi beaucoup d'importance aux points de retournement, lorsque les anticipations se modifient.

Reprenons notre modèle en y associant la théorie de l'agence. Nous avons un « agent », la banque, et deux « principaux », les actionnaires et les déposants. Les principaux

---

1. Le droit islamique interdit le prêt à intérêt mais ne prohibe pas les prêts participatifs. Dans la pratique, par le contrat dit de Mourabaha, les banques islamiques font des prêts avec une rémunération fixe. La technique consiste à effectuer simultanément une vente au comptant et un achat à terme, le report est alors considéré comme un bénéfice commercial et donc conforme.

n'ont pas les mêmes intérêts et n'ont pas le même pouvoir dans les différentes phases du cycle. Lorsque tout va bien, les actionnaires sont de plus en plus confiants et cherchent à conserver la croissance de leurs profits. Les déposants sont peu exigeants et peu difficiles à convaincre. Les banques seront plus sensibles aux désirs des actionnaires et agiront conformément à l'hypothèse de Minsky, prenant de plus en plus de risques et encourageant leurs clients à investir davantage. Le ratio de dettes financières sur le total des actifs des entreprises atteindra un niveau très élevé. Ce processus continuera jusqu'au moment où les actionnaires décèleront les prémices d'un retournement. Étant les plus affectés par les pertes, ils auront tendance à requérir des réductions de risque importantes. Celles-ci, par un effet boule de neige, rendront le freinage plus brutal. Dans les phases suivantes, les banques voulant plaire aux déposants, devenus les principaux les plus respectés, deviendront trop prudentes et prolongeront la crise par une politique timorée à l'excès.

\* Il peut expliquer certaines aberrations : les banques libanaises paient un intérêt inférieur à celui payé par l'État libanais. En moyenne, pour 2003 l'État libanais payait, pour des échéances proches, deux cents points de base de plus que les banques libanaises. Pourtant, la notation des banques ne diffère pas de celle de l'État libanais et ce d'autant plus qu'il existe le « plafond pays » (*country ceiling*) (en d'autres termes les agences de notation ne donnent jamais à une banque une note supérieure à celle de l'État hôte). Le paradoxe s'explique très aisément si l'on recourt au modèle décrit ci-dessus. Supposons en effet qu'une banque ait pour seuls emplois des obligations de l'État libanais. Le niveau de risque pour les déposants serait malgré tout inférieur à celui des obligations de l'État. D'une part, le portefeuille d'obligations détenues par la banque sera mieux réparti, mieux choisi et mieux géré que ce que pourrait faire un particulier. D'autre part et plus simplement, le capital de la banque joue le rôle des « junior notes » d'un FCC. Les déposants savent que les actionnaires de la banque subiront la première perte. Il est intéressant de noter que cette forme collective est plus intéressante pour les investisseurs qu'un fonds commun de placement dont la valeur est presque toujours inférieure à celle des actifs qui le constituent.

Les déposants – et aussi les autorités de tutelle – ont tendance à préférer les banques plus grandes. La raison pourrait être, entre autres, une plus grande diversification des risques. Il est certain qu'une banque ayant un total de bilan de dix milliards de dollars peut avoir une meilleure diversification qu'une banque qui n'aurait qu'un milliard de dollars de total de bilan. Dans les pays émergents, le risque est une considération plus importante que la qualité des services.

\* Il peut enfin induire des recommandations : au Liban, la Banque Centrale estime qu'il est nécessaire d'éliminer les risques pris par les déposants auprès des banques. Elle garantit implicitement que la Banque du Liban reprendra toute institution défailante et permettra à celle-ci de s'acquitter de ses dettes à l'égard des déposants. Toutefois, comme nous l'avons vu, les déposants sont disposés à prendre un risque ; ils en attendent un revenu en proportion. Il ne sert à rien et c'est contre-productif de lobotomiser la propension au risque des agents économiques.

Il est plus efficace d'augmenter la spécialisation des banques. Ainsi certaines licences bancaires auront une activité limitée à la prise de dépôts et le placement en obligations d'État. Certaines autres seront limitées à des prêts aux entreprises. Enfin quelques-unes pourront être universelles. Il est certain que la diversification de l'activité doit être proportionnelle à la taille. En dessous d'une certaine taille de banque, il est plus économique au déposant d'effectuer lui-même sa diversification.

L'établissement dans les pays émergents de normes prudentielles occidentales comme celles prévues par Bâle 2 peut entraîner un *crowding out* des placements dans les entreprises locales. En effet, les banques devant respecter les ratios prudentiels et en même temps rémunérer leurs déposants à des taux reflétant le risque systémique, seront tentées de prendre des risques élevés en prêtant aux plus mauvais des débiteurs locaux ou de réduire leurs prêts locaux. On est un peu dans une situation similaire aux marchés des tacots d'Akerloff. Nous en reparlerons plus loin.

Pour résumer, les agents déposants prennent un risque et ils reçoivent un revenu en contrepartie. Compte tenu de leur profil (aversion au risque et connaissance), les dépôts bancaires sont le meilleur placement. Et ainsi, dans les pays émergents, les banques sont le vecteur le plus efficace pour canaliser le capital-risque vers les entreprises.

### **3. La gestion du risque par les banques**

Nous avons vu plus haut que les banques étaient un outil qui permet aux entreprises et aux déposants de gérer leurs risques. La section ne serait pas complète si nous ne consacrons pas quelques lignes sur la façon dont les banques gèrent les leurs. Nous évoquerons tout d'abord le système de la VaR et ensuite la réforme Bâle 2.

#### ***La Value at Risk***

Le développement des activités de marché et les pertes qu'ont encourues les banques et les institutions financières durant les vingt dernières années ont conduit au développement

d'outils pour la mesure des risques.

La méthode « *Value at Risk* » désormais « VaR » est généralement attribuée à la banque d'affaires J. P. Morgan. Les méthodes sont toutefois bien antérieures et utilisées par les sociétés d'assurances depuis de nombreuses années. J. P. Morgan introduisit son mode de calcul en 1994 et le mit à la disposition du marché par Internet. La méthode est utilisée par quasiment toutes les grandes banques et sera rendue obligatoire avec Bâle 2. On peut dater la naissance officielle de ce concept à juillet 1993, lorsque le Groupe des 30 (constitué de représentants de l'industrie financière et des autorités de surveillance) recommanda de quantifier les risques par une mesure uniforme : la VaR.

La préoccupation majeure des gestionnaires de portefeuilles est de connaître et de contrôler le risque. La VaR est un indicateur de perte maximum, compte tenu d'une probabilité donnée et d'une période définie. Un investisseur achète à titre d'exemple un instrument (A), et devient par conséquent sensible aux fluctuations de (A). Si la VaR pour A est d'un million d'euros pour un mois avec une probabilité de 5 %, cela signifie que la probabilité de perdre plus d'un million d'euros durant le mois sur A est inférieure à 5 %.

La VaR peut résumer en un seul nombre l'ensemble des pertes potentielles que peut subir le portefeuille d'activités financières d'une banque en sommant toutes ses positions, et indique la perte potentielle maximale que peuvent subir une position isolée ou le portefeuille dans son ensemble sur un laps de temps généralement très court allant de un à dix jours.

Cependant, cette méthode ne peut s'appliquer que dans des conditions normales du marché. Durant les périodes de fortes variations, il faut recourir à d'autres méthodes complémentaires pour compléter les résultats fournis par la méthode VaR. La VaR doit identifier les activités qui consomment le plus les fonds propres, et permettre d'allouer ces fonds aux activités les plus rentables.

Il existe plusieurs méthodes de mesure de la VaR qui ont en commun différents points.

\* L'utilisation d'informations statistiques : volatilités historiques, corrélations entre les différentes sources de risques, etc.

\* La prise en compte dans le portefeuille total des effets de la diversification et des couvertures : une position couverte est peu risquée tandis qu'une position sur un dérivé seul est très risquée. Ainsi, le risque d'un portefeuille n'est pas la simple somme des risques de ses composantes, et la contribution marginale d'une position au risque total du portefeuille dépend de la composition du portefeuille.

## ***Bâle 2***

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (Comité)<sup>1</sup> a estimé, vers la fin des années 1990, que l'approche Ratio Cooke était dépassée parce qu'elle ne prenait en compte ni les nouveaux instruments financiers, ni la nature des divers types de risque supportés par la banque ; elle ne donnait aucune considération aux sûretés dont la banque pouvait disposer et elle mettait sur le même plan toutes les entreprises emprunteuses. De plus, elle donnait un traitement trop favorable aux crédits souverains. Enfin, les risques de fonctionnement étaient négligés.

Le nouvel accord qui en est issu repose sur trois piliers :

- capital minimum ;
- supervision de l'adéquation du capital ;
- discipline de marché.

Les fondations du secteur financier seraient, en quelque sorte, assurées par un engagement plus important des actionnaires, des autorités de tutelle et du marché. Ces trois intervenants disposeraient d'une meilleure information et d'outils relativement standardisés d'analyse du risque, peut-être inspiré, au départ, de la méthode VaR.

Les risques de crédit et de marché sont plus finement analysés. Dans le précédent accord, le risque de crédit (sans garantie) sur une entreprise était évalué à 100 %. Dans le futur accord, il est fonction du « rating » de cette entreprise. L'allocation de capital et donc le coût du crédit sont totalement différents. Par exemple, un prêt à une société de rating AAA était dans l'ancien accord pondéré à 100 %, et dans le nouvel accord à 20 %.

Par conséquent, si l'on considère que le coût d'un crédit se décompose en coût des ressources nécessaires (ce qu'il en coûte à la banque pour s'endetter), en coûts d'exploitation (la commercialisation du crédit, son suivi, son administration) et en coût d'allocation de capital (le montant du capital nécessaire pour ce crédit multiplié par la rémunération minimum à assurer aux actionnaires), le coût des crédits faiblement risqués s'abaisse considérablement. Supposons pour l'illustrer un crédit de cent millions d'euros donné à une société ayant un rating AAA ; admettons que le coût du capital soit de 10 % et que le coût des

---

1. Le comité de Bâle, créé par les gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix à la fin de 1974, regroupe des banques centrales et des organismes de réglementation et de surveillance bancaires des principaux pays industrialisés (Belgique, Canada, France, Allemagne, Italie, Japon, Luxembourg, Pays-Bas, Espagne, Suède, Suisse, Royaume-Uni et États-Unis) dont les représentants se rencontrent à la Banque des règlements internationaux (BRI) à Bâle pour discuter des enjeux liés à la surveillance prudentielle des activités bancaires. Bien que le Comité de Bâle ne dispose d'aucun pouvoir officiel en matière de surveillance ou de juridiction, il établit des normes et des lignes directrices générales et formule des recommandations qui deviennent des standards internationaux. Les recommandations appelées Bâle 1 ou parfois ratio Cooke ont été décidées par le Comité en 1988 et progressivement implémentées par la majorité des autorités de régulation. Il s'agit d'un ratio de solvabilité qui est calculé en prenant au numérateur les fonds propres et au dénominateur les actifs et les engagements (hors bilan) suivant une certaine pondération. Le minimum requis est de 8 %, bien que certains pays exigent un ratio plus important – la Banque du Liban requiert 12 %.

ressources empruntées soit de 5 %. Dans l'actuel système, la banque devait allouer huit millions d'euros de son capital (le ratio Cooke est de 8 %). Avec un taux de 10 %, le coût du capital serait de 800 000 euros. Le coût total du crédit (hors frais d'exploitation) serait de 5,4 millions d'euros. Dans le futur système, l'allocation est divisée par cinq, ce qui donne un coût du capital de 160 000 euros et un coût total de 4,92 millions d'euros.

La banque, à conditions égales, sera incitée à prêter davantage aux meilleures signatures, ce qui à terme abaissera les conditions d'emprunt des bons risques.

De même, les garanties sont mieux prises en compte. Enfin, les prêts au détail – les prêts standardisés aux PME sont assimilés au « *retail lending* » – bénéficient d'une pondération de 75 %, pourvu qu'ils répondent à certaines conditions de nature, de granularité et de volume.

Une autre innovation de l'accord est l'introduction du risque opérationnel. Celui-ci est défini comme le risque de pertes résultant de processus internes inadéquats ou défectueux, ou d'événements extérieurs. De la même façon que pour les risques de crédit ou de marché, les banques doivent allouer une part de capital à ce risque<sup>1</sup>.

Si le nouvel accord apporte des améliorations incontestables au niveau de l'information, des règles prudentielles et de la gestion des risques opérationnels, il comporte néanmoins des inconvénients sérieux s'il est appliqué sans discernement dans les pays émergents. En effet, les banques dans ces pays sont forcément plafonnées dans leurs ratings par le rating souverain. Au niveau des ressources, elles ne pourront donc avoir que des ressources chères, tant au niveau des emprunts (dépôts, obligations, etc.) qu'au niveau des fonds propres, et ce quelle que soit leur politique de placement.

Ce qu'elles placent localement, auprès d'emprunteurs nationaux, sera affecté d'un coefficient de pondération de 150 % au lieu de l'actuel 100 %. À titre d'exemple, considérons une banque dans un pays émergent qui a un portefeuille de crédits locaux de 100 millions d'euros, dont le coût du capital est de 20 % et le coût des ressources empruntées de 7 %. L'application de Bâle 2 ne changera pas les taux des ressources. Mais en revanche, il modifiera substantiellement le coût pondéré. Dans l'ancien système (ratio Cooke 8 % et coefficient 100 %), le coût pondéré était de 7,64 millions d'euros. Dans le système projeté (ratio 8 % et coefficient 150 %), il sera de 8,56 millions. Le surcoût est donc de 9 pour mille de l'ensemble des crédits. Le tableau suivant résume le calcul :

---

1. L'évaluation des différents risques peut se faire suivant des grilles données par les autorités de surveillance ou par une mesure effectuée par les établissements bancaires eux-mêmes.

**Tableau 20 : Comparaison entre Bâle 1 et Bâle 2**

100 millions	Capital alloué	Coût du capital	Coût des dépôts	Coût total
Ancien accord	8 millions	1,6 millions	6,44 millions	7,64 millions
Nouvel accord	12 millions	2,4 millions	6,16 millions	8,56 millions

Les résultats de l'accord pour les pays émergents risquent d'être :

- une dégradation de la qualité des portefeuilles des banques : seules les signatures moins bonnes accepteront le surcoût ;
- un rationnement des crédits locaux : l'incitation sera plus faible pour de nouveaux entrants et pour l'intermédiation dans les pays émergents ;
- une socialisation de l'épargne : si les autorités locales décident de retenir un coefficient de 0 % pour les risques sur l'État local, les banques auront un différentiel de coût entre placements privés et prêts à l'État de 1,2 millions (pour 100 millions de placements et avec les mêmes hypothèses que plus haut).

Les pays émergents devraient donc appliquer Bâle 2 avec discernement. Notre modèle de la banque comme fonds commun de créances permet d'en dessiner les grandes lignes :

Les investisseurs (déposants et actionnaires) souhaitent prendre un risque (relativement) élevé – si ce n'était pas le cas ils auraient placé à l'extérieur du pays. Les crédits locaux (sans garantie) doivent donc être pondérés au taux antérieur de 100 % et les crédits standardisés à 75 %. Si en revanche la banque prête à un emprunteur étranger disposant d'un rating élevé, la banque appliquera la pondération prévue dans l'accord.

Par cette modification, les PED pourront implémenter plus vite l'accord, les banques commerciales et centrales amélioreront leur gestion en tenant mieux compte des risques, les entreprises locales ne souffriront pas d'un assèchement des crédits disponibles et ainsi, Bâle 2 sera, pour les PED, un événement majeur ayant le potentiel pour révolutionner leurs secteurs bancaires.



## Section 3 : Des mesures structurelles pour améliorer le crédit

---

Quels freins peuvent être éliminés pour accélérer le développement du crédit dans les PED ?

Il est vrai que pour toute personne qui y travaille, les entraves à l'activité économique sont innombrables et pesantes. De Soto cite l'exemple d'un atelier de confection avec deux ouvriers à Lima qui a dû embaucher, pour effectuer les démarches administratives nécessaires, deux employés à plein temps pendant six mois. Si ce cas est sans doute isolé et probablement en nette réduction, il n'en reste pas moins que tout gouvernement de PED doit en faire l'une de ses priorités.

Notre propos ici, est cependant consacré à deux « systèmes » uniquement : le droit de la faillite et la politique monétaire. La raison en est que parmi tous les processus dans le crédit, ils ont les effets les plus généralisés et les plus influents. Ils sont aussi décisifs en cas de croissance rapide, leurs mauvais états pouvant la briser et en compromettre durablement les bienfaits. Cette focalisation a aussi pour avantages de ne pas nécessiter l'examen de détails trop fins et de pouvoir étendre les recommandations à un grand nombre de pays.

En l'espèce, le droit de la faillite étudié est le droit français, et la politique monétaire est celle de la majorité des pays. Nous verrons qu'en dépit d'une amélioration permanente de l'un et de l'autre, ils peuvent tous deux, même en Etats-Unis aujourd'hui, subir une amélioration substantielle si l'on adoptait, pour leur réforme, le paradigme du risque.

### **1. Une politique monétaire pour les PED**

La politique monétaire n'est pas le sujet de notre thèse. Nous avons entrepris néanmoins d'indiquer quelques pistes de réflexion pour des politiques monétaires dans des PED. Nous verrons dans le troisième chapitre l'intégration de ces propositions à l'ensemble du projet. Notre angle d'attaque sera par le crédit : comment dans un PED augmenter l'efficacité du secteur bancaire (entendue comme la capacité de prêter le montant le plus élevé possible sous la contrainte d'un risque acceptable).

La politique monétaire a actuellement un statut ambigu. Pour les uns, elle est une panacée, pour les autres, un outil trop puissant pour être manipulé par des amateurs, et, pour presque tous, elle est hors d'atteinte des PED. Nous évoquerons d'abord les difficultés pratiques pour une politique monétaire dans un PED, nous verrons ensuite que ces difficultés

pratiques peuvent être largement éliminées par une dollarisation complète, nous examinerons également le rôle d'une banque centrale comme prêteur en dernier ressort (PDR) et comme emprunteur en dernier ressort (EDR), enfin nous suggérerons de nouveaux instruments à la disposition des banques centrales, pour réduire les risques d'actif et de passif des banques commerciales.

### ***De la difficulté pour un PED d'avoir une politique monétaire***

En matière monétaire, le premier choix à faire par un PED est celui du change<sup>1</sup> :

- faut-il adopter une dollarisation complète ?
- faut-il avoir un *Currency Board* ?
- faut-il avoir un cours de change fixe ?
- faut-il avoir un cours de change flexible ?

Ce choix a presque un caractère existentiel : une monnaie nationale était pour les pays récemment décolonisés le signe de l'indépendance et garde à ce jour le parfum de la souveraineté nationale. Mais par ailleurs, la stabilité des prix intérieurs est vitale pour les classes moyennes qui sont généralement la colonne vertébrale des PED, et une faible volatilité du cours de change est (du fait qu'il est souvent difficile de se couvrir contre le risque de change) une condition *sine qua non* pour les investisseurs étrangers.

Nous avons donc quatre possibilités : dollarisation complète, à l'instar du Panama (mais aussi des pays de la zone Euro), *Currency Board*, change fixe et change flexible. Chacune détermine le type de politique monétaire qui peut être mené.

La tradition veut en effet qu'en l'absence d'une monnaie nationale on ne puisse pas avoir de politique monétaire. Par ailleurs, le théorème de Mundell enseigne qu'en change fixe avec ou sans *Currency Board* et si l'on veut avoir une liberté des capitaux, il soit impossible d'avoir une politique monétaire autonome. Le dernier cas semble interdire aux pays ayant une économie faible d'avoir une politique monétaire qui ne soit pas totalement subordonnée à la politique de change. La raison en est simple : une baisse du cours de la monnaie locale devient vite une descente aux enfers ; pour les investisseurs étrangers et même locaux, un régime de change flexible implique des coûts supplémentaires de *hedging* et, enfin, toute variation à la baisse de la monnaie locale apparaît au public comme une preuve de mauvaise gestion, ce qui oblige les autorités, *de facto*, pour des raisons politiques, à avoir un régime de change fixe.

---

1. On pourra se reporter pour une perspective exhaustive de la question à Allegret (2005).

Il semble donc que les PED ne puissent pas avoir de politique monétaire<sup>1</sup>. Nous verrons plus loin que cette conclusion est un peu hâtive.

### *Une politique monétaire sans monnaie nationale*

Nous allons montrer qu'il est tout à fait possible d'avoir une politique monétaire dans un pays totalement dollarisé et que cette politique peut être autonome et efficace (à notre connaissance il n'existe pas de littérature défendant ce point de vue)<sup>2</sup>.

Une telle hypothèse, si elle était avérée, aurait des implications considérables sur les politiques économiques des PED<sup>3</sup>. La dollarisation semble dans ces pays une fatalité dangereuse alors qu'elle pourrait être une magnifique opportunité. Y arriver est en outre aisé : la dollarisation complète est, en effet, techniquement facile à mettre en œuvre alors que la dédollarisation – que ces pays souhaiteraient – est difficile à implémenter.

Mais pour avoir une idée des enjeux, il faudrait connaître le taux de dollarisation. Or cet exercice est d'autant plus ardu que les auteurs diffèrent sur la façon de le calculer<sup>4</sup>.

On le mesure généralement par la proportion de la masse monétaire locale (M1, M2 ou M3) qui est libellée en monnaie étrangère. Cependant, pour pouvoir avoir la donnée qui est pertinente, il faudrait disposer non pas du taux de dollarisation interne mais plutôt du taux national. Il faudrait donc rapporter l'ensemble des avoirs liquides en monnaie étrangère détenus par les nationaux (y inclus ceux qu'ils gardent auprès de banques à l'étranger) aux dépôts des nationaux, toutes monnaies confondues. Si l'on pouvait faire ce calcul, les taux de dollarisation seraient nettement supérieurs – et cela avant même d'examiner la proportion dans la fortune des nationaux de l'ensemble de leurs actifs en monnaie étrangère ou indexés sur une monnaie étrangère. La conclusion rationnelle pour la majorité des PED serait peut-être alors de dollariser ou, tout au moins, de renoncer à dédollariser.

Reste l'argument de la politique monétaire. Pour démontrer qu'elle est possible, nous allons en premier lieu utiliser un tableau présenté dans Mourgues [2000] (page 246) qui répartit les instruments et les effets des politiques monétaires en instruments, objectifs opératoires, objectifs intermédiaires et objectifs finals.

---

1. Cela à la limite semble être un moindre mal, compte tenu de la compétence parfois limitée des autorités monétaires dans les PED et de leurs moyens insuffisants.

2. Cependant il existe un courant qui présente certaines similarités, celui de la Banque libre. Hayek, qui en est l'initiateur, avait proposé d'abolir la banque centrale et de conserver aux banques privées la liberté en matière de création monétaire. L'ouvrage de référence est celui de Selgin (1991).

3. Cela est vrai aussi pour les pays de la zone Euro qui pourraient, s'ils le voulaient, continuer à avoir une politique monétaire autonome.

4. Pour une estimation de la dollarisation dans les PED, voir Reinhart, Rogoff et Savastano (2003).

**Tableau 21 : Instruments et objectifs monétaires**

Instruments	Objectifs opératoires	Objectifs intermédiaires	Objectifs finals
Open market Réescompte Réserves Encadrement du crédit Contrôles directs du taux d'intérêt Contrôle des changes	Taux du marché interbancaire Base monétaire exogène	Taux d'intérêt à court terme Taux d'intérêt à long terme Agrégats monétaires M1, M2, M3	Prix Niveau d'activité

Nous pouvons d'emblée constater que la plupart des instruments utilisés dans une politique monétaire sont disponibles même en l'absence d'une monnaie nationale.

Rien n'interdit à une banque centrale d'acheter et de vendre des titres privés ou publics en monnaie étrangère auprès des banques commerciales locales, suivant les techniques de *l'Open market*.

De même, une banque centrale peut offrir aux banques de réescompter les créances, en monnaies étrangères, que celles-ci présenteraient.

Les banques centrales sont en mesure d'imposer des réserves obligatoires tant sur les dépôts locaux en monnaie nationale que sur ceux en monnaies étrangères. Cette potentialité est utilisée par la BCE comme par d'autres banques centrales (la Banque du Liban ou la Banque centrale de Syrie par exemple).

L'encadrement du crédit est également possible dans des monnaies étrangères.

Une banque centrale peut aussi fixer arbitrairement les taux qu'appliqueront les banques locales tant sur les dépôts que sur les crédits.

En revanche, il est évidemment impossible d'agir sur le cours de change puisque par définition, il n'existe pas de monnaie nationale.

Pour les objectifs, nous devons tout d'abord répondre sur le fait de savoir si les cibles de ces instruments peuvent être différentes entre le pays d'origine de la monnaie et le PED dollarisé. En d'autres termes, est-il possible que les taux d'intérêt en dollar dans un pays dollarisé puissent différer des taux internationaux en dollar et existe-t-il une masse monétaire en devises étrangères autonome dans un pays dollarisé ?

L'exemple libanais montre que les taux dollar au Liban peuvent s'écarter durablement

et considérablement par rapport aux taux internationaux du dollar<sup>1</sup> ; il montre aussi qu'il peut exister une masse monétaire en devises étrangères, que cette masse est utilisée par les banques locales pour des placements locaux, et qu'elle subit des fluctuations qui sont causées localement.

La deuxième question que l'on doit se poser est l'existence d'une potentialité d'influence de la banque centrale locale sur ces cibles. Là aussi, l'exemple libanais montre que cette potentialité existe : la Banque du Liban a réussi par diverses actions à faire monter ou descendre le taux d'intérêt en dollar au Liban ; toutefois nous ignorons si les variations de la masse monétaire en devises étrangères ont varié suite à des actions de la banque centrale ou pour d'autres raisons.

La troisième question est l'efficacité des instruments en l'absence d'une monnaie nationale. Par exemple, l'instrument « réserves obligatoires » est-il aussi efficace s'il n'est pas fait dans la monnaie nationale ?

Des éléments de réponse ne pourraient être apportés que par une modélisation qui déborderait le cadre de notre étude. Intuitivement, nous soupçonnons que les instruments ont un effet d'autant plus grand qu'il y a une distorsion entre le PED et les Etats-Unis (si la dollarisation est en dollar). Ainsi, plus le PED aura une économie fragile, plus le taux d'intérêt du dollar local sera élevé, comparé à celui du dollar à l'étranger. En outre, la masse monétaire y sera plus volatile. Par conséquent, la banque centrale locale pourra avoir une plus grande influence et ses instruments seront plus efficaces.

Comme il semble assez plausible que le taux local ne puisse être inférieur au taux international, la banque centrale pourra faire fluctuer le taux local uniquement au-dessus de ce dernier. En cas d'inflation locale (donc après déduction de l'inflation importée), la banque centrale peut avec les instruments classiques retirer des liquidités, ce qui fera monter le taux local et réduira la demande locale. En cas de faible activité, de la même façon la banque centrale peut injecter des liquidités pour réduire le taux local. Notons que la seconde action est plus difficile à mener que la première : d'une part, comme nous le disions plus haut le taux local peut difficilement être plus bas que le taux international, mais, d'autre part, les moyens d'injection de liquidité sont limités aux réserves de la banque centrale – elle ne peut pas imprimer des billets pour les introduire dans le marché<sup>2</sup>.

Avant d'aborder les limites possibles à une telle politique monétaire, il faut mentionner que les données lui sont plutôt favorables.

---

1. Le fait que la cause du différentiel entre le dollar local et le dollar américain soit le risque pays ne change rien au fait que des clients déposent des dollars auprès des banques locales, que des emprunteurs empruntent ces dollars, qu'ils payent des fournisseurs locaux en dollars et que ces fournisseurs redéposent ces dollars auprès du système bancaire local.

2. Mais rien n'empêche d'imprimer des billets libellés dans la monnaie étrangère et émis par la banque centrale locale.

Selon Goux [1995] : « Aujourd'hui, sous l'influence du courant monétariste, la politique monétaire est plutôt passive. Il s'agit avant tout de combattre l'inflation ; en aucun cas de relancer la machine économique. »

Or, Reinhart *et al.*<sup>1</sup> montrent que « ... contrary to the general presumption in the literature, a high degree of dollarization does not seem to be an obstacle to monetary control or to disinflation ».

Donc, selon la première proposition, la politique monétaire a comme objectif prioritaire le combat contre l'inflation et, selon la seconde, la dollarisation n'empêche pas la lutte contre l'inflation. Par conséquent, la dollarisation n'est pas un empêchement à l'objectif prioritaire de la politique monétaire.

Nous pensons même qu'une dollarisation complète serait encore plus efficace pour combattre l'inflation<sup>2</sup>.

### ***Les limites (relatives) à la politique monétaire sans monnaie nationale***

Il est certain que l'absence d'une monnaie nationale introduit un certain nombre de contraintes qui, si elles ne sont pas du strict domaine de la politique monétaire, en relèvent indirectement :

#### *Le prêteur en dernier ressort (PDR)*

Il est classique d'estimer que le PDR doit disposer du pouvoir d'émission pour s'acquitter de sa tâche<sup>3</sup>. Cela est sans doute vrai dans les cas les plus extrêmes, lorsque le PDR a épuisé toutes ses liquidités et ses moyens d'emprunt, mais cela est faux dans la quasi-totalité des cas ; et de plus, dans ces cas extrêmes, le remède n'est pas meilleur que le mal, l'hyperinflation finissant par provoquer la faillite du secteur bancaire.

Dans la très grande majorité des situations, un PDR est la « mutuelle » qui couvre les banques commerciales lorsque l'une d'elles a des difficultés de trésorerie. Les difficultés qui touchent toutes les banques simultanément ont généralement lieu après que l'une des banques a fait défaut et qu'une panique bancaire y a fait suite. Le PDR interrompt la chute des « dominos » en soutenant la première banque<sup>4</sup>. Ce rôle de « mutuelle » peut être pris en charge

---

1. Reinhart, Rogoff et Savastano (2003), p. 3.

2. À l'inverse, Allegret (2005) est plus sceptique que nous sur les avantages de la dollarisation : « Le faible nombre de pays de taille significative à avoir adopté la dollarisation fait que les études empiriques concernant les performances macroéconomiques de ce régime sont peu nombreuses. [...] Même s'il convient d'être très prudent [...] leur enseignement principal est le suivant : les effets positifs attendus de la dollarisation n'apparaissent pas avec évidence d'un point de vue empirique », p. 147-149.

3. Dans « Dealing with Banking Crises in Dollarized Economies », in Gulde A.-M. *et al.* (2003), p. 54, les auteurs estiment que les autorités monétaires doivent avoir une stratégie claire pour disposer de liquidités en cas de « bank runs ». Bien que l'article n'évoque que des cas de dollarisation partielle, il est logique que la stratégie valable en dollarisation partielle le soit aussi en dollarisation totale.

4. La règle en matière de PDR a été énoncée par Bagehot (1873), et peut se résumer ainsi : le prêteur doit prêter sans contraintes, à un taux de pénalité et contre une bonne garantie.

avec les réserves obligatoires, le capital de la banque centrale, les ressources internationales (les DTS ou des soutiens étrangers) et des mesures d'extrême urgence tel un gel momentané des retraits<sup>1</sup>.

Il n'est pas nécessaire que la banque centrale se dépêche d'imprimer des billets. Si d'ailleurs ce devait être ainsi, il est fort probable qu'il y aurait une fuite devant la monnaie. Dans le cas d'un PED, l'absence de monnaie nationale éviterait à la banque centrale de combattre sur deux fronts : celui de la protection de la monnaie nationale et de la défense des banques commerciales. De plus, l'existence d'une monnaie nationale oblige une banque centrale à assurer également la fonction d'emprunteur en dernier ressort (EDR)<sup>2</sup>.

### *Le seignuriage*

Est-il obligatoire de disposer d'une monnaie nationale pour obtenir les revenus du seignuriage ? Ceux-ci peuvent provenir soit des intérêts non payés sur la monnaie fiduciaire, soit de la non-rémunération des réserves obligatoires.

Nous savons qu'une banque centrale peut parfaitement imposer des réserves obligatoires sur les dépôts en devises étrangères. Elle peut également se dispenser de les rémunérer.

Quant à la monnaie fiduciaire, rien n'empêche d'avoir une monnaie fiduciaire sans monnaie scripturale<sup>3</sup>. Si tel est le cas, la banque centrale peut conserver des réserves de change d'un montant équivalent à la totalité des billets en monnaie nationale. La banque centrale toucherait ainsi tous les droits de seignuriage sans les coûts de maintien d'une monnaie nationale. La seule condition donc pour éviter la monnaie nationale scripturale serait pour l'État et la banque centrale de s'interdire d'emprunter dans la monnaie nationale.

### *La manipulation du cours de change*

Évidemment, si un pays n'a pas de monnaie nationale, il est impossible de modifier le cours de change. Mais il est possible de choisir quelle monnaie étrangère sera la monnaie de référence. Ce choix peut se faire en fonction des relations politiques ou commerciales du pays

---

1. En réalité, l'avantage immense d'un PDR national, avec ou sans monnaie nationale, est la disposition de la force publique. Une banque centrale peut, hors de tout cadre juridique, « convaincre » les établissements bancaires de soutenir un collègue défaillant (cela a été le cas pour LTCM, voir Dunbar [2001]). Elle peut aussi geler les transferts et les retraits.

2. À notre connaissance, la littérature n'évoque pas l'EDR.

La Syrie est un cas intéressant et rare qui permet d'appréhender le problème. L'État syrien est relativement peu endetté. Jusqu'en 2004, les seules banques étaient publiques. Elles déposaient leurs liquidités à la banque centrale qui les prêtait à l'État. Après 2004, malgré l'arrivée des banques privées, la situation n'a pas changé : les liquidités finissaient chez l'État par l'intermédiaire de la banque centrale, mais sans aucune rémunération. L'expérience montre que les banques ont été conduites à refuser des dépôts (donc bancarisation ralentie), à prêter avec moins de discernement (risque accru) et à des taux d'intérêt aléatoires (perte d'information sur le prix du marché de crédit). Il est prévu qu'en 2008, l'État syrien s'endette par des bons du trésor, ce qui ramènera la Syrie dans la norme. Il n'en reste pas moins qu'il pourrait exister un État non endetté. L'exemple syrien démontre qu'il est hautement souhaitable qu'il existe un emprunteur en dernier ressort. Nous pensons que c'est la banque centrale qui doit assumer cette fonction.

3. Le choix du Peg peut se faire pour maximiser le seignuriage en choisissant un cours à 2 ou 3 % d'un chiffre rond. Selon la loi de Gresham, c'est la monnaie la plus mauvaise (celle qui s'échange dans les transactions courantes au cours le plus avantageux) qui remplacera progressivement la devise « meilleure ».

ou bien d'une préférence quelconque. *A priori*, un choix objectif devrait se porter vers l'Euro qui est la seule monnaie multinationale, alors que les autres grandes monnaies sont simplement internationales<sup>1</sup>. En outre, il est toujours loisible pour la banque centrale de changer pour une autre monnaie de référence si son choix initial se révélait inadapté compte tenu de la politique monétaire du pays émetteur de cette monnaie. (Nous ne voyons cependant pas de grand intérêt à ce changement puisqu'il est de l'essence de la dollarisation complète de donner aux agents économiques la liberté totale pour fixer la monnaie dans laquelle ils veulent contracter<sup>2</sup>.)

### ***Le soutien à l'activité de crédit des banques***

Dans les PED, plus qu'une insuffisance de masse monétaire, le comportement des banques tend à peser sur l'activité économique. Celles-ci ont tendance à conserver des niveaux élevés de liquidité (bien plus élevés que ceux en cours dans les pays occidentaux). C'est que les banques doivent faire face à la fois au risque d'actif et au risque de passif, et que leur principal recours est de limiter leurs concours à l'économie. Nous allons voir ici comment une banque centrale, en utilisant des techniques issues de la titrisation, peut stimuler l'activité crédit des banques.

#### *Le risque de passif*

On sait que le risque de passif pour une banque est celui qu'un certain nombre de déposants retirent soudainement leurs dépôts ou que les clients emprunteurs ne remboursent pas aux échéances alors que les liquidités sont insuffisantes pour satisfaire la demande. Les banques centrales devraient, dans cette situation, agir en PDR éventuellement en suivant les règles classiques de Bagehot.

Mais c'est une action de dernier recours et qui se traduit pour les banques par une perte d'indépendance, surtout dans les PED où parfois un peu de *cronyism* rend la main de l'État un peu lourde à l'égard des entreprises non-amies.

L'injection de liquidités en amont par l'Open Market ou par les niveaux de réserves obligatoires ne semble pas non plus pleinement satisfaisante parce que, d'une part, les banques centrales n'ont pas toujours la technicité nécessaire pour faire cette injection au bon moment et pour les bons montants et, d'autre part, parce que cette injection est perçue comme momentanée (lorsqu'elle ne l'est pas effectivement).

---

1. La distinction entre monnaie multinationale et monnaie internationale est inspirée de celle qui existe entre entreprise internationale et entreprise multinationale.  
2. Voir Selgin (1991).

Une autre technique consisterait à acheter aux banques du risque « senior ». La banque centrale proposerait aux banques, suivant certaines règles d'éligibilité, d'acheter, dans leur portefeuille de créances, un certain pourcentage du risque, sous condition que celui qui est conservé par les banques soit subordonné à celui qui a été acquis. Nous allons expliciter cela par un exemple.

Soit un portefeuille éligible, auprès d'une banque, de 1 milliard d'euros et dont le taux moyen de rendement est de 7 %. La banque centrale achèterait 10 % en risque senior au taux de rendement de 4 %. Ainsi la banque commerciale se retrouverait avec une liquidité supplémentaire de 100 millions d'euros et des revenus amputés de 4 millions d'euros, son portefeuille aurait désormais un rendement moyen de 7,33 % et elle aurait un profil de risque quasiment équivalent puisque les 90 % sont juniors par rapport aux 10 %. Pour la banque centrale, il y a peu de risques dans ce financement senior (il faudrait que le portefeuille diversifié subisse une perte supérieure à 90 % pour que la banque centrale perde de l'argent) et la banque centrale peut elle-même refinancer cet apport auprès d'institutions internationales comme les autres banques centrales, la Banque Mondiale ou le FMI. L'un des grands avantages de cette technique est d'éviter de passer par les créances de l'État et de passer plutôt par des créances au secteur privé.

#### *Le risque d'actif*

Si la banque centrale estime qu'il est nécessaire que les banques augmentent leurs concours à l'économie, un moyen qui pourrait concurrencer l'injection de liquidités serait une ligne de garantie omnibus<sup>1</sup>.

Prenons pour hypothèse que l'ensemble des prêts au secteur privé s'élève à 15 milliards de dollars (chiffre approximatif pour 2004 au Liban). La banque centrale pourrait offrir à l'ensemble des banques de participer à l'ensemble des risques réunissant certains critères d'éligibilité pour 5 %, mais sans apport de fonds. C'est-à-dire qu'en cas de défaut de l'un des débiteurs, la banque centrale participerait à hauteur de 5 % de la perte sur ce débiteur ; et le total de la garantie omnibus sera de 750 millions de dollars (si tous les crédits sont éligibles). Si par ailleurs on estime à 2 % le coût implicite de cette garantie pour la banque centrale, le coût total ne dépasserait pas 15 millions de dollars, ce qui est dérisoire.

---

<sup>1</sup> La garantie omnibus peut se comparer à une augmentation de capital dont elle a les avantages en terme de risque pour les banques (et donc de ratios).

Comme l'a montré Artus (2002) dans son étude sur la crise japonaise, « ... recapitaliser des banques [...] [pour] faire repartir l'offre de crédit semble donc la bonne solution », ou « Au total les mesures de politique économique qui n'entraînent pas la recapitalisation des banques sont soit peu efficaces soit carrément contreproductives », p. 79-80.

En revanche, la garantie omnibus est supérieure à l'augmentation de capital en ce qu'elle ne comporte pas de perte de contrôle pour les banques et que la mesure peut être temporaire.

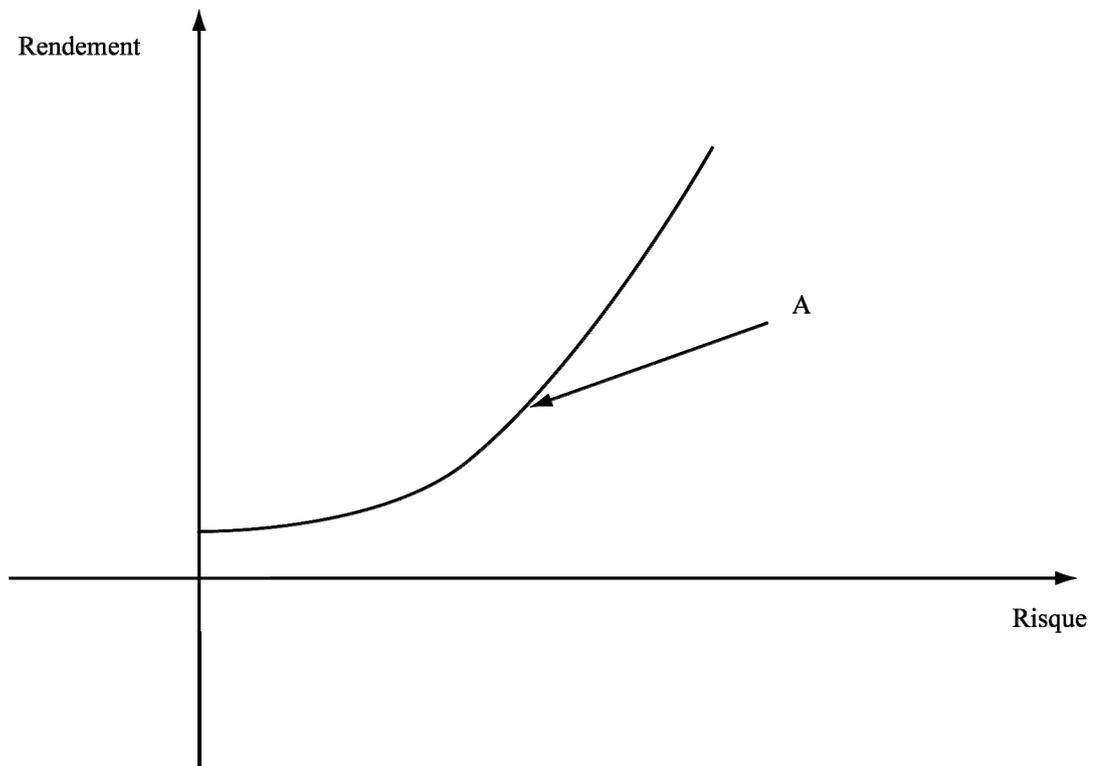
On pourrait opposer à ce schéma deux objections :

- le risque moral (*moral hazard*) ;
- la non-efficience de l'instrument.

En ce qui concerne le risque moral, il est très peu vraisemblable qu'une banque cherchera à profiter de cette offre pour prêter (rétroactivement !) à de mauvais débiteurs, sachant qu'elle-même supportera 95 % de la perte. (On peut aussi envisager que cette garantie porte uniquement sur de nouveaux crédits.)

Pour la non-efficience, nous allons à nouveau faire appel au concept, que nous avons déjà utilisé, du couple risque-rendement.

**Graphique 27 : Fonction classique risque rendement**



Comme on peut le voir, à partir du point A, pour inciter les agents à modifier leur comportement il est beaucoup plus productif de réduire le risque que d'augmenter la rentabilité<sup>1</sup>. Or, une garantie omnibus, comme décrite ci-dessus, réduit le risque de crédit des banques (de 5 % en consolidé). Si donc, dans l'appréciation des risques par les banques, on est au-delà de A, il est clair qu'une réduction de risque aura un effet bien supérieur à une

---

1. Nous faisons l'hypothèse arbitraire que le coût de réduction du risque est égal à celui de l'augmentation du rendement.

injection de liquidité qui n'augmenterait que la rentabilité<sup>1</sup>.

Cette démonstration intuitive et graphique ne dispense évidemment pas de faire un calcul plus précis pour déterminer plus finement les élasticités aux différents points de la courbe. Cela étant dit, il est assez vraisemblable que dans les PED, l'élasticité des prêts au risque est plus élevée que celle relative au rendement.

### *Conclusion*

Comme on a pu le voir, l'impossibilité, pour les PED, de mener une politique monétaire n'est pas une règle d'airain. La politique monétaire doit faire l'objet dans les PED (mais peut-être aussi dans les pays européens de la zone euro) d'un débat politique pour identifier les aspects qui doivent être du ressort de la Nation, ceux qui doivent être « sous-traités » et ceux qui doivent être totalement abandonnés. Une telle décision n'est pas simplement technique et ne peut être exclusivement le fait des professionnels. Mais cette décision doit aussi être éclairée par la connaissance du possible.

Il nous semble que la défense du secteur bancaire local et le développement du crédit local sont des missions que l'on ne peut déléguer. Une banque centrale doit donc être active et ce quel que soit le choix pour la monnaie nationale (présence ou absence, fixité ou flexibilité).

## **2. La réforme du droit de la faillite**

Pourquoi le droit de la faillite et pourquoi sa réforme ?

Revenons tout d'abord sur l'intuition centrale de notre thèse : le risque est le premier mobile de l'échange dont le crédit est le facteur structurant. Cette intuition se développe ensuite pour expliquer les crises par l'interruption de crédit, et le certificat hypothécaire est un moyen pour relancer le crédit et, par suite, la prise de risque, l'investissement et l'échange.

Or la possibilité de la faillite et son coût représentent le frein principal au crédit ou à tout le moins un élément important de coût. Nous devons donc, pour comprendre le crédit, étudier comment il échoue<sup>2</sup>. Il n'est pas non plus inutile pour accroître les chances d'un nouvel instrument financier d'améliorer le fonctionnement de la faillite.

On pourrait penser que le droit de la faillite (désormais DF) n'a pas d'effets structurels, que par une sorte de loi de Coase tous les DF sont bons pourvu que les coûts de transaction soient inexistantes ; et que le crédit s'ajustera automatiquement à son niveau

---

1. Il serait peut-être intéressant d'effectuer une analyse similaire à celle de Barro (1974) en matière de dette souveraine. L'accroissement des garanties de l'État (par le biais de la Banque centrale) est-il neutre (comportement ricardien) ou paréto positif (comportement non ricardien) ? N'ayant pas identifié d'études sur le sujet, nous en sommes réduits aux conjectures. Notre sentiment est que les garanties supplémentaires n'affecteront pas suffisamment le crédit de l'État pour dissiper les avantages d'un crédit supplémentaire au secteur privé..

2. Selon Stiglitz et Greenwald (2005), « Une théorie de politique monétaire qui ne prête pas attention à la banqueroute ni aux défauts de paiement serait comme Hamlet qui ne serait pas prince du Danemark ; elle peut conduire (a conduit dans la crise de l'Asie Orientale) à des politiques dramatiquement erronées », p. 2 et 3.

optimal. Il n'en est rien, car le DF est lui-même un coût de transaction et, de plus, spécialement dans les pays émergents, l'inertie qu'il confère aux adaptations conjoncturelles le rend très déstabilisant. Pour qui étudie le crédit dans les pays émergents, le DF est un passage obligé ; pour qui veut améliorer le système financier dans ces pays, le DF est incontournable.

Pour autant, le DF a été peu étudié par les économistes. Ce n'est que récemment avec le courant « *Law and Economics* » que le DF est devenu un thème de réflexion. La Banque Mondiale en fait désormais un des axes d'amélioration structurelle. En l'occurrence, nous nous sommes inspiré de Bebchuk (1988), cité par Hart [1999], pour la réforme envisagée.

Nous avons choisi d'exposer le DF en France qui est assez récent et certainement bien plus efficient que celui de la majorité des pays émergents. Nous l'avons fait pour des raisons de convenance personnelle : la disponibilité de l'information et une meilleure connaissance pour les lecteurs de cette thèse. Au demeurant, beaucoup de droits nationaux sont inspirés du droit français. Nous avons ensuite identifié ce que nous pensons être les principes généraux de tous les DF. Cette supposition a été testée avec quelques DF, notamment le DF américain, le DF anglais et le DF libanais. Puis nous avons postulé ce que devrait être un DF idéal. Le concept proposé (une variante de l'idée de Bebchuk) a été mesuré à l'aune de ce DF idéal et nous avons enfin établi un tableau « coûts et avantages » de ce nouveau DF.

### ***Le droit de la faillite en France<sup>1</sup>***

Le DF en France a connu une considérable évolution : le droit romain sanctionnait la faillite par l'esclavage du failli, le droit de l'Ancien Régime avait la prison pour dettes ; le droit actuel cherche à prévenir, à amoindrir les conséquences d'une faillite. Autant le droit civil porte les marques de son ancêtre (le droit romain), autant le DF semble être l'enfant de son époque. Le DF aujourd'hui a une orientation principalement sociale ou économique plutôt que morale. Pour un réformateur, cela constitue évidemment un avantage : c'est une matière qui se prête infiniment à une optique constructiviste – moins lié par les usages et les coutumes, le législateur peut calibrer la loi pour obtenir un résultat déterminé.

Nous nous concentrerons sur le DF des entreprises et non sur celui des individus – celui-ci est bien moins pertinent pour notre thèse et d'ailleurs quantitativement moins conséquent. Il est à noter que si le terme « droit de la faillite » est toujours employé dans le vocabulaire, la loi utilise désormais le terme « droit des entreprises en difficulté ».

---

1. On pourra se référer à la synthèse exposée in Bonnard (2003).

Le DF est principalement régi par quatre séries de textes :

1. la loi n° 84-148 du 1<sup>er</sup> mars 1984 relative à la prévention et au règlement amiable des difficultés des entreprises (art L.611-1 à L.612-5) et son décret d'application du 1<sup>er</sup> mars 1985 ;
2. la loi n° 85-98 du 25 janvier 1985 relative au redressement et à la liquidation judiciaire des entreprises (art L.620-1 à L.628-8) et son décret d'application du 27 décembre 1985 ;
3. la loi n° 85-99 du 25 janvier 1985 relative aux administrateurs judiciaires et aux mandataires judiciaires à la liquidation des entreprises. Les dispositions de cette loi ont été reprises par la loi du 15 mai 2001 sur les nouvelles régulations économiques (art L.811-1 à L.814-6) ;
4. la loi du 10 juin 1994 qui a modifié et complété de nombreux articles des lois du 1<sup>er</sup> mars 1984 et du 25 janvier 1985.

#### *Les intervenants judiciaires*

Il s'agit de professionnels assermentés des faillites, nommés par le tribunal de commerce dans le jugement d'ouverture. Ce sont le juge-commissaire, l'administrateur judiciaire et le représentant des créanciers. Chacun a un rôle bien précis afin d'assurer la meilleure sécurité aux créanciers.

Le premier doit veiller au déroulement rapide de la procédure et à la protection des intérêts en présence, il statue par ordonnance sur l'admission des créances, les relevés de forclusion ou sur les revendications, son autorisation est nécessaire pour procéder à certains actes comme l'aliénation d'un bien) et ses ordonnances sont susceptibles d'un recours devant le Tribunal.

Le deuxième est parfois nommé pour gérer l'entreprise ou pour en contrôler la gestion.

Quant au représentant des créanciers – dont les attributions sont ensuite dévolues au liquidateur – il a, seul, qualité pour agir au nom et dans l'intérêt collectif des créanciers<sup>1</sup>.

#### *La procédure*

L'ouverture du redressement judiciaire (sauf extension de procédure ou reprise d'une précédente procédure collective) est subordonnée à la condition d'une cessation de paiements.

---

1. Cass, Ch com, 4 mars 2003.

La saisine du tribunal peut se faire par le débiteur (qui a l'obligation de le faire dans les quinze jours qui suivent la cessation de paiements) ; par un créancier par la voie d'une assignation en redressement judiciaire ; par le tribunal ou le ministère public (qui peuvent avoir été informés des difficultés de l'entreprise).

Après avoir été saisi, le tribunal peut :

- prononcer immédiatement la liquidation judiciaire ;
- prononcer un redressement judiciaire.

Dans la première hypothèse, le tribunal nomme un liquidateur dont la mission est de vérifier les créances, vendre les biens de l'entreprise, procéder aux licenciements et finalement répartir le produit de la liquidation aux créanciers en fonction de l'ordre de priorité.

Dans la deuxième hypothèse, une période d'observation est ouverte dont la durée varie généralement de deux mois (elle peut aussi être limitée à quelques heures) à douze mois (mais dans certains cas exceptionnels elle peut atteindre vingt mois). Cette période durant laquelle l'exploitation est poursuivie – à l'abri des créanciers qui ne peuvent réclamer leur dû, et avec la liquidité donnée par de nouveaux créanciers – doit permettre de décider du sort de l'entreprise : redressement ou liquidation.

À tout moment le tribunal peut interrompre la période d'observation et prononcer la liquidation judiciaire. En principe, celle-là doit néanmoins se terminer par un plan de cession ou de redressement. Dans l'intervalle, un administrateur judiciaire peut être commis (dans le régime simplifié – qui concerne les petites entreprises – il est courant qu'il ne soit pas nommé d'administrateur judiciaire). Sa mission est définie par le tribunal et elle peut consister en surveillance, assistance et représentation du débiteur. Dans la pratique, le tribunal privilégie l'assistance, ce qui signifie que le dirigeant continue à gérer l'entreprise avec une sorte de tutelle de l'administrateur.

La réforme aurait ainsi permis une amélioration de la situation des créanciers, qui étaient généralement les laissés-pour-compte dans les procédures collectives. En dissociant les différents intervenants, les créanciers sont mieux représentés et défendus ; en accélérant les procédures, on augmente les chances de récupérer quelques actifs ; enfin en gardant la priorité des sûretés acquises avant le jugement d'ouverture, on évite l'insécurité des créanciers privilégiés.

Pourtant, si l'on en croit Blazy (2000)<sup>1</sup>, les résultats sont loin d'être satisfaisants pour les créanciers. Qu'on en juge : en cas de liquidation, les taux de recouvrement seraient, en moyenne, de 1,4 % pour les créanciers chirographaires et de 11 % pour les créanciers privilégiés. Il est vrai qu'en cas de continuation, les ratios passent respectivement à 65,9 % et 66 %<sup>2</sup>. « En se fondant sur les données de l'enquête, le taux de recouvrement moyen, toutes créances confondues et sur l'ensemble des issues, a pu être estimé : il reste inférieur à 10 %<sup>3</sup>. »

Imaginons ces ratios appliqués sur un pays en développement : les taux de défaut sont évidemment bien plus élevés – et ce même en dehors des périodes de crise – et la pérennité des entreprises est beaucoup plus aléatoire. Ajoutons que les organes judiciaires sont parfois corrompus et fréquemment incompetents dans la gestion des entreprises. Les coûts de faillite sont pour les pays émergents une variable dominante dans le développement, voire l'existence d'un circuit du crédit. « Le droit de la défaillance [...] apparaît aussi, aujourd'hui, comme un véritable outil de politique économique, régulateur de la vie des entreprises<sup>4</sup>. »

### ***Comparaison avec d'autres droits***

Aux Etats-Unis, il y a une première phase, le *Chapter 11* (équivalent de la période d'observation), éventuellement suivie par une liquidation, le *Chapter 7* (très proche de la liquidation à la française). Toutefois, dans le *Chapter 11*, sauf exceptions, la direction de l'entreprise continue de gérer l'entreprise. De plus, la loi américaine n'impose pas que l'entreprise soit en cessation de paiements. Il suffit qu'il y ait une intention de réorganisation, de vente de l'entreprise ou de liquidation. Le *Chapter 11* a ainsi été utilisé par Dow Corning lorsque des négociations avec des plaignants ont échoué ou par Texaco lorsque le tribunal l'a condamné à des indemnités de plusieurs milliards de dollars<sup>5</sup>.

On retrouve en gros des principes identiques dans les droits anglais, italien, libanais.

Les points communs sont :

- l'intervention d'un tribunal pour l'ouverture de la procédure ;
- la protection temporaire à l'égard des créanciers ;
- la possibilité que le débiteur gère l'entreprise pendant cette phase intermédiaire ;

---

1. Blazy R., La faillite. Éléments d'analyse économique, Thèse parue dans *Economica* en 2000.

2. *Ibid.*, p. 302.

3. *Ibid.*, p. 301

4. *Ibid.*, p. 3.

5. Un projet de loi est à l'étude en France pour créer un outil appelé « sauvegarde » qui s'apparente au Chapter 11. Tout débiteur peut se placer sous la protection du tribunal dès l'apparition de « difficultés susceptibles de conduire à la cessation de paiements ». La procédure est à l'initiative du chef d'entreprise. *Le Nouveau Courrier*, septembre 2004, n° 119, p. 12-13.

- la liquidation sous contrôle judiciaire et par un liquidateur nommé par le juge.

Il nous apparaît que l'inefficacité réside à ce quatrième niveau. En effet, alors que le monde semble s'être détourné de la gestion socialiste, avec des dirigeants nommés par une autorité étatique et dont les intérêts ne sont que faiblement alignés sur ceux de leurs représentés, le DF conserve fidèlement ces modes. Les liquidateurs sont nommés par un tribunal et sont censés protéger les intérêts des créanciers de façon totalement désintéressée.

Avant d'exposer ce que devrait être un DF plus efficace, nous allons en examiner les enjeux.

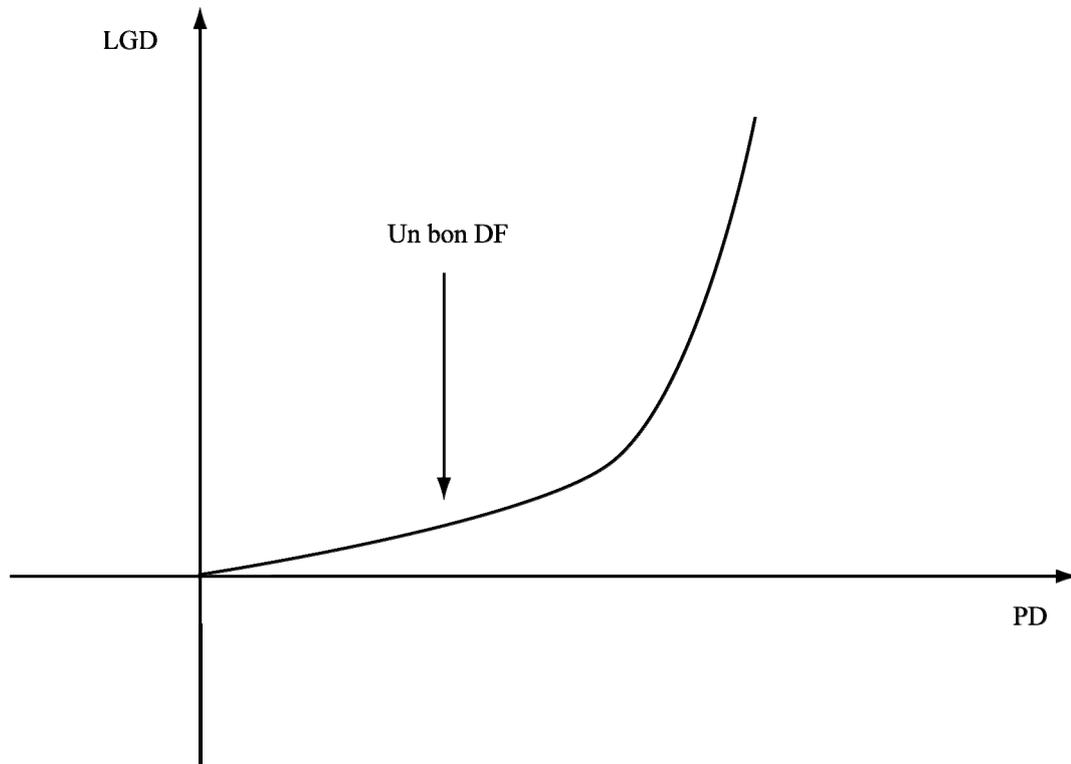
### ***Les enjeux d'un droit de la faillite***

Nous allons postuler que le premier d'entre eux pour un pays émergent est de faciliter le circuit du crédit et que cela peut être autorisé par une amélioration de la LGD (*loss given default*). Nous présumons qu'une meilleure LGD entraîne une meilleure PD (*probability of default*), moins de rationnement de crédit et des *spread* plus faibles. Ces présomptions sont plausibles, car une meilleure LGD augmente la rentabilité des créanciers et par suite accroît l'offre de crédit. Cet accroissement entraîne une baisse du *spread* et une plus faible PD – par le double effet prix et quantité, les débiteurs payant un intérêt plus faible et disposant plus facilement du crédit améliorent leurs profitabilités et leurs liquidités. Un cercle vertueux peut donc se mettre en place : la diminution de LGD permet la diminution de la PD, des taux d'intérêt, une augmentation des investissements, une baisse de la LGD.

Notons que la LGD est fortement corrélée à la conjoncture : un grand nombre de faillites réduit les produits de liquidation – lorsqu'une seule entreprise d'un secteur fait faillite, il est plus facile de trouver un repreneur que si plusieurs entreprises du secteur font faillite. Il va de soi qu'une bonne réforme du DF améliorerait la LGD.

Cela peut être illustré par le graphique suivant :

**Graphique 28 : Effet du droit de la faillite sur les conséquences des faillites**



La courbe LGD est évidemment exponentielle : plus les défauts augmentent, plus les pertes par défaut augmentent de façon croissante. Mais un bon DF tend à faire baisser la courbe et un mauvais DF l'augmente.

Revenons aux principes énoncés dans les sections précédentes et dans le premier chapitre : les créanciers sont des investisseurs au même titre que les investisseurs en capital ; ayant un profil de risque différent, leur contrat d'investissement (contrat de prêt) diffère de celui des actionnaires (contrat de société) ; par leur intervention, ils réduisent le coût financier consolidé global (les taux d'intérêt sur les prêts sont considérablement plus bas que les taux de rendement requis par les actionnaires) et accroissent substantiellement les ressources disponibles pour l'investissement (les montants disponibles pour des prêts sont bien plus importants que ceux disponibles pour l'investissement en capital).

En quoi une réforme du DF modifierait-elle le circuit du crédit ?

Le circuit pourrait être amélioré par une réduction des coûts entraînant automatiquement plus d'investissements d'entreprises, une plus grande variété (certains investissements ayant un P/E faible ne voient guère le jour à cause des coûts de financement).

### *Une réforme du droit de la faillite*

Nous allons proposer, pour les pays émergents, une réforme adaptée au droit français. Si elle devait être appliquée à un autre pays, une adaptation devrait être effectuée pour tenir compte des particularités fiscales.

Nous nous sommes inspiré d'une proposition de Bebchuck (1988) rapportée par Hart (1999)<sup>1</sup>. L'idée serait, en simplifiant fortement, de transformer, dans l'éventualité d'une faillite, les créanciers en actionnaires.

À titre d'exemple, soit la société A ayant le bilan suivant :

Actif 1 000 Pertes 3 000	Capital 500 Dettes 3 500
-----------------------------	-----------------------------

Dans cette proposition, le capital serait éliminé – les actionnaires perdent tous leurs droits dans la société – et les dettes sont converties en capital. Le bilan après conversion serait :

Actif 1 000 Pertes 2 500	Capital 3 500
-----------------------------	---------------

La société ayant été recapitalisée et n'ayant plus de dettes exigibles, elle n'est plus en cessation de paiements et peut à nouveau opérer.

Ce schéma présente une grande utilité pour les pays émergents. Mais avant d'en citer les mérites, je m'efforcerai d'introduire une variante pour répondre aux critiques qui lui ont été faites.

Le système, en effet, souffre d'une absence de distinction entre les types de créances (faut-il traiter de façon identique les créanciers privilégiés et chirographaires ?) et d'une clarté insuffisante sur le sort des actionnaires. En réponse, Bebchuk propose d'offrir aux créanciers privilégiés des actions, et aux créanciers chirographaires et aux actionnaires des options. De plus, les traitements fiscaux des intérêts et des dividendes, du remboursement de créances et celui du capital, ne sont pas les mêmes.

---

1. Bebchuk L.A. (1988), *op. cit.*

Une alternative serait la suivante :

1. Une entreprise peut demander au tribunal sa mise à l'abri de ses créanciers pour une période de six mois renouvelable une fois. Durant cette phase – qui est l'équivalent du *Chapter 11* ou de la période d'observation – les organes de l'entreprise gardent le contrôle de celle-ci. La direction de l'entreprise peut négocier avec ses créanciers, obtenir des remises, organiser le rachat des créances par d'autres créanciers, augmenter le capital, céder l'entreprise, etc.

2. À la fin de la période, le juge effectue ce que l'on appelle en jargon financier « un coup d'accordéon ». Il réduit le capital à zéro (éliminant ainsi les anciens actionnaires) et l'augmente à nouveau par conversion de créances chirographaires en capital (celui-ci doit arriver au capital minimum légal). Le solde des créances chirographaires est abandonné par les créanciers avec une clause de « retour à meilleure fortune<sup>1</sup> ». Au cas où la société est *in boni* la procédure s'arrête.

3. Si l'augmentation de capital et l'abandon de créances sont insuffisants pour résorber les pertes, n'importe quel « intéressé » peut demander la liquidation de la société.

Cette variante est à mon sens légalement moins lourde, dans le sens où elle utilise des voies déjà existantes pour résoudre les problèmes.

En l'occurrence, la question épineuse des créances privilégiées est réglée par leur maintien hors de la formule. En effet, dans les créances privilégiées nous avons une multitude de cas très différents : des hypothèques de premier rang, de deuxième rang et parfois de rang supérieur ; certaines créances couvertes à 150 % et d'autres à 30 % ; des sûretés appartenant à l'entreprise et d'autres appartenant à un tiers ; les privilèges des salariés et celles du trésor. Comme l'objectif est de substituer à la procédure actuelle un système plus léger, plus rapide et moins coûteux en personnel judiciaire, cette variante évite de se prononcer sur l'aspect le plus complexe. Certes, dans quelques cas les créances privilégiées représenteront une masse telle que l'issue ne sera pas différente de ce qu'elle est aujourd'hui : une liquidation. Elle incitera peut-être des créanciers, qui autrement se seraient contentés de ne pas avoir de privilège, à prendre même le plus petit, même le plus fictif. D'un autre côté, le taux de rendement des créances chirographaires est si bas (1,4 % en France selon Blazy), que les incitations actuelles pour prendre un privilège sont surabondantes.

Cette variante n'implique pas non plus de sacrifice visible pour le Trésor puisque aucun effort ne lui est demandé pour faciliter le redressement des entreprises. La « clause de

---

1. La clause de retour à meilleure fortune stipulerait qu'en cas de bénéfices accroissant les fonds propres au-dessus du capital social, une charge et une dette du même montant seraient générées, cette dernière serait payable aux titulaires de cette créance aléatoire.

retour à meilleure fortune » est un mode reconnu par le fisc français et qui n'est pas étranger aux législations fiscales d'inspiration française.

La proposition de Bebchuk dans la variante exposée aurait les avantages suivants :

### 1. Accélération et réduction du coût de la procédure

Une partie non négligeable du coût de la faillite réside dans sa durée. Lorsque la procédure dure plusieurs années entre son déclenchement et la liquidation totale des actifs, cela n'est guère étonnant. Durant ce laps de temps, les actifs se déprécient, le fonds de commerce s'étiole, les meilleurs employés s'en vont, les fournisseurs recherchent avec des concurrents des relations plus stables.

### 2. Diminution du rôle des organes judiciaires

Le fait que l'intérêt des organes judiciaires (administrateur ou syndic) n'est aligné ni sur celui des actionnaires ni sur celui des créanciers amplifie parfois les coûts et la durée de la procédure. Leurs honoraires étant, selon l'amusante formule, « payés sur la bête », leur intérêt n'est pas d'accélérer la procédure. De plus, ces organes sont parfois, dans les pays émergents, corrompus et privilégient certains repreneurs, certaines solutions, suivant leur intérêt personnel. Enfin, le nombre des personnels de ces organes est limité, très faible si on le rapporte au nombre de faillites, totalement insuffisant en cas de crise économique. En France en 2003, le nombre de faillites était de 45 800, alors qu'il y avait 127 administrateurs judiciaires et 213 mandataires judiciaires au 1<sup>er</sup> janvier 2002<sup>1</sup>.

Dans le système de Bebchuk, les organes judiciaires ne sont sollicités que s'il y a abus de majorité ou cause grave pour le remplacement de la direction de l'entreprise, et ce suivant le droit commun.

### 3. Plus grande probabilité de survie pour les entreprises en difficulté

On peut se demander si la survie des entreprises en difficulté peut être un objectif économique. Après tout, Schumpeter avait bien mis en lumière les vertus de la destruction créatrice : le maintien en vie d'un grand nombre d'entreprises peu efficaces est vraisemblablement préjudiciable à une économie.

Mais comme dans tout, c'est une affaire de mesure. Faisons une analogie avec le jardinage : ne pas tailler une plante l'empêche de se développer, mais couper ses branches la tue. Un système qui permettrait à des branches malades, mais encore vivantes, de se rétablir – et c'est encore plus vrai dans un pays émergent qui compte un nombre insuffisant d'entreprises – est certainement bénéfique.

---

1. Bonnard (2003).

En l'occurrence, la réforme diminuerait considérablement les « coûts de transaction » de la faillite. Si l'on considère qu'une faillite est une transaction entre les différents ayants droit dans la faillite, qu'elle commence au début des difficultés de l'entreprise et se termine lorsque les droits ont été répartis entre les actionnaires et tous les créanciers, il s'agit pour le législateur de réduire les coûts de l'opération. Car, suivant un corollaire du théorème de Coase, quel que soit le régime de propriété initial, on peut améliorer le niveau économique par la réduction des coûts de transaction.

En l'espèce, la durée de la « transaction » ne peut plus dépasser quinze mois. Les gestionnaires de l'entreprise sont exclusivement des personnes dont l'intérêt est totalement aligné sur ceux de leurs mandants. Dans un premier temps (*Chapter 11*) la direction est nommée par les actionnaires puis, après la transformation, par les créanciers. La phase d'évaluation et de répartition des « privilèges » est totalement éliminée dans la majorité des cas puisque l'entreprise ne disparaît pas. Et surtout, le coût aléatoire de la transformation de « *going concern* » en actifs à la casse est amoindri.

#### 4. Meilleure protection des créanciers négligents.

Dans les systèmes actuels, les créanciers négligents peuvent, par forclusion, perdre tous leurs droits s'ils ne les ont pas déclarés assez vite. Avec la réforme proposée, ils se retrouvent avec des actions ou une créance privilégiée.

En conclusion et comme déjà souligné, le crédit ne diffère de l'investissement que par le degré de risque. Il est non seulement indispensable pour accompagner l'investissement mais aussi tout commerce entre les hommes.

Or le crédit a généralement été considéré avec hostilité. On attend des agents économiques qu'ils risquent tout ou ne fassent rien. Pas de pitié pour ceux qui veulent prendre un risque d'entreprise limité. À l'instar de la parole évangélique, il faut vomir ceux qui veulent gagner de l'argent en dormant, qui veulent participer à un risque d'entreprise en dormant sur leurs deux oreilles.

Et le législateur, dans le DF, n'est pas en reste. Dans les différents DF que nous avons évoqués, les créanciers n'ont guère leur mot à dire dans la gestion de l'entreprise défailante : soit c'est la direction qui continue à gérer (droit américain ou libanais), soit c'est un professionnel nommé par le juge (droit anglais ou français). La liquidation des actifs est presque toujours faite par un professionnel nommé par le juge. Enfin, les créanciers peuvent être privés de leurs droits par décision du juge lorsque l'intérêt de l'entreprise le commande.

La réforme proposée vise à restaurer les droits des créanciers. Si leur contrat initial n'est pas honoré (s'ils ne sont pas remboursés à l'échéance), ils doivent pouvoir se substituer à la partie défaillante et donc devenir actionnaires à la place de l'actionnaire. La prétendue protection qui leur est offerte par la lourde intervention judiciaire est illusoire et inutile. Dès l'instant où ils sont devenus actionnaires, les règles classiques de gouvernance les protègent amplement. Ils sont tout à fait capables, alors, de nommer une nouvelle direction pour l'entreprise ou de vendre leurs parts.

## Conclusion du chapitre 2

---

Depuis les années 1980, la *credit view* a été si profondément renouvelée que Stiglitz et Greenwald (2005) parlent d'un nouveau paradigme en économie monétaire. C'est très exactement dans cette mouvance que s'inscrit ce deuxième chapitre.

Nous avons donc décrit sommairement la théorie du canal de crédit qui jouit d'une double actualité : son principal auteur est actuellement (en 2008) aux commandes de la Fed et la situation présente est identique à celle qui fut à son origine.

Le reste du chapitre est cependant beaucoup plus polémique. Nous y contestons la théorie du multiplicateur monétaire, le théorème de Modigliani-Miller et la conception traditionnelle de la monnaie. Nous proposons également un modèle d'équilibre entre les droits réels et les droits personnels, un nouveau modèle de la banque, une autre politique monétaire (en réalité une politique du crédit) et un droit de la faillite amélioré.

C'est l'approche par le risque qui a suscité les points de vue et les propositions peu orthodoxes que nous défendons ici. Leur validation serait de grande conséquence et non pas seulement pour les PED. En effet, sur le plan théorique cela imposerait de modifier certains modèles économétriques et de redéfinir les agrégats utiles. Sur le plan pratique, les PED mais aussi les pays de la zone euro pourraient retrouver l'autonomie « monétaire », et tous les pays atténueraient, grâce au droit de la faillite amélioré, les affres consécutives aux difficultés des sociétés.

Pour autant, nous n'avons guère épuisé toutes les ressources de cette approche. Bien évidemment, nous avons l'espoir que des études ultérieures développeront les analyses exposées dans ce chapitre et que les propositions déboucheront sur des applications pratiques. Mais c'est dans le chapitre suivant que nous envisageons de donner à la perspective adoptée la portée la plus grande.



# **Chapitre 3**

## **Le Certificat hypothécaire : meilleur échange du risque, optimisation du crédit**

« Dixi et salvavi animam meam<sup>1</sup> »

Karl Marx, *Critique du Programme de Gotha*, 1875

---

<sup>1</sup> Traduction : « Je dis cela pour sauver mon âme. »



## Introduction au chapitre 3

---

Nous avons, dans notre premier chapitre, montré que le risque était, en quelque sorte, un principe organisateur des sociétés humaines, déterminant les structures et la prospérité des nations. Nous avons également mis en évidence l'importance du crédit dans cette confrontation, à l'échelle de la société, entre le risque acceptable et le risque accepté, entre le risque refusé et le risque cédé. Nous allons maintenant proposer un instrument, le Certificat Hypothécaire, permettant une efficacité plus grande du partage de risque et, partant, une prospérité accrue. Cet instrument est d'autant plus puissant que l'écart entre ces différents agrégats (risque acceptable, risque accepté, risque refusé et risque cédé) est important. C'est dire que l'instrument sera d'un plus considérable apport pour les PED où ces différences sont sans doute les plus grandes.

Notre point de départ est le constat fait par De Soto (2001) que le capital dans les PED est mal structuré et donc mal employé. Dans son ouvrage *Le Mystère du capital*, cet auteur se focalise sur les biens immobiliers situés dans les PED qui n'ont pas de titres de propriété valables. Il fait la constatation effarante que la valeur de ces biens en 1997 – 9,3 mille milliards de dollars – représente autant que la valeur totale de toutes les compagnies listées sur les principales bourses des vingt pays les plus développés<sup>1</sup>, mais que, ces biens, n'ayant pas de titres légaux, ne peuvent pas vivre la « seconde vie » du capital. Suivant son expression, ce sont des biens morts (*dead capital*) parce qu'ils ne peuvent être ni vendus ni donnés en garantie.

La proposition énoncée dans notre thèse cherche à aller plus loin. Il ne s'agit pas seulement de donner une « vie » potentielle aux biens qui sont sans titres de propriété, mais plutôt de donner une « vie » plus « remplie » aux biens qui en disposent déjà, c'est-à-dire la plus grande partie des biens immobiliers. La mobilisation de capital qui s'ensuivrait aurait, pour des pays où le capital est cher, les ressources abondantes et les besoins immenses, des répercussions incontestables.

Pour obtenir cette mobilisation de capital, nous avons recouru à l'un des modes les plus usités pour le partage du risque, en l'espèce le crédit, qui a l'avantage supplémentaire d'être bien connu et réglementé.

Rappelons que la mobilisation du capital intervient lorsque celui-ci est mis en risque. Or, comme cela a été démontré au deuxième chapitre, grâce au crédit le créancier peut

---

1. De Soto (2001), p. 33-34.

participer à un degré faible dans le risque. Le rôle des banques est alors de permettre aux déposants de prendre part à ce même risque à un niveau de risque encore plus faible. Cette structure en étage peut multiplier les investissements et les projets. Cependant, ses limites sont à hauteur du patrimoine liquide des agents.

Notre objectif est de les dépasser en faisant prendre, par des propriétaires immobiliers, un risque faible, diversifié et à faible coût de transaction, tout en continuant à utiliser leur bien et sans même avoir à le céder. Nous arriverons à ce résultat en donnant aux propriétaires immobiliers la possibilité, en mettant leur bien en « garantie », de participer aux risques de crédit pris par la banque de leur choix. L'instrument formel, le Certificat, n'est que la matérialisation de ce concept.

Dans une première section, nous en examinerons les aspects juridiques et administratifs. Dans la deuxième section, c'est l'attitude des autorités de tutelle qui fera l'objet de notre étude : quelle réglementation devrait-elle établir pour faciliter et accélérer le développement du Certificat ? La troisième section sera consacrée à une étude des différents secteurs directement concernés, l'immobilier mais aussi les banques et l'État. Dans la dernière section, nous tenterons d'évaluer les effets macroéconomiques à l'aide d'un modèle classique.

Au préalable, nous allons donner deux définitions provisoires du Certificat hypothécaire. La première sera une définition juridique et la seconde compréhensive.

\* Le Certificat est un cautionnement réel<sup>1</sup> (de premier rang), standardisé, omnibus, dans lequel le débiteur cautionné est une banque et les bénéficiaires l'ensemble des déposants de cette banque.

\* Le Certificat exprime une garantie à coûts réduits, donnée par le porteur du Certificat, qu'il versera la somme d'argent inscrite sur le Certificat en cas de faillite de la banque et, s'il est dans l'incapacité lui-même de le faire, qu'il acceptera que le bien hypothéqué soit vendu pour exécuter son obligation.

Il convient aussi de justifier l'appellation choisie. Le nom de l'instrument peut en effet être déterminant pour son succès. Nous avons hésité entre Certificat hypothécaire et Dépôt hypothécaire<sup>2</sup>. Les deux noms semblent être très peu utilisés : le premier rarement et le second jamais. Lorsqu'on parle de « certificat hypothécaire », il s'agit généralement d'un document délivré par le registre foncier (ou le registre maritime) pour confirmer la constitution d'une

---

1. Le cautionnement réel est une sûreté hybride, à la fois sûreté personnelle et sûreté réelle. C'est comme si la caution donnait une hypothèque en couverture de sa garantie, garantie doublement limitée au montant du cautionnement et à la valeur du bien hypothéqué.

2. Nous aurions également pu choisir le nom de « cédula hypothécaire », issu du droit suisse. Cet instrument est celui qui se rapproche le plus de notre Certificat, mais il ressortit d'un droit trop isolé.

hypothèque en faveur d'un créancier. De fait, il s'agit bien d'un certificat émis électroniquement par une autorité, attestant l'existence de la garantie, le bénéficiaire et la créance garantie, et déposé auprès d'une banque. Notre choix intuitif s'est porté vers certificat en dépit du risque de confusion<sup>1</sup>. Bien évidemment, le législateur, le moment venu, adoptera la dénomination qui lui conviendra.

---

1. À notre demande de ce que serait l'appellation la plus adéquate, M<sup>e</sup> Onaïssi suggère : « Le contrat de “dépôt hypothécaire”, qui s'appellera mieux contrat de “dépôt différé assorti d'une promesse immobilière” (DDPI, ou DD) [...] semble plutôt celui par lequel une personne, physique ou morale, propriétaire d'un bien immobilier non grevé d'une hypothèque préalable, s'engage envers une banque, contre une commission récurrente d'engagement, à participer au financement du comblement de son passif en cas de “faillite”, moyennant intérêts, à hauteur d'un montant égal à la valeur estimée de son bien, et lui cède, en exécution totale de son engagement, un montant équivalent du produit pécuniaire de la liquidation dudit bien, sous la condition suspensive que la faillite intervienne. Le “DDPI” sera enregistré au registre foncier » (e-mail du 1<sup>er</sup> septembre 2005).



# Section 1 : Les aspects juridiques et administratifs

---

Le premier réflexe d'un juriste, lorsqu'il est confronté à un contrat ou à une institution juridique inconnue, est de les rapprocher d'un système similaire. Ce rapprochement permet d'en saisir l'essence et d'en prévoir les effets. Comme en l'occurrence il s'agit d'une invention, ce travail est d'autant plus nécessaire.

Nous avons donc pris le cautionnement et l'hypothèque, et de l'économie du Certificat nous avons déduit les ressemblances et les divergences entre les trois institutions. Nous avons aussi examiné le fonctionnement du Certificat avec des aspects très pratiques comme l'inscription au registre, les organismes nécessaires et leurs fonctions, la comptabilisation, l'utilisation par la banque dépositaire des Certificats et enfin l'appel à la garantie en cas de faillite de la banque.

Cette section doit beaucoup aux nombreuses discussions que j'ai eues avec M<sup>e</sup> Onaissy qui m'a aidé à préciser de nombreuses idées et à en corriger d'autres. De plus, une partie substantielle de cette section est issue de l'article que nous avons écrit ensemble pour le *Commerce du Levant*.

## 1. Le cautionnement omnibus

Par cautionnement omnibus, on entend ordinairement le cautionnement de toutes les dettes que tel débiteur a ou pourra avoir envers un créancier<sup>1</sup>. Dans cette sous-section, nous exposerons une proposition parue dans le *Commerce du Levant*<sup>2</sup>, qui est une extension de l'acceptation traditionnelle du cautionnement omnibus. Nous reprendrons dans notre exposé de larges extraits de l'article.

L'idée de base (en simplifiant fortement) est qu'une société qui chercherait à augmenter ses moyens propres a le choix entre augmenter son capital ou se faire cautionner. Cette simplification reflète bien, en réalité, les alternatives qui existent dans les marchés peu évolués : on y voit rarement des opérations de titrisation ou des émissions d'obligations.

Les inconvénients de l'augmentation de capital sont principalement le coût de cette opération. L'actionnaire doit convertir des actifs personnels dans les actifs qui pourront être apportés à la société. Ainsi, si son actif consiste en un bien immeuble, il devra vendre ce bien, perdre éventuellement sur la différence entre le prix de vente et la valeur du bien, et sa société

---

1. Ancel (2000), p. 33.

2. Obegi-Onaissy (2003), p. 78-79.

paiera les droits d'enregistrement afférents<sup>1</sup> ainsi que la taxe sur l'augmentation de capital<sup>2</sup>. Les malheurs de l'actionnaire ne s'arrêtent pas là puisqu'il sera à nouveau taxé sur les profits et les dividendes. Ainsi, si le bien qu'il a vendu avait un rendement annuel de 3 %, que la déperdition dans la conversion est de 25 %, que la taxation des bénéficiaires est de 40 % en consolidé et que le rendement de sa société est de 25 % avant impôts, alors il ne pourra restaurer son patrimoine avant deux ans et demi (et cela sans même considérer le coût pour le ramener dans son patrimoine privé). Or les hypothèses que nous avons prises sont exceptionnelles : les biens immobiliers s'apprécient généralement de plus de 3 % par an et les rendements des sociétés après prise en compte des risques sont rarement de 25 % avant impôts. C'est pourquoi les actionnaires préfèrent donner un cautionnement pour que leur entreprise puisse emprunter. Dans le cas ci-dessus, et si le taux d'intérêt est inférieur à 25 %, l'accroissement du patrimoine commence le premier jour.

Le cautionnement présente cependant un inconvénient : on ne peut pas mettre en concurrence plusieurs créanciers. Le créancier qui dispose de la sûreté a, en quelque sorte, un monopole sur le crédit de l'entreprise. Prenons un exemple caricatural : soit une entreprise qui n'a pas de capital et dont l'actionnaire dispose d'un patrimoine personnel d'un million d'euros. Si l'actionnaire veut donner un cautionnement à une banque pour un million, les autres créanciers n'accepteront probablement plus sa signature et n'accorderont que marginalement des crédits à sa société. Si l'actionnaire veut diviser son cautionnement sur plusieurs créanciers, son entreprise aura toujours du mal à optimiser ses emprunts.

« Une solution à ce dilemme est de fournir à la société un cautionnement, mais au bénéfice de tous ses créanciers actuels et futurs, et non d'un créancier unique et identifié. On baptisera « omnibus » cette forme nouvelle de garantie. Quels sont les avantages de cette formule ?

À la différence du cautionnement ordinaire, le cautionnement que nous appelons omnibus permettra à la société d'avoir des conditions de financement optimales, par le jeu de la concurrence, désormais ouvert entre les créanciers. Tout à fait comme une augmentation de capital donc, sauf que,

1 - À la différence de l'augmentation de capital, il ne requiert pas de l'actionnaire d'engager des espèces.

---

1. Au Liban, les droits d'enregistrement sont réduits, lorsque le transfert de propriété s'opère dans le cadre d'un apport en capital, à 2 % *ad valorem*.

2. En France, cette taxe est devenue un droit fixe de moins de 500 euros, mais au Liban elle est toujours de 5 pour mille.

2 - À la différence de l'augmentation de capital, il n'est pas définitif, il peut être consenti pour une durée limitée.

3 - À la différence de ce qu'il en sera en cas d'augmentation du capital, les intérêts des fonds que la société empruntera pour pallier la non-injection de capitaux sont déductibles, utiles donc fiscalement<sup>1</sup>. »

Ce cautionnement est-il valable juridiquement ?

Il ne fait guère de doute qu'un cautionnement est valable alors même que les dettes qu'il est appelé à couvrir sont encore seulement virtuelles<sup>2</sup>.

Plus délicat est le fait que les créanciers ne sont pas identifiés. En effet, le cautionnement est un contrat entre la caution et le créancier. Comment ce contrat peut-il être conclu alors que la caution ne connaît pas les créanciers ?

« Le contrat de cautionnement omnibus passé entre la caution et la société au profit des créanciers de cette dernière constitue une “stipulation pour autrui” (comme l'assurance au profit de tiers), laquelle peut valablement intervenir au profit de personnes encore non déterminées, pourvu qu'elles soient déterminables à terme (art 238 COC) : donc au profit de tous les créanciers actuels et futurs de la société. “Il est possible que le créancier lui-même ne soit pas déterminé et que la caution se soit engagée pour toute dette du débiteur garanti”<sup>3</sup>. »

En pratique, le cautionnement omnibus ne peut fonctionner que si la caution est indiscutable. Les créanciers qui, rappelons-le, ne sont pas partie au contrat, n'accorderont leur crédit au débiteur que s'ils sont absolument rassurés par la caution. On peut concevoir qu'une personne ayant un certain prestige dans sa communauté donne un tel cautionnement, mais le plus réaliste serait qu'une institution le fasse. Quelques cas d'application clarifieront notre propos.

1. La SFI (*International Finance Corporation*), membre du groupe Banque Mondiale, a pour vocation d'assister le secteur privé dans les PED. À ce titre, elle prend des participations ou elle accorde des crédits à long terme à des entreprises dans ces pays.

À la fois les participations et les prêts sont pour des durées limitées : dans le premier cas la SFI dispose d'une option de vente (Put) et, dans le second, le crédit a une certaine maturité.

Cependant, la sortie pour la SFI est parfois problématique. L'actionnaire n'a pas toujours les moyens, à l'échéance, de se substituer à la SFI ; la société souvent n'a pas généré

---

1. Obéji, Onaissi, (2003), *op. cit.*

2. Pour le droit français voir par exemple Ancel (2000), p. 28-29, et pour le droit libanais l'article 1057 du code des obligations et des contrats (COC).

3. Simler (2000), p. 147. L'auteur cité tire la validité d'un tel engagement du jeu de la stipulation pour autrui.

les bénéfiques permettant de se passer du capital apporté par la SFI. En outre, durant toute la période, les coûts que nous avons décrits plus haut obèrent la contribution qui est faite par la SFI. La solution pourrait se trouver dans l'utilisation du cautionnement omnibus. La SFI donnerait son cautionnement en faveur de tous les créanciers pour toutes les créances existantes ou nées et échues durant la période, et son cautionnement se terminerait à l'échéance prévue. La SFI pourrait recevoir une rémunération du débiteur pour le cautionnement accordé – une rémunération qui a un traitement fiscal bien plus avantageux que celui des dividendes et sans doute aussi des intérêts.

À l'échéance, l'actionnaire n'a plus besoin d'emprunter pour rembourser la SFI. Il lui faudra simplement ajuster son activité pour que les créanciers ne coupent pas brutalement leurs lignes après la sortie de la SFI ou, s'ils le font, de ne pas en être trop affecté.

2. L'Oséo-Anvar<sup>1</sup> est dans la même configuration que la SFI et pourrait également accroître son action en étant caution omnibus pour des entreprises innovantes. L'avantage pour l'Anvar serait de disposer de moyens plus importants – ceux-ci sont actuellement limités aux contributions faites par l'État.

3. Les banques pourraient aussi utiliser le mécanisme dans des pays où la liquidité est tendue. À l'heure actuelle, les banques interviennent principalement par des crédits de trésorerie. Elles effectuent également des crédits par signature, mais cela est généralement limité aux opérations de financement des importations (crédits documentaires à vue ou à terme) ou en avalisant des effets de commerce. Ce qui mérite d'être souligné, c'est que les engagements par signature dans les PED sont rémunérés à des niveaux étrangement bas, que le risque est mieux rémunéré lorsqu'il s'agit d'un prêt (alors que les autorités de tutelle les pondèrent de façon identique !) et cela ne s'explique que par le risque de liquidité. Typiquement, une banque fera payer à un client donné une commission de garantie de 2 % par an, et 3 ou 4 % par an au-dessus du taux sans risque pour les prêts.

Certes les coûts de transaction jouent un rôle (pas de coûts de collecte, pas de frais pour l'institut de garantie de dépôts) mais ces coûts ne justifient même pas la moitié de la surprime de risque.

Les banques pourraient donc délivrer à certains de leurs clients des cautionnements omnibus. Ces derniers pourraient alors, profitant de l'amélioration de leurs capacités d'endettement, solliciter des crédits auprès des créanciers les moins chers.

---

1. Oséo-Anvar est une société anonyme, filiale de l'établissement public national à caractère industriel et commercial Oséo placé sous la tutelle du ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie et du ministère délégué à l'Enseignement supérieur et à la Recherche. Oséo-Anvar a pour mission de soutenir l'innovation et le transfert de technologies : financement et accompagnement des projets.

Tout cela évidemment suppose que les bilans publiés incluent la mention des cautionnements omnibus, voire qu'un registre spécial regroupe l'ensemble des cautionnements omnibus.

Sur un plan macroéconomique, le cautionnement omnibus des banques aurait beaucoup d'avantages puisqu'il réduirait fortement les coûts de transaction et, de plus, éviterait aux banques de courir à la fois le risque d'actif et le risque de passif puisque le seul risque qu'elles courent encore est celui de la faillite du débiteur.

On le voit, le cautionnement omnibus présente de gros avantages. Des mécanismes similaires ont été utilisés ou pourraient l'être : les « *Names* » de Lloyd pourraient être assimilés à des cautions omnibus tout comme les associés d'une société en nom collectif (SNC) ; le capital non appelé d'une société ressemble aussi à l'engagement des cautions omnibus.

Force toutefois est de reconnaître la supériorité du cautionnement omnibus : les « *Names* » et les associés des SNC ont un engagement illimité, l'information du créancier est insuffisante sur les « *Names* » et sur les actionnaires (après appel du capital), et, sauf dans le cas des « *Names* », ces garanties implicites ne sont pas rémunérées.

Nous avons donc énoncé dans cette première section les avantages du cautionnement omnibus. Mais nous avons constaté qu'il n'était ouvert qu'à des cautions jouissant d'une crédibilité indiscutable. Le Certificat est une façon de démocratiser le cautionnement omnibus du fait que tout propriétaire d'un bien immeuble pourra être caution omnibus.

## **2. Le Certificat Hypothécaire est-il un cautionnement réel ?**

Nous avons, dans l'introduction de ce chapitre, défini provisoirement le Certificat comme un cautionnement réel omnibus. Nous allons ici tenter d'établir les ressemblances (1) et les différences (2) entre le Certificat et le cautionnement réel, ce qui nous permettra d'en dresser les contours et d'esquisser les aménagements législatifs nécessaires.

1. Selon la jurisprudence, le cautionnement réel est une sûreté réelle<sup>1</sup> et non pas personnelle. Pour François (2004), tant la nature de cette sûreté – qu'il qualifie de royaume des controverses – que son régime juridique sont âprement débattus<sup>2</sup>. Les règles applicables en la matière tiennent à la fois du droit du cautionnement et de celui des sûretés réelles. Du

---

1. Cass. 1<sup>re</sup> civ., 4 mai 1999, Bull. I, n° 144.

2. Jérôme (2004), p. 75-76.

fait qu'il est sûreté réelle, ce type de cautionnement est soumis aux conditions de formation, au formalisme et au peu de souplesse qui régissent le droit des sûretés réelles<sup>1</sup>. Néanmoins, l'engagement de la caution ressortit certainement des règles principales applicables au cautionnement personnel<sup>2</sup>.

Selon Ancel (2000)<sup>3</sup>, les cautionnements présentent certaines caractéristiques essentielles :

- le cautionnement est une sûreté conventionnelle reposant sur un contrat entre le créancier et la caution qui est, dans toutes les hypothèses, libre de s'engager ou non ;
- le contrat est passé entre le créancier et la caution. Ce n'est pas le contrat qui peut exister entre le débiteur et la caution qui constitue le cautionnement ;
- le contrat de cautionnement est toujours unilatéral ; cela veut dire que la caution s'engage envers le créancier sans que celui-ci assume une obligation réciproque ;
- le contrat est à titre gratuit entre le créancier et la caution. Mais celle-ci peut recevoir une rémunération du débiteur<sup>4</sup> ;
- le cautionnement est un contrat accessoire par rapport à l'obligation principale.

Le Certificat répond à toutes ces exigences essentielles : le contrat entre le créancier et la caution est effectué entre la caution et le débiteur qui « agit » pour le compte du créancier selon le mécanisme de la stipulation pour autrui ; la caution est évidemment libre de s'engager ; la caution s'engage sans que le créancier assume une obligation ; le créancier ne paie rien à la caution, c'est le débiteur qui règle la commission de garantie ; c'est le défaut de la banque (débiteur cautionné) qui déclenche l'appel à la caution.

2. De l'économie de l'instrument, on peut déduire certaines différences ou au moins certaines particularités du Certificat.

Le Certificat doit être équivalent au cautionnement simple. En effet, dans le cautionnement simple, la caution n'est tenue de payer qu'après que le débiteur principal a été dans l'incapacité de payer (le bénéfice de la discussion). Or, il serait inconcevable que les

---

1. Selon Mestre, Putman et Billiau (1996) « ... la place des sûretés légales en droit positif pèse considérablement sur la conception qu'on peut se faire des sources des sûretés » (p. 209), et « ... la loi déteint en quelque sorte sur le contrat. En particulier, le régime hypothécaire laisse peu de place à l'autonomie de la volonté, avec son exigence d'un contrat solennel soumis à publicité foncière », p. 210.

2. François (2004) citant Simler : « Le cautionnement réel est réellement – aussi – un cautionnement », p. 75. Une série d'arrêts ont depuis réaffirmé la nature du cautionnement réel comme étant une sûreté réelle (C. Mixte, 2 décembre 2005, C. Civ. 1, 7 février 2006 et C. Civ. 1, 28 février 2006) Cependant Ph. Simler, à l'aide d'arguments très convaincants, persiste dans sa conviction que le cautionnement réel est toujours – aussi – un cautionnement (Ph. Simler, *Semaine Juridique*, n° 39, 27 septembre 2006). Il est néanmoins probable que, quelle que soit l'issue du débat, les conclusions sur le fonctionnement du Certificat resteront valides.

3. Ancel (2000), p. 26-27.

4. Le fait que dans le Certificat la commission est payée par le débiteur et non par le créancier écarte la qualification possible d'assurance-crédit. Voir par exemple dans François (2004) pour la distinction entre cautionnement et assurance-crédit, p. 14-15.

déposants de Certificats, des particuliers généralement peu avertis, soient mis dans l'obligation de payer alors que la banque fonctionne toujours. De plus, dans le cautionnement simple, le créancier doit diviser ses poursuites entre les différentes cautions (bénéfice de la division). Comme il serait particulièrement injuste qu'en cas de faillite d'une banque certaines cautions soient poursuivies et pas les autres, on doit en conclure que les règles du cautionnement simple doivent s'appliquer. Cependant, s'agissant des cautions réelles, un arrêt<sup>1</sup> a été prononcé pour la mise à l'écart des bénéfices de discussion et de division, sous réserve d'une stipulation contraire<sup>2</sup>. Par conséquent, la loi instituant le Certificat devrait, nonobstant la jurisprudence, donner le bénéfice de la discussion et de la division aux porteurs de Certificats.

La distinction cautionnement civil cautionnement commercial se limite pratiquement à la question de la compétence<sup>3</sup>. Néanmoins, pour rassurer les porteurs de Certificats, il serait bon que le Certificat soit civil.

Le Certificat est un cautionnement de dettes indéterminées, en faveur de créanciers indéterminés, ce qui est le propre du cautionnement omnibus, tel que nous l'avions défini dans la section précédente.

Il est évident que le formalisme ne peut être supérieur pour le Certificat que pour une opération de transfert dans une banque. Le Certificat n'atteindrait certainement pas son plein effet si, à chaque dépôt, il fallait écrire toutes les mentions manuscrites, passer devant notaire et attendre l'inscription de l'hypothèque et s'il fallait obtenir l'assentiment de tous les créanciers pour que la stipulation pour autrui soit opérante. Nous verrons plus loin comment devrait s'organiser la protection du propriétaire et du créancier ainsi que l'information des tiers.

La norme en matière de cautionnement de dettes indéterminées est que l'échéance du terme entraîne une extinction de l'obligation de couverture mais non celle du règlement. Cela signifie qu'un cautionnement dont l'échéance est à la date X continue à produire ses effets après cette date. En l'occurrence, la caution peut être contrainte à payer après la date X une dette qui est née avant cette date. Cette norme ne peut s'appliquer dans le cas du Certificat : à l'échéance du dépôt, il est impensable que le porteur puisse être encore engagé pour une durée indéterminée et un montant inconnu. Ce serait comme si un déposant en numéraire, ayant retiré son argent, pouvait se le voir réclamer à nouveau. La loi devrait établir sans aucune

---

1. Cf. Civ. 1, 6 mars 1979, Bull. civ. I, n° 78, JCP 1979. II. 19140.

2. François (2004), p. 85.

3. Ancel (2000), p. 28.

équivoque que le porteur est totalement libéré à l'échéance de son dépôt<sup>1</sup> (pourvu qu'il n'y ait pas faillite de la banque avant cette date).

Trois régimes de subrogation sont possibles :

Le régime français prévoit, selon l'adage « *Nemo censetur subrogare contra se* » (C. civ., art 1252), que la caution n'est subrogée dans les droits du créancier qu'une fois celui-ci complètement désintéressé.

Le régime libanais opère la subrogation dès que la caution s'est acquittée de son obligation auprès du créancier.

Nous pensons pour notre part que la subrogation doit s'effectuer dès que la caution s'est libérée auprès de la faillite.

Un exemple permettra de voir les différences entre les trois modes.

Supposons que le débiteur doit 100 000 euros à son créancier qui dispose d'un cautionnement pour 50 000 euros. Supposons aussi que les actifs résultant de la liquidation se montent à 20 000 euros.

Selon le régime français, le créancier obtiendra 50 000 euros de la caution et 20 000 du débiteur, la caution ne pouvant être subrogée.

Dans le système libanais, le créancier recevra 50 000 de la caution et se partagera avec la caution les 20 000 d'actifs.

D'après notre proposition, la caution versera à la faillite 50 000 euros et partagera avec le créancier 70 000 euros.

Le tableau suivant montre les différences de résultat.

**Tableau 22 : Comparaison de systèmes de subrogation**

	Subrogation France	Subrogation Liban	Subrogation proposée
Résultat pour le créancier	- 30 000 euros	- 40 000 euros	- 53 333
Résultat pour la caution	- 50 000 euros	- 40 000 euros	- 26 666

Deux raisons nous poussent à préférer la dernière solution. D'une part, les porteurs de Certificats ont accordé leur cautionnement à l'ensemble des créanciers indistinctement, on

<sup>1</sup> Il est vrai qu'une telle réforme toucherait au principe du cautionnement comme accessoire de la créance. Cela entraînerait que l'accessoire (le cautionnement) peut être libéré alors que le principal (la créance) n'est pas encore libéré. On se rapprocherait donc d'une garantie autonome comme l'assurance-crédit.

A *contrario*, l'art. L. 341-2 C. Consumm. impose, pour les cautionnements d'une personne physique envers un créancier professionnel, la stipulation d'une durée. La mention obligatoire de la durée « est franchement inopportune [...] le cautionnement a [...] vocation à en épouser la durée d'exigibilité [de la créance]... » François (2004). De notre point de vue, le législateur ne semble plus aussi catégorique sur le caractère accessoire du cautionnement et par suite sur la distinction entre obligation de couverture et obligation de règlement.

pourrait donc considérer qu'ils sont créanciers par signature et donc qu'ils doivent concourir à égalité avec les autres créanciers. Mais d'autre part, et plus fondamentalement, ils prennent le même type de risque que les déposants, ils ont les mêmes informations et ils correspondent aux mêmes catégories socioprofessionnelles.

Le choix de cette dernière option ne compromet pas la qualification du Certificat comme étant un cautionnement réel. En effet, les solutions française et libanaise ne sont pas d'ordre public, ce qui montre bien que ce ne sont pas des dispositions essentielles des cautionnements<sup>1</sup>.

Si l'on applique maintenant notre formule à une banque qui aurait reçu 1 000 millions d'euros de dépôts et 300 millions de Certificats qui, dans un premier scénario, dispose après défaut mais avant appel des cautions de 500 millions d'actifs et qui, dans un deuxième scénario, dispose de 800 millions d'actifs, on aurait pour les deux types de déposants les résultats suivants :

**Tableau 23 : Résultats de la faillite pour les deux types de déposants**

	Dépôts en numéraire	Dépôts en Certificat	Actif avant faillite	Récupération par dép en num	Récupération par dép en Cert
Scénario 1	1 000 millions	300 millions	500 millions	615 millions 61,5 %	185 millions 61,5 %
Scénario 2	1 000 millions	300 millions	800 millions	846 millions 84,6 %	254 millions 84,6 %

Notons que dans les deux scénarios, les déposants en numéraire ont augmenté le pourcentage de récupération par l'intervention des cautions. Ce pourcentage est passé dans le premier scénario de 50 % à 61,5 % et dans le second de 80 % à 84,6 %.

Au terme de cet exercice de qualification, nous retrouvons notre dilemme : le Certificat est-il un cautionnement réel omnibus ?

Nous avons vu que les règles impératives du cautionnement n'interdisaient pas cette application particulière mais que, notamment pour le terme et pour la subrogation, la torsion infligée à l'esprit du cautionnement conduit à récuser cette parenté. En réalité, nous avons « dénaturé » ce qui, pour le droit, est un « service d'ami », pour en faire une industrie.

Plus grave, nous verrons plus loin qu'il est important que le Certificat puisse être gagé par le déposant en faveur de la banque dépositaire. Cette particularité, qui n'est pas essentielle

---

1. On peut toutefois contester notre analyse : la loi fait bénéficier la caution de la subrogation dans la mesure où elle a payé, par obligation, une dette qui n'était pas la sienne (C. Civ., art. 2029) ; or le lien entre la dette principale et l'engagement de la caution apparaît bien tenu. Celle-ci ne paie réellement que sa propre dette et exerce ensuite un recours qui pourrait être fondé sur les obligations réciproques du contrat initial.

au concept, est néanmoins majeure pour la rapidité du succès de l'entreprise – les banques dépositaires offriront à leurs clients déposants une ligne de crédit automatique en contrepartie de leur dépôt en Certificat ou convertiront les hypothèques classiques en Certificat. Or, il semble peu concevable juridiquement qu'un cautionnement puisse être gagé et ainsi être l'accessoire de deux créances<sup>1</sup>.

Doit-on pour autant en conclure que le Certificat doit être une institution *sui generis* ?

Si cela devait être, la standardisation internationale y gagnerait, mais probablement au détriment de la rapidité initiale. À tout prendre et de notre point de vue, la balance incline davantage vers une institution nouvelle<sup>2</sup>.

### 3. Le Certificat hypothécaire, un prolongement naturel de l'hypothèque

Du latin *hypotheca* et du grec *hypothéké*, mot à mot « ce qu'on met en dessous<sup>3</sup> » (c'est-à-dire pour conforter la créance) et parfois qualifiée de mère de toutes les sûretés, l'hypothèque est une institution fort ancienne mais qui n'apparaît que tardivement dans sa forme actuelle. Gaius en donne une définition dans son Digeste : « L'hypothèque se contracte par une simple convention lorsque quelqu'un convient que ses biens seront hypothéqués en garantie d'une obligation<sup>4</sup>. » Dans le droit romain, l'hypothèque n'est réellement qu'un gage sans dépossession. Dans le très ancien droit coutumier, le bien le plus précieux était la terre, qu'on appelait l'héritage. C'était un bien impérissable, familial et donc insaisissable et dont on ne pouvait disposer et *a fortiori* hypothéquer qu'à des conditions très strictes. Une loi postérieure à la Révolution fixe le régime de l'hypothèque (nous ne parlons ici que de l'hypothèque conventionnelle et nous négligerons les hypothèques légales ou judiciaires) telle que nous la connaissons aujourd'hui. Voici ses caractéristiques fondamentales :

- elle porte sur un bien immobilier ;
- elle fait l'objet d'une publicité ;
- elle donne droit au créancier de suivre le bien en quelques mains qu'il se trouve (droit de suite) ;
- elle lui donne le droit de préférence sur les créanciers chirographaires ;
- elle garde au débiteur la possession du bien hypothéqué.

---

1. Nous verrons plus loin comment le Certificat peut être gagé.

2. M<sup>e</sup> Onaissi pour sa part fait l'observation suivante : « Le mécanisme particulier que tu préconises pour le recouvrement, par lequel les "cautions" et les créanciers se partagent, entre autres, les fonds versés par les premiers, suppose naturellement que les "cautions" se sont exécutées entre les mains de la banque "faillie". Il en découle que, ne s'étant pas acquittées entre les mains des créanciers, mais de la débitrice, les "cautions" ne trouvent pas leur titre de créance, à l'égard de cette dernière, dans un recours subrogatoire. Pas plus donc que dans son mode de constitution (contrat avec la banque), puis de fonctionnement (rémunération par la banque), l'opération examinée ne s'apparente au cautionnement dans son mode de dénouement (paiement à la banque) » (e-mail du 1<sup>er</sup> septembre 2005).

3. *Le Robert*, 1962.

4. Trad. Gaudemet (2000), p. 399, n. 165.

Sociologiquement, elle n'est pas encore parfaitement acceptée. À ce jour, certains pays comme l'Arabie Saoudite la découragent (le droit charieh accepte en revanche le Rahn, une institution proche de l'antichrèse, ou gage immobilier). Dans la plupart des pays, une taxe relativement élevée (entre 1,5 % et 5 % dépendamment des pays et des montants) et un formalisme très lourd réduisent le nombre des transactions hypothécaires.

Pourtant, malgré la réticence des législateurs et l'hésitation des débiteurs, l'hypothèque s'est développée, de sorte que le seul crédit hypothécaire résidentiel atteint en France 24,7 % du PIB<sup>1</sup>.

C'est que l'hypothèque présente un avantage manifeste pour le créancier et donc le débiteur. Dans une créance hypothécaire, il faudrait à la fois que le débiteur soit dans l'incapacité de payer et que le bien immobilier perde de sa valeur pour que la créance soit en danger.

Prenons le cas suivant : la créance est de 100 000 euros, l'hypothèque est sur un bien immobilier d'une valeur de 120 000 euros. Si la probabilité de défaut du débiteur est de 2 % et celle d'une dépréciation du bien supérieure à 20 %, de 10 % ; alors la probabilité d'une perte est de 2 pour mille. En outre, le LGD (*loss given default*) est faible, compte tenu de l'existence de l'hypothèque. Il est vrai que les processus de réalisation de l'hypothèque sont complexes et donc la déperdition est parfois supérieure à ce qu'elle devrait être théoriquement ; c'est pourquoi les banques ont développé depuis de nouvelles techniques de garanties immobilières (mais ce n'est pas le thème de notre étude).

Cependant, ce que nous avons dit plus haut n'explique pas pourquoi un débiteur augmente sa capacité d'endettement quand il hypothèque des biens lui appartenant. Même sans hypothèque, les créanciers disposent d'un gage général sur tous les biens du débiteur. Hypothéquer revient donc à favoriser certains créanciers sur d'autres. Si la règle de Lavoisier devait s'appliquer, les crédits obtenus grâce à une hypothèque devraient être compensés par des crédits perdus. Or, on constate que certains emprunteurs n'auraient jamais pu obtenir de crédits sans hypothèque et que le fait d'hypothéquer tend à permettre aux emprunteurs d'emprunter plus.

La littérature économique relève comme atout principal de l'hypothèque le signal qui est donné au créancier que le débiteur paiera. Ce signal est en effet fort crédible car, lorsqu'il y a déperdition dans le processus de réalisation, elle est généralement plus importante pour le débiteur que pour le créancier. Dans notre exemple ci-dessus, si la déperdition du fait de la vente aux enchères qui suit le défaut est de 40 %, cela coûtera au créancier au maximum

---

1. Source : Fédération hypothécaire européenne. Hypostat 2003.

28 %, alors que le coût pour le débiteur sera de 40 % (puisqu'il reste astreint au paiement du solde).

Pour notre part, nous voyons deux causes principales à l'augmentation de la capacité d'emprunter : une information imparfaite et une répartition du risque plus efficace.

Le fait pour un emprunteur d'hypothéquer ne modifie pas sa surface. En théorie donc, et si les créanciers étaient parfaitement informés, rationnels et ayant le même profil de risque, hypothéquer ne devrait pas modifier la capacité d'emprunter. En pratique, l'information des créanciers est insuffisante : les créanciers chirographaires réagissent tardivement et souvent insuffisamment à la dégradation de leur risque consécutive à l'hypothèque, alors que les nouveaux créanciers garantis n'auraient probablement pas prêté sans hypothèque. Ils peuvent en effet beaucoup plus facilement évaluer la valeur d'un bien immobilier que celui d'un patrimoine diversifié ou d'une entreprise.

De plus, tous les créanciers n'ont pas le même profil de risque, et hypothéquer permet aux emprunteurs de « ratisser » plus large. L'hypothèque, qui consiste à affecter un patrimoine, agit comme un rehaussement de crédit (une technique habituelle dans la titrisation) : elle permet d'allouer aux créanciers ayant la plus forte aversion au risque des biens qui leur permettent d'y participer. D'un autre côté, ceux qui ont une plus grande propension au risque, comme les fournisseurs qui disposent d'information et d'une rentabilité élevée<sup>1</sup>, peuvent être chirographaires.

Évidemment, la discussion qui précède est superflue en matière de cautionnement réel puisqu'il s'agit d'ajouter au patrimoine du débiteur un nouvel actif, celui que la caution apporte.

Pour résumer, l'hypothèque augmente la capacité d'emprunt parce qu'elle permet une meilleure répartition du risque entre les créanciers, une meilleure information et un signalement. Le cautionnement réel est encore plus efficace puisqu'il y a hypothèque d'un bien qui n'était pas dans le patrimoine du débiteur.

Sans davantage argumenter, posons comme postulat que l'hypothèque est individuellement et socialement utile : elle permet d'entreprendre un projet (y inclus le projet d'acquies sa résidence principale et dans cette éventualité les banques font généralement crédit avec un privilège de prêteur de deniers qui est une forme d'hypothèque) en utilisant le bien, objet de l'hypothèque, comme garantie en faveur des créanciers. Ainsi l'initiateur du projet, le créancier et la collectivité y trouvent leurs comptes ; le premier a l'espoir d'en tirer

---

1. Voir page 124 *sq.*

un profit, le second est conforté dans son prêt et la dernière parce que cela accroît l'activité nationale<sup>1</sup>.

Toutefois, comment expliquer qu'il existe un grand nombre de projets non financés par manque de sûretés et par ailleurs, un nombre aussi considérable de biens non hypothéqués ?

À cela il existe plusieurs raisons :

- les biens hypothécables sont rares (voir De Soto, 2001) ;
- une hypothèque coûte cher (en France une inscription revient à près de 1 %, la moyenne mondiale des coûts d'inscription est autour de 1,5 %) ;
- un formalisme assez lourd ajoute au coût apparent ;
- l'hypothèque est perçue comme un signe de détresse financière dans un certain nombre de pays ;
- les initiateurs de projets ne sont pas toujours les mêmes que les propriétaires de biens
  - une solution serait que les propriétaires fassent un cautionnement réel, mais encore faudrait-il qu'ils connaissent, puissent évaluer et soient rémunérés par les projets dépourvus de sûretés.

En fait, la dernière barrière est la plus handicapante. Il est clair que seul un nombre réduit d'initiateurs de projets sont propriétaires de biens immobiliers acceptables par une banque. Pour les autres, bien peu sont en mesure d'obtenir d'un tiers un cautionnement réel. De même, pour les propriétaires immobiliers, il est très difficile de « vendre » leur cautionnement. Il suffit d'imaginer ce que cela coûterait à un propriétaire immobilier qui chercherait à offrir (contre rémunération) sa garantie pour un projet entrepris par un tiers : la publicité qu'il devrait faire, l'étude des dossiers, le coût d'un risque non diversifié. Si les coûts d'une banque dans cette activité de collecte d'informations et de sélection de débiteurs étaient la moitié de ces coûts (ce qui est un minimum, une banque étant spécialisée dans cette activité), ils seraient en moyenne de près de 3 % par an.

Par suite, les cautionnements réels qui sont délivrés portent presque exclusivement sur des situations où la caution bénéficie d'une claire asymétrie d'information. Par exemple, un père garantit son fils ; une personne le fait pour son entreprise ; un associé pour son partenaire, etc.

---

1. Dans les pays anglo-saxons, on mentionne comme autre avantage du crédit hypothécaire l'extraction hypothécaire. Il s'agit des sommes que les ménages ont extrait, par l'emprunt, de leur richesse immobilière, pour les employer à d'autres fins que l'immobilier. Source : Jachiet *et al.* (2004). Afin d'augmenter cette extraction et rapprocher le crédit à la consommation en France de ce qu'il est en Angleterre ou aux États-Unis, le législateur français a, récemment, créé un nouveau concept : l'hypothèque rechargeable (Ordonnance du 23 mars 2006).

On peut déduire de ce constat les remèdes à cette insuffisance :

1. Tout d'abord, il est évident qu'une situation où la propriété est indéterminée ne permet pas de délivrer des hypothèques. En l'occurrence, la propriété peut être indéterminée pour diverses raisons : cela peut être une concurrence entre deux propriétaires potentiels (il arrive que des biens soient vendus à l'aide de fausses procurations. Le propriétaire légitime est alors confronté à un acquéreur de bonne foi), cela peut aussi être l'absence d'autorisations nécessaires (des biens ont pu être construits sur du domaine public ou les autorisations n'ont pas pu être obtenues pour des raisons de lourdeurs administratives). Ces différents points ont été largement évoqués par De Soto (2001). Il va de soi que le système du Certificat requiert un très bon régime de propriété foncière. Par un effet de retour, le revenu généré pour les propriétaires les incitera à régulariser leurs situations<sup>1</sup>.

2. Il est clair également que les coûts de transaction directs : la taxe ou la difficulté d'inscription (certains biens sont parfois non hypothécables ou non cessibles pour des raisons d'indigénat, de capacité réduite ou autre) sont un frein puissant au développement du crédit soutenu par l'hypothèque. Les pays où un rationnement de crédit existe (qui donc ont un niveau de risque élevé) ont un intérêt absolu à réduire les coûts d'hypothèque à un niveau symbolique<sup>2</sup>. Une taxe fixe serait plus adaptée qu'une taxe *ad valorem*. En l'occurrence, le Certificat serait délivré gratuitement pour tous les biens éligibles.

3. Enfin, il faudrait que propriétaires et initiateurs puissent être mis en contact de façon efficace.

Dans des cas analogues, la société a généré trois réponses :

- le marché,
- les fonds communs,
- les banques.

Ainsi pour l'échange de marchandises, l'investissement dans des sociétés et les prêts nous avons :

**Tableau 24 : Comparaison entre marché, fonds communs et banques**

	Marché	Fonds communs	Banques
Échange de biens	Principale forme	Non	Non
Participations	Oui	Oui	Modèle rhénan semble avoir échoué
Prêts	Oui	Oui	Forme dominante <sup>3</sup>

1. Dans les PED, il existe un grand nombre de biens qui sont irréguliers parce que le propriétaire répugne à faire l'effort d'obtenir les permis nécessaires ou de payer les amendes et les pots-de-vin lorsqu'ils existent. Un rendement annuel de 0,5 % par an pour les biens réguliers constituera un motif efficace de régulariser.

2. Les gouvernements des PED devraient considérer l'hypothèque comme un bien public qui doit être subventionné.

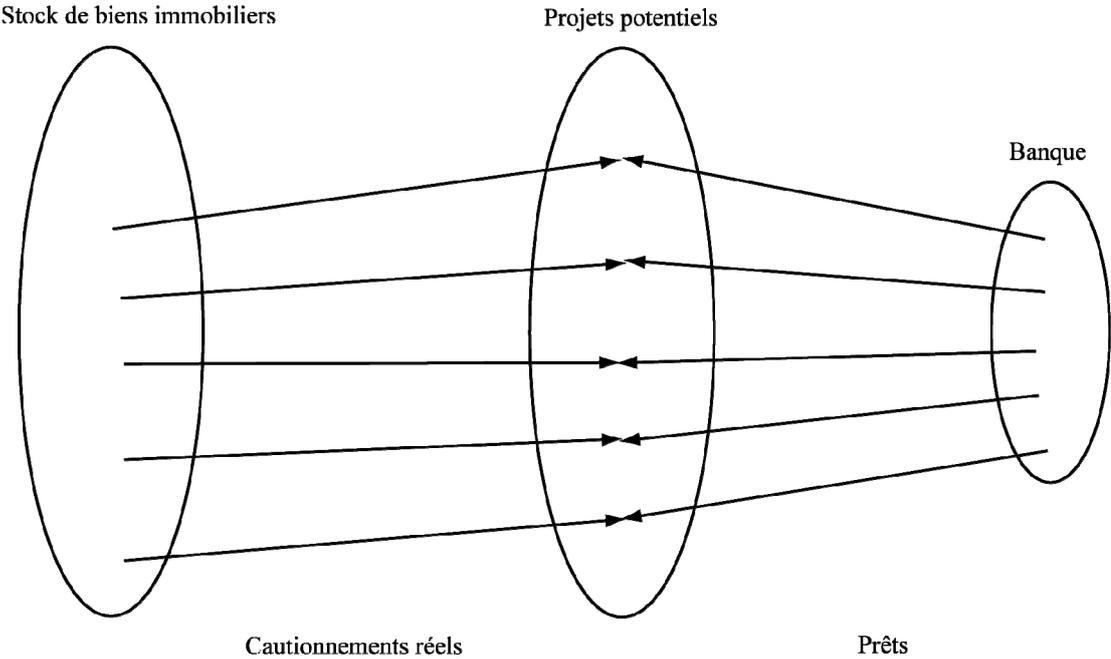
3 Voir chapitre 2, section 2, p.135 sq.

En ce qui concerne les hypothèques en faveur de tiers, il est évident que le marché ne pourrait pas répondre à la majorité des besoins ; des fonds communs de garantie fonctionneraient dans des pays évolués, mais seraient inefficaces dans des PED ; seules les banques pourraient constituer la réponse adéquate.

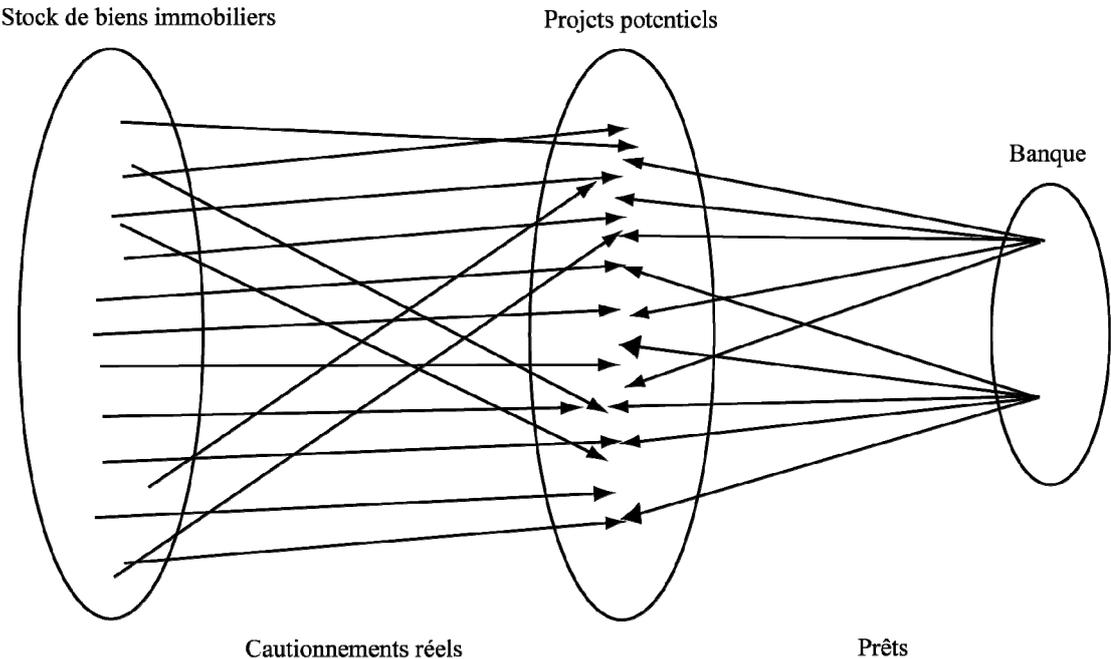
Les schémas ci-dessous illustrent l'objectif à atteindre.

Schéma 3 : Lien entre biens immobiliers et projets d'investissement

a) Situation actuelle

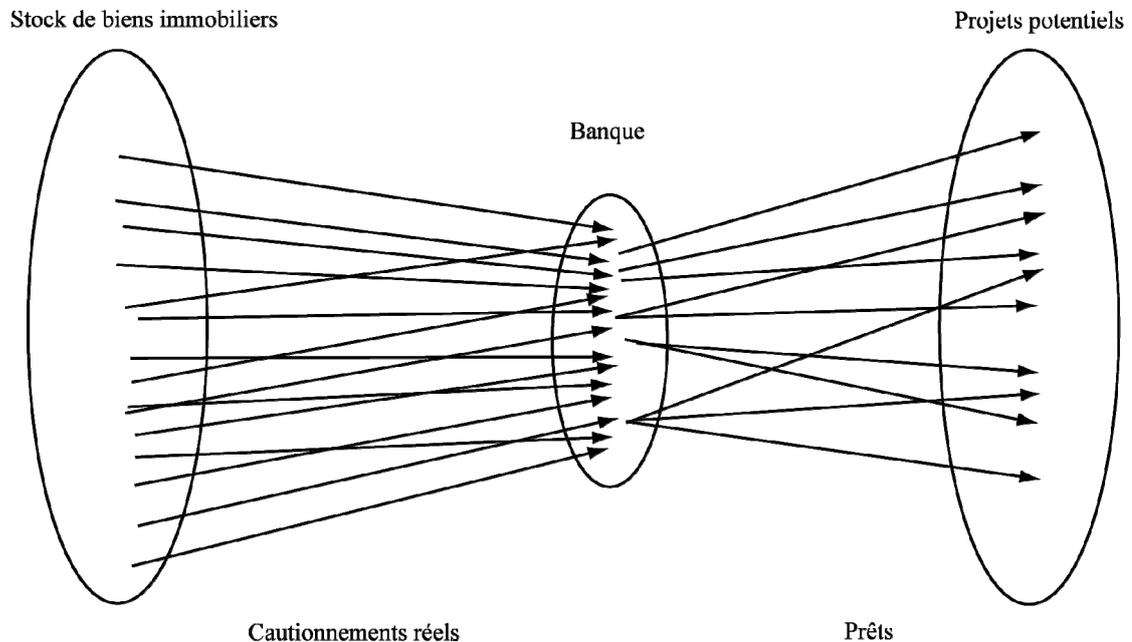


b) Objectif



Imaginons que puisse être mise en place une structure juridique qui utiliserait les banques pour mettre en contact les propriétaires et les projets, le schéma pourrait ressembler à ceci :

c) Résultats après introduction du Certificat



Dans le schéma c), une banque a reçu des cautionnements réels en faveur de la totalité des projets qu'elle a financés et non pas de projets individuels<sup>1</sup>.

On peut remarquer trois changements par rapport à la situation actuelle :

- un plus grand nombre de cautionnements réels ont été délivrés ;
- les cautions réelles ont, *in fine*, un risque plus diversifié ;
- et le processus est complètement intégré.

Notons que le schéma b) pourrait fonctionner à la condition que l'information soit disponible pour les propriétaires. On peut donc concevoir que des garanties soient données pour des débiteurs cautionnés cotés en bourse. Il y aurait donc, à l'instar des investisseurs en capital ou en financement (les porteurs d'obligations), des investisseurs en garantie (voir la section concernant les garanties omnibus). L'inconvénient de ce schéma est que la diversification doit être faite par le propriétaire immobilier, ce qui suppose pour qu'elle soit efficace qu'il cautionne au moins une vingtaine de projets.

---

1. Le concept offre une similitude parfaite avec celui de la banque comme fonds commun de créances (Chapitre 2, section 2).

De même, on peut imaginer qu'à travers la banque les cautionnements réels soient affectés à des débiteurs individuels, que la banque offre le service d'information et non celui de diversification. Un tel modèle serait au schéma c) ce que la banque islamique est à la banque conventionnelle dans les avances monétaires (et à la condition qu'il n'y ait pas d'intérêts payés).

En résumé, l'hypothèque pourrait se développer si les coûts de transaction suivants étaient réduits :

- l'indétermination des propriétés,
- les droits d'enregistrement,
- le formalisme excessif,
- la difficulté pour les propriétaires de participer à des risques qu'ils ne connaissent pas.

Le Certificat tel que nous l'avons défini dans notre introduction répond à la quasi-totalité des conditions : il est gratuit, il est simple pour le constituant et le bénéficiaire, et il permet à tout propriétaire disposant de biens éligibles de participer à des risques diversifiés.

Cependant, le Certificat n'est pas simplement le prolongement de l'hypothèque. En premier lieu, il n'est pas appelé à remplacer totalement l'hypothèque classique : les biens dont la valeur dépassera celle du Certificat pourront être hypothéqués de façon classique, ou avoir en sus du Certificat une hypothèque de second rang.

Surtout, la baisse drastique des coûts entraînera un changement de nature et non pas seulement de niveau. L'hypothèque atteindra un seuil de concentration qui générera des effets de réseau.

Les barrières psychologiques que nous avons citées (seules les personnes surendettées et dans la détresse hypothèquent) seront beaucoup moins importantes puisque des propriétaires non endettés l'utiliseront.

En outre, il permettra au circuit du risque d'inclure un plus grand nombre d'intervenants qui, aujourd'hui, en sont exclus : petits propriétaires, associations, congrégations (au Liban elles disposent de beaucoup de biens stériles parce qu'elles ne veulent pas les vendre ni les louer et ne sont pas capables de les exploiter), organisations gouvernementales (combien les organismes étatiques ou para étatiques et les entreprises publiques disposent-ils de biens immobiliers, exploités ou non exploités, qu'ils pourraient mobiliser autrement à travers les Certificats ?).

Enfin, il assurera à l'institution hypothécaire une fluidité qu'elle n'a pas pour l'instant.

Prenons un exemple : si le bien vaut 100 000 euros, le potentiel d'emprunt induit est de 100 000 euros. Mais en l'hypothéquant en faveur d'un créancier, ce potentiel n'est utilisable qu'auprès de ce créancier. Si l'on n'a besoin que de 50 000 euros avec ce créancier et de 50 000 avec un autre, la seule ressource est de faire une hypothèque de second rang. On ne peut pas faire plusieurs hypothèques du même rang. En revanche, rien n'interdira avec le Certificat de demander au Bureau des hypothèques des parts (du Certificat auquel on a droit), que l'on donnerait aux différents créanciers. Dans l'exemple, le porteur pourrait donner un Certificat pour 70 000 euros à un créancier et 30 000 à un autre.

De même, le propriétaire qui aura un projet commencera par déposer un Certificat en nantissement et, lorsque son projet sera payé, plutôt que de le retirer, il le laissera – un peu comme on laisse de l'argent en compte courant en attendant d'en avoir l'usage. Ce Certificat, laissé en dépôt auprès de la banque, servira (indirectement) au projet d'un autre.

#### **4. Le fonctionnement du Certificat**

Dans cette sous-section nous examinerons comment, en pratique, fonctionne le Certificat. Au passage, nous évoquerons les rôles des intervenants externes à la transaction sous-jacente – nous laisserons l'étude de l'intervention de la banque centrale à une section ultérieure.

Dans ce descriptif, nous partirons de trois situations : 1) le dépôt, 2) l'emprunt par une banque contre nantissement de Certificat, et 3) la faillite d'une banque dépositaire. Ces trois situations seront vues à travers leurs aspects concrets, comptables et fiscaux.

#### ***Un système foncier est-il nécessaire ?***

La question est très complexe et il serait trop long de l'approfondir, mais quelques indications peuvent être utiles à l'exposé ultérieur. Il va de soi qu'un bon système cadastral, du moins pour les biens candidats au Certificat, est nécessaire. Mais existe-t-il un système idéal ?

On sait que Napoléon avait de grands espoirs pour « son » cadastre, qu'il considérait comme le pendant du code civil. Cependant, le cadastre napoléonien fut incapable de remplir complètement son office. En effet, il est encore aujourd'hui, et malgré les réformes successives, un cadastre fiscal. Il sert à déterminer l'impôt foncier mais nullement à déterminer la propriété des biens. La publicité, quant à elle, est faite dans l'intérêt des tiers pour qu'ils puissent prendre connaissance de la situation juridique des biens. C'est que le principe, en droit français, est que le transfert de propriété s'opère par le seul effet du

consentement des parties, sans aucune formalité, et se prouve par tous les moyens.

Au contraire, au Liban il existe un « Livre foncier » qui est un registre (un pour chaque Mohafazat<sup>1</sup>) dans lequel sont enregistrées toutes les transactions immobilières, les servitudes, les contraventions et tous les droits réels qui concernent chacun des biens. Plus qu'une preuve, l'enregistrement est constitutif du transfert de propriété<sup>2</sup>. C'est également le cas en Allemagne où, dans chaque circonscription est tenu, par un juge, un livre foncier dont chaque feuillet est consacré à un immeuble. C'est l'inscription qui crée le droit, l'accord entre les parties engendre une obligation de transférer et non le transfert de propriété (comme c'est le cas en droit français). Le système du registre (avec ses différentes variantes) est relativement répandu. Le système Torrens<sup>3</sup>, ainsi qu'il est souvent appelé, existe en effet dans un grand nombre d'anciennes colonies françaises ou britanniques<sup>4</sup>.

Nous pensons que l'instauration du Certificat dans un pays donné devrait conduire progressivement à l'instauration d'un registre foncier.

Prenons le cas de la France : il est certain que l'inscription et la publication d'une hypothèque se font actuellement, bien que ce registre universel n'existe pas. Cependant, à la création du Certificat, il faudra créer un registre qui pourra alors être utilisé pour les autres transactions. Compte tenu des avantages conférés, une proportion considérable de biens seront hypothéqués et la très grande majorité des hypothèques y seront consignées. De plus, ces transactions sont toutes des actes possessoires. Elles sont donc des présomptions de propriété. En outre, elles bénéficient d'une publicité que les autres preuves n'ont pas. Et enfin, le registre existera et n'aura besoin que d'une adaptation marginale pour servir à la fois pour les Certificats, les transactions immobilières, les limites des droits et donner l'information au public. En conséquence, nous estimons qu'un système foncier avec registre suivra inévitablement l'instauration des Certificats.

Nous allons ensuite supposer qu'un système quelconque existe et qu'il est fiable. Nous allons donc maintenant étudier trois rôles nécessaires en dehors de ceux de la banque et du propriétaire. Ces rôles pourront être joués par une ou plusieurs institutions, voire bien plus que trois. Nous nous contenterons de les définir en leur donnant un nom arbitraire, car elles peuvent être différentes suivant les législations nationales.

---

1. Une Mohafazat au Liban est une région composée de plusieurs Cazas, eux-mêmes divisés en municipalités. Le Liban compte huit Mohafazats.

2. Le même système a cours en Syrie. Il a été mis en place à l'époque du Mandat français.

3. Du nom du colonel Torrens qui institua ce système en Australie. Le registre est relativement facile à instituer dans des territoires où n'existaient pas des droits de propriété ou dans des lieux où l'occupant peut modifier les règles coutumières.

4. Source : Jobard-Bachelier (2002).

## **1. Autorité**

Le rôle de l'Autorité consiste à établir des normes. Nous serons très bref sur le sujet dont nous sommes tous familiers. Il s'agit des normes d'occupation, de construction, d'exploitation, etc. Dans les PED, ce sont les transactions immobilières (les ventes en particulier) qui donnent lieu à la mise en conformité des biens<sup>1</sup>. Le Certificat, par la multiplication des transactions — et surtout par la prime donnée — accélérera cette harmonisation.

De plus, l'Autorité décidera, en fonction de l'évaluation de l'Agence, quelles valeurs seront retenues par le Bureau.

## **2. Agence**

L'Agence devra en fonction de certains critères déterminer des valeurs minimums pour les biens concernés par les programmes. Peu importe, sur le plan théorique, si la détermination se fait au cas par cas ou de manière globale. Ainsi, on peut envisager que l'Agence évalue chaque bien séparément et on peut aussi concevoir que l'Agence détermine un prix au m<sup>2</sup> tel qu'aucun bien ne puisse avoir, compte tenu de son métrage, une valeur plus faible.

Idéalement, l'Agence devrait être, dans les PED, une entreprise internationale, de façon à crédibiliser l'évaluation et à conforter les créanciers ou les investisseurs étrangers.

## **3. Bureau**

Le Bureau doit a) délivrer les Certificats et b) tenir le Registre.

a) Sur demande du propriétaire caution<sup>2</sup>, le Bureau s'assure que le bien est libre (qu'il n'y a pas de servitude, de privilège, de contravention...), qu'il appartient au requérant ou que celui-ci est le mandataire habilité (dans le cas d'une indivision par exemple) ; il délivre un Certificat dont la valeur nominale est celle décidée par l'Autorité en fonction des critères et des valorisations établis par l'Agence.

b) En réalité, le Bureau enregistre les ordres de « transfert » des propriétaires et met au crédit des banques les Certificats concernés.

Le Registre aura un état par bien immobilier montrant en particulier le nom du dépositaire (la banque cautionnée), le montant et l'échéance du Certificat ; il aura un état par propriétaire caution (avec les mêmes informations), et un troisième état par banque dépositaire (toujours avec ces informations).

---

1. Les transactions immobilières au Liban génèrent souvent un grand nombre de formalités pour régulariser les « irrégularités » : arriérés d'impôts, dépassements des coefficients permis, plans inexacts...

2. En droit français, c'est normalement le créancier qui procède à la formalité d'inscription.

### *Aspects pratiques*

#### a) Dépôt d'un Certificat

Nous envisageons le cas d'un propriétaire immobilier dont le bien a une valeur de 500 000 euros, évalué par l'Agence à 250 000 euros.

Ce propriétaire peut obtenir du Bureau un ou plusieurs Certificats d'une valeur totale de 250 000 euros qu'il déposera auprès d'une ou de plusieurs banques (nous ne considérons au début que le cas du dépôt auprès d'une seule banque). La motivation du propriétaire pourrait être d'obtenir une rémunération de près de 2 500 euros par an de cette banque ; elle pourrait être aussi d'obtenir un crédit en déposant le Certificat en nantissement<sup>1</sup>.

Pratiquement, le propriétaire va, après avoir négocié avec la banque, demander au Bureau d'effectuer le transfert pour la durée convenue. Par exemple, il peut s'être mis d'accord avec la banque pour un dépôt à trois mois, à 0,25 %. Le Bureau informera la banque du crédit porté à son compte d'un Certificat de 250 000 euros pour trois mois.

La comptabilisation par la banque sera la suivante :

**Tableau 25 : Comptabilisation par la banque**

Hors bilan	
Certificat reçu 250 000 euros	Dépôt de Certificat 250 000 euros

Le Certificat reçu est à la fois une garantie reçue du déposant et se met donc au débit dans le hors bilan et un engagement donné au déposant de le lui restituer. Il se met donc aussi au crédit.

Au cas où le propriétaire prend un crédit de la banque et nantit le Certificat en faveur de celle-ci, la comptabilisation serait la suivante :

**Tableau 26 : Nantissement du Certificat**

Hors bilan	
Certificat reçu 250 000 euros	Dépôt de Certificat gagé 250 000 euros

La prime due par la banque serait de 625 euros pour les trois mois. Lorsque le client ne prend pas un crédit, elle lui serait versée sous forme de commission. En France, elle serait taxée dans le chef du propriétaire et donc intégrée à son revenu global. Il serait cependant préférable qu'un taux d'imposition avantageux soit appliqué et que l'impôt soit retenu à la

1. Voir p. 190.

source. Au Liban, l'impôt étant cédulaire pour l'instant, et ce revenu n'étant ni mobilier, ni salarial, ni immobilier, il est possible qu'aucune taxe ne soit perçue. Pour notre part, nous estimons qu'il s'agit d'un revenu nouveau, qu'il représente la contrepartie d'un risque et qu'il est socialement désirable que l'instrument se développe ; par conséquent cette commission devrait être à un taux d'imposition de 0 %.

Si le client souhaite emprunter, compte tenu de la qualité du gage, il convient que la commission soit déduite du taux débiteur normalement payé par le client et que le taux débiteur finalement payé soit proche du taux sans risque.

Ainsi, en France, le propriétaire ci-dessus mentionné paiera un taux de près de 4 % par an pour la durée du dépôt.

Le propriétaire peut également diviser son Certificat : il peut ainsi déposer auprès de plusieurs banques pour, par exemple, obtenir un crédit de l'une d'elle, des services de la seconde et déposer simplement auprès de la troisième. Dans ce cas, les différentes tranches seront toutes des hypothèques de premier rang.

#### b) Emprunt par une banque

Nous prenons ici le cas d'une banque qui a un besoin de liquidité. Supposons que son bilan se présente ainsi :

**Tableau 27 : Bilan type d'une banque**

Actif	Passif
Banques 50 millions	Dépôts clientèle 850 millions
Prêts clientèle 900 millions	Capital 150 millions
Immobilisations 50 millions	
<b>Hors Bilan</b>	
Certificats reçus 200 millions	Dépôts de Certificats 200 millions

Cette banque a des capitaux suffisants et si son portefeuille de crédits est de bonne qualité, elle est rentable et saine. Cependant elle a une liquidité qui pourrait être faible dans un PED.

Supposons qu'à la suite de retraits de dépôts ou d'un désir de prêter davantage, cette banque décide d'emprunter 100 millions. Elle pourrait le faire sur le marché interbancaire mais, si son besoin fait suite à des retraits de dépôts, il est probable que les autres banques seront réticentes à lui prêter, et si c'est pour augmenter ses crédits il est possible que les autres banques ne voudront pas l'aider. Dans les deux cas, si la banque est originaire d'un PED, les banques étrangères seront peu disposées à avancer ces sommes. La banque pourrait aussi aller auprès de la banque centrale et tenter d'obtenir des liquidités. Cependant, il est vraisemblable que la banque centrale y mettra beaucoup de conditions et que les taux qu'elle appliquera

seront réhabilités.

Mais avec les Certificats, la banque a de nouvelles possibilités : elle peut les mettre en gage et emprunter en contrepartie<sup>1</sup>. La banque prêteuse a un gage d'excellente qualité et peut donc prêter avec un risque très faible. Cette banque peut aussi être une banque internationale qui sera confortée par le fait que le gage est évalué par une agence indépendante. La banque internationale qui prêterait à une banque PED serait dans la même configuration qu'une banque qui prêterait à un client contre hypothèque : meilleure transparence et meilleure garantie.

Le bilan de la banque emprunteuse se présenterait ainsi :

(Nous avons repris les mêmes chiffres que ci-dessus, en supposant que la banque emprunteuse se contentera d'augmenter sa liquidité sans en faire un quelconque usage.)

**Tableau 28 : Bilan type d'une banque avec Certificat**

Actif	Passif
Banques 150 millions	Banques 100 millions
Prêts clientèle 900 millions	Dépôts clientèle 850 millions
Immobilisations 50 millions	Capital 150 millions
Hors Bilan	
Certificats reçus 100 millions	Dépôts de Certificats 200 millions
Certificats reçus gagés 100 millions	

c) Faillite d'une banque

Nous allons maintenant considérer le cas d'une banque qui ferait faillite. Nous reprenons le bilan simplifié ci-dessus et nous prenons deux hypothèses : la première est qu'après faillite le portefeuille de crédits a une valeur de 450 millions, et la seconde, une valeur de 600 millions, et nous prenons comme supposition que les porteurs de Certificats ont payé leur cautionnement à l'ouverture de la faillite.

**Tableau 29 a) : Bilan d'une banque faillie avec Certificats**

Hypothèse 1 :

Actif	Passif
Banques 250 millions	Dépôts clientèle 850 millions
Prêts clientèle 450 millions	Dettes à l'égard des porteurs de Certificats 200 millions
Immobilisations 50 millions	Pertes 300 millions

1. Il nous semble que les Certificats doivent perdre leur individualité lorsqu'ils sont utilisés par la banque dépositaire. En d'autres termes, ce ne sont pas des Certificats individualisés qui sont gagés mais une partie de l'ensemble.

Les déposants en espèces et les porteurs de Certificats vont se partager 750 millions à raison de 71,4 %. S'il n'y avait pas de porteurs de Certificats, les déposants auraient obtenu 64,7 % de leurs dépôts.

**Tableau 29 b) : Bilan d'une banque faillie avec Certificats**

Hypothèse 2 :

Actif	Passif
Banques 250 millions	Dépôts clientèle 850 millions
Prêts clientèle 600 millions	Dettes à l'égard des porteurs de Certificats 200 millions
Immobilisations 50 millions	Pertes 150 millions

Les déposants et les porteurs de Certificats vont se partager 900 millions à raison de 85,7 %. S'il n'y avait pas de porteurs de Certificats, les déposants auraient obtenu 82,3 % de leurs dépôts.

Notons que des créanciers de la banque qui auraient eu des Certificats en gage (ou affectés) n'auraient pas été en concours avec les autres créanciers et auraient obtenu le produit de l'appel au cautionnement sans concurrence avec les chirographaires.

## Section 2 : Les autorités de tutelle et le Certificat

---

La responsabilité de la monnaie et du crédit est généralement assumée par les Banques centrales nationales. Elle a évolué depuis les deux siècles que celles-ci existent. La première fonction a été celle de l'émission de la monnaie puis s'est assez rapidement ajoutée celle de banquier des banques ; bien plus tard s'est imposée la nécessité de surveiller l'activité des banques commerciales et puis la garantie des dépôts. Du reste, ces différentes activités sont parfois regroupées au sein d'une seule institution et parfois réparties sur plusieurs. Il arrive aussi qu'elles soient déléguées à une autorité extérieure. Cependant, suivant le principe de la subsidiarité, la réglementation, la surveillance et la garantie des dépôts sont presque toujours l'apanage des autorités locales.

Dans cette section, ce sont précisément ces aspects que nous allons aborder. Quelles règles doivent être établies pour l'exercice du métier de dépositaire de Certificats ? Toutes les banques doivent-elles avoir le droit de le faire et suivant quelles limites ? Les déposants de Certificats doivent-ils bénéficier de la garantie des dépôts ?

Toutes ces questions sont bien évidemment cruciales. Elles peuvent déterminer le succès de l'opération ou entraîner un fiasco complet.

Pour y répondre nous procéderons par analogie en utilisant le risque comme paramètre de rapprochement : à égalité de risque égalité de traitement. Cela nous permettra de déterminer l'ampleur de la garantie à donner et les ratios prudentiels à appliquer.

### **1. Quelle garantie pour les Certificats ?**

Dans la majorité des pays, les dépôts disposent d'une garantie. Nous évoquerons brièvement les systèmes existants, la logique qui préside à leur existence, et nous étudierons si les mêmes raisons justifient que les Certificats soient partiellement ou totalement couverts par une garantie.

Le premier système de garantie de dépôts aurait été institué par le Congrès américain au lendemain de la Grande crise de 1930 par le Glass-Steagall Act de 1933<sup>1</sup>. La *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) est une agence fédérale indépendante qui a des pouvoirs de contrôle et de régulation sur les banques, en sus de son rôle de garantie de dépôts. Depuis 1980, le plafond d'assurance a été porté à 100 000 dollars.

---

1. Le Glass-Steagall Act incluait également des dispositions visant à cloisonner le métier bancaire (interdiction par exemple de faire à la fois le Commercial Banking et le Investment Banking) et un cloisonnement géographique (une banque ne pouvait avoir de branches que dans un seul État de l'Union).

En Europe, une directive européenne du 30 mai 1994 sur les mécanismes de garantie des déposants au sein de l'Union européenne a conduit à une harmonisation des systèmes, avec un minimum de plafond d'indemnisation fixé à 20 000 euros.

En France, jusqu'à cette date, la garantie reposait sur l'article 52 de la loi du 24 janvier 1984 qui « autorise le Gouverneur de la Banque de France à inviter les actionnaires de l'établissement en difficulté à lui apporter le soutien dont il a besoin<sup>1</sup> [...] et lui permet de mettre en œuvre la solidarité de place et d'organiser le concours de l'ensemble des établissements de crédit en vue de prendre les mesures nécessaires à la protection des intérêts des déposants ainsi qu'à la préservation du renom de la place ». Dans les faits, c'est l'Association française des banques (AFB) qui avait organisé et géré le mécanisme de solidarité de la place. Les plafonds d'indemnisation étaient variables.

La loi du 8 août 1994 a donc, conformément à la directive européenne, inséré dans la loi bancaire un article 52-1 prévoyant l'obligation pour tous les établissements de crédit d'adhérer à un système de garantie de dépôts. Le plafond d'indemnisation a été fixé à 400 000 francs français (approximativement 60 000 euros).

Au Liban, l'Institut National de Garantie de Dépôt (INGD) fut créé par la loi n° 28/67 du 9 mai 1967, dans le cadre des mesures d'assainissement du secteur bancaire, parues au lendemain de la crise de la Banque Intra. Dans ce but, l'Institut se proposait d'assurer aux déposants une marge minimum de garantie, en cas de difficultés survenues dans les banques ou ils avaient effectué ces dépôts. L'Institut fut qualifié alors de « société d'économie mixte », jouissant d'un capital souscrit à 50 % par l'État et le reste laissé aux diverses souscriptions des banques, opérant au Liban, à raison d'une participation de cent mille livres par banque.

Le plafond d'indemnisation est actuellement de 5 millions de livres libanaises (2 800 euros). Et, bien que le plafond soit dérisoire, que les cotisations des banques soient importantes (1 pour mille du total des dépôts), l'Institut est rarement intervenu : c'est la Banque du Liban qui a généralement assumé la responsabilité d'indemniser les déposants. Elle l'a fait soit en restaurant la solvabilité de l'établissement défaillant (en contraignant les actionnaires ou les administrateurs à combler le passif), soit en nationalisant la banque défaillante<sup>2</sup>, ou encore en organisant l'achat par un autre établissement. Ainsi, dans la pratique, les déposants ont bénéficié d'une assurance illimitée, non déclarée et non

---

1. Lors de la faillite de la Banque Pallas-Stern, les actionnaires ont ainsi décliné l'invitation.

2. En droit, la BDL engage la responsabilité des dirigeants (à défaut de malversations, la défaillance non frauduleuse constitue déjà une présomption de faute de gestion), elle saisit leurs avoirs, y inclus les actions de la banque, en devient propriétaire sur base d'une convention avec les anciens actionnaires, et conserve la banque pour la revendre par la suite. C'est ce qui est arrivé pour la Banque Al Mashreq et ses filiales ou avec la Banque Libanaise pour le Commerce.

institutionnalisée mais fortement intégrée : les déposants sont convaincus que, quoi qu'il arrive, ils seront indemnisés.

Les avis des économistes divergent sur les mérites de l'assurance, mais ils s'accordent sur les objectifs : éviter les paniques bancaires et leur coût social. Les reproches qui sont faits sont premièrement de développer l'aléa moral – les dirigeants de l'établissement pouvant facilement lever des fonds grâce à la garantie sont encouragés à prendre des risques excessifs –, deuxièmement de subventionner les mauvaises banques au détriment des banques peu risquées, et troisièmement d'empêcher un assainissement du marché par élimination naturelle des banques les plus faibles<sup>1</sup>.

Il nous semble que les méfaits présumés sont pour partie illusoire et que la visée réelle dans les PED devrait être d'augmenter la bancarisation.

En effet, même dans des pays développés, le plafond est très faible : 20 000 euros selon la directive européenne, 60 000 en France, 100 000 dollars aux États-Unis. Les dépôts non assurés (plus de 60 000 euros dans une banque française) représentent certainement plus de la moitié du total des dépôts auprès d'une banque donnée. En l'absence de statistiques du marché, nous nous contenterons de celles de la BEMO SAL. La BEMO est une banque libanaise de taille moyenne (groupe Bêta) dont le total de dépôts est approximativement de 500 millions de dollars (chiffres 2005). Elle est spécialisée dans le Private Banking et le Corporate Banking et à ce titre n'est pas parfaitement représentative de l'ensemble du secteur bancaire libanais. Mais ses chiffres sont cependant éloquents. En l'occurrence, les dépôts auprès de la BEMO qui seraient totalement assurés par l'INGD (garantie libanaise) représentent moins de 0,4 % des dépôts<sup>2</sup>, ceux qui l'auraient été en France 8,5 % et aux États-Unis 12,5 %. On peut donc infirmer partiellement la critique de l'aléa moral, de la subvention et celle de la lenteur de l'ajustement<sup>3</sup> : ce n'est pas l'assurance qui permet aux mauvais dirigeants de collecter toutes les ressources dont ils ont besoin et qui subventionne leurs établissements. En fait, c'est une subvention qui est payée par les banques de gros aux banques de détail. Les cotisations, en effet, sont rarement calculées uniquement sur les montants assurés : au Liban, qui est un cas presque caricatural, la cotisation est de 1 pour mille sur la totalité des dépôts alors que seuls les dépôts de 2 800 euros sont assurés. Cela signifie qu'un client qui disposerait d'un dépôt de 100 000 euros paierait (par l'intermédiaire de sa banque) une prime de 100 euros pour garantir 2 800. Et un client qui n'aurait que

---

1. Voir par exemple Freixas et Rochet (1997), pour les inconvénients de l'assurance (l'aléa moral) et la prime optimale, p. 207-210.

2. Mais dans la réalité, ce sont tous les dépôts qui sont assurés.

3. Une analyse économique plus réelle de la garantie de dépôts prendrait comme paramètres de différenciation le degré de développement du pays, la concentration du secteur bancaire, la bancarisation de la population, la libre « transférabilité » des capitaux. Cette analyse permettrait alors de déterminer le niveau optimal de la garantie.

2 800 euros aurait la même couverture pour une prime de 2,80 euros. Or, les banques de gros ont beaucoup de « gros » clients et peu de petits, à l'inverse des banques de détail<sup>1</sup>. Et pour revenir au cas de la BEMO, elle paie en prime d'assurance, chaque année, le quart de tous les dépôts assurés<sup>2</sup> !

Nous pouvons donc conclure que l'assurance avec un plafond relativement bas est à l'avantage des plus petits clients (les plus nombreux aussi). Politiquement, ce type d'assurance est donc justifié. Psychologiquement, il l'est également, car rien ne frapperait davantage les esprits que de voir une foule assiéger une banque pour récupérer son argent. Avec l'assurance, la grande masse (en nombre) de clients n'a plus d'intérêt à défendre. Seuls les grands clients vont essayer de réclamer et ils seront reçus par le liquidateur dans son bureau, à l'abri des caméras des journalistes.

Mais nous pensons que le réel avantage de l'assurance, spécialement dans les PED, est en amont. Les petits clients sont généralement les moins et les plus récemment bancarisés. Beaucoup d'entre eux sont encore méfiants à l'égard des banques. En offrant l'assurance, une institution publique ou parapublique leur garantit que, dans tous les cas, ils récupéreront leur épargne. Il est donc évident qu'un nombre plus important de ces petits clients ouvriront des comptes auprès des banques et ainsi bénéficieront de tous les avantages, en termes d'efficacité économique, d'une relation bancaire<sup>3</sup>. De plus, c'est l'ensemble de l'économie qui sera bonifié par cette plus grande bancarisation : paiements plus souples, crédit élargi... Ce raisonnement que nous avons fait sur les petits clients est également valable, dans une certaine mesure, pour les grands clients. Pour un petit client, la bancarisation consiste à ouvrir un compte auprès d'une banque et à y loger l'argent qu'il conserve sous son oreiller ; pour un grand client, il s'agit plutôt de transférer l'argent qu'il détient à l'étranger dans une banque locale. Nous ne développerons pas plus le thème de la bancarisation dont nous avons déjà parlé par ailleurs et qui est du reste amplement traité dans la littérature. La bancarisation apparaît donc comme un service public, ce qui justifierait qu'elle soit subventionnée par les deniers publics.

Et l'exemple libanais valide probablement ce point de vue : le degré de bancarisation est l'un des plus élevés de la région, ce qui n'aurait guère été possible si les dépôts n'étaient pas totalement assurés.

Faut-il assurer les Certificats à l'instar des dépôts en numéraire ?

---

1. *A contrario* de toute notre argumentation, la Banque du Liban, en offrant dans tous les cas de faillite récents une garantie sans limite aux déposants, a certainement créé un aléa moral, mais l'a mitigé en poursuivant les dirigeants et les actionnaires des banques en faillite.

2. Au Liban, la prime est une taxe déguisée sur les dépôts bancaires : l'INGD n'a aucun projet de distribution de dividendes, et ses réserves sont totalement investies dans des bons du trésor libanais.

3. C'est un banquier qui parle.

Si l'on se place sur le terrain de l'équité, il est juste que le déposant « hypothécaire » soit traité de la même façon que le déposant en numéraire : ils prennent le même risque, ils disposent des mêmes informations et ils ont des profils socio-économiques semblables.

Mais si l'on se place sur celui de l'efficacité économique, il est évident que les premiers doivent avoir une protection plus importante : c'est un nouveau gisement de bancarisation qui s'ouvre, verticalement et horizontalement, avec les clients existants et avec des personnes qui n'avaient jamais eu de comptes bancaires. Par conséquent, il faudrait que les porteurs de Certificats bénéficient d'une assurance de dépôts au moins égale à celle dont bénéficient les déposants en numéraire.

Enfin, sur le plan du risque systémique (l'argument généralement utilisé pour l'assurance crédit), le danger d'une panique qui se répandrait auprès des déposants hypothécaires n'est pas moins grand que celui des paniques que l'on connaît. En effet, les déposants hypothécaires se précipiteraient auprès de leurs banques (de peur que leurs biens soient vendus aux enchères) et en les retirant priveraient les banques des gages que celles-ci auraient déposés auprès d'autres institutions, lesquelles automatiquement leur couperaient leurs lignes de liquidité.

On voit que, quelle que soit la façon de le considérer, l'assurance des Certificats est une nécessité.

Maintenant, pour déterminer le plafond d'indemnisation, nous allons simuler une faillite avec un plafond d'indemnisation de 50 000 dollars.

Prenons pour hypothèse qu'après faillite, les créanciers récupèrent 70 % de leurs avoirs. Comparons deux déposants « hypothécaires » : le premier avec des Certificats pour 30 000 dollars et le second pour 90 000 dollars.

À l'ouverture de la procédure, les déposants hypothécaires deviennent redevables du montant de leurs Certificats et sont simultanément créanciers du même montant. La garantie de dépôts indemnise totalement le premier déposant et partiellement le second, et elle sera subrogée dans leurs droits pour les montants remboursés. Le second déposant aura en outre droit, pour la partie non indemnisée, à 70 %.

On a donc

**Tableau 30 : Garantie de porteurs de certificats**

	Dépôt	Indemnisation	Récupération	Perte
Déposant 1	30 000 USD	30 000 USD	0	0
Déposant 2	70 000 USD	50 000 USD	14 000 USD	6 000 USD

On constate que pour les déposants qui sont en dessous du plafond d'indemnisation, il n'y a aucun risque et un bénéfice qu'ils n'avaient pas précédemment. (Cela n'a rien de choquant : la banque paie les « cotisations » au fonds de garantie à partir des commissions à payer aux déposants hypothécaires ; et de plus, comme on l'a dit précédemment, la bancarisation est un service public qui mérite d'être subventionné.) On peut donc supposer que ce sont en premier les petits propriétaires qui déposeront des Certificats. Les grands propriétaires ne le feront que s'ils sont confiants que la banque ne risque pas de faire faillite.

Compte tenu de la nouveauté de l'instrument, le pays qui souhaiterait introduire le Certificat serait bien inspiré d'offrir une garantie dégressive : la première année de l'introduction 100 % de garantie et au bout de cinq ans une garantie équivalente à celle dont disposent les dépôts en numéraire.

## **2. Les Certificats et les ratios réglementaires**

Les ratios réglementaires ont une grande importance pour la gestion des banques : ils peuvent restreindre leur activité mais ils déterminent aussi la structure des coûts (le coût du capital par rapport au total des coûts des ressources<sup>1</sup>). Notre examen portera sur les ratios de solvabilité et de liquidité.

### ***Le ratio de solvabilité***

Nous prenons le ratio issu de l'accord Bâle 1 (parfois appelé Ratio Cooke) tel qu'il est reflété dans le *Règlement français*, n° 91-05 du 15 février 1991<sup>2</sup>.

L'article 1<sup>er</sup> dispose dans son premier alinéa : « Les établissements de crédit, ci-après dénommés établissements assujettis, sont tenus dans les conditions prévues au présent règlement de respecter en permanence un ratio de solvabilité, rapport entre le montant de leurs fonds propres et celui de l'ensemble des risques de crédit qu'ils encourent du fait de leurs opérations, au moins égal à 8 %<sup>3</sup>. »

Faut-il considérer les Certificats comme un risque de crédit et, si c'est le cas, quelle pondération retenir ?

Revenons sur l'économie de l'instrument.

S'il y a faillite de la banque, les porteurs de Certificats seront tenus de payer le montant de leurs Certificats sous peine que leurs biens immobiliers soient vendus pour couvrir ce montant. Il y a donc bien un risque de crédit.

---

1. Si le coût du capital est de 15 %, que le ratio de solvabilité pour les crédits est de 100 %, que le ratio pour les placements bancaires est de 20 %, alors le coût du capital pour les crédits est de 1,5 % et celui pour les placements bancaires de 0,3 %.

2. Le ratio de solvabilité libanais défini par la circulaire 44 du 25 avril 1998 ne diffère que par des points de détail.

3. Au Liban, le règlement exige 12 %.

Ce risque est toutefois largement mitigé :

- le risque est assorti d'une hypothèque<sup>1</sup> et l'évaluation du sous-jacent est faite par un évaluateur professionnel à une valeur très conservatrice ;
- les Certificats seront (dans un premier temps) des instruments à moins d'un an ;
- l'absence de concentration réduit d'autant les risques ;
- enfin et surtout la banque ne paiera à un porteur de Certificats qu'une proportion de ce que lui-même aura payé. En quelque sorte, le risque de crédit est en grande partie assumé par le créancier lui-même. En cas de faillite, si le sous-jacent des Certificats se déprécie, le passif global de la banque sera réduit du même montant. Ce risque est donc comparable à celui d'un crédit garanti par un dépôt affecté pour lequel la pondération est de 0 %.

Prenons la question maintenant sous un autre angle : le ratio de solvabilité a pour but de signaler la solvabilité d'une banque qui a une certaine structure de bilan. Or, l'introduction de Certificats dans le bilan d'une banque n'accroît pas le risque de cette banque. Comparons, pour s'en convaincre, un crédit à une PME et un Certificat. Clairement en cas de défaut de la PME, la solvabilité de la banque est obérée à due concurrence de ce crédit. À l'inverse, s'il s'avère que la valeur réelle du sous-jacent est inférieure à celle du Certificat, cela n'affecte aucunement la solvabilité de la banque. En réalité, c'est l'usage que peut faire la banque de la liquidité potentielle offerte par les Certificats qui peut la menacer. En effet, si la banque ne fait rien de ses Certificats, elle ne prend pas de risques ; si elle les gage pour obtenir de la liquidité, ou si elle augmente ses placements risqués, elle dégrade sa solvabilité, mais cela est déjà capturé par le calcul fait sur ces éléments d'actif supplémentaires. En somme, calculer un ratio de solvabilité pour les Certificats reviendrait à faire un double emploi.

Cependant prendre un ratio de 0 % mettrait certainement les autorités de tutelle mal à l'aise. C'est pourquoi, intuitivement, nous inclinons à retenir un taux de 10 %, qui est d'ailleurs celui des *pfandbriefe*.

Et, en ce qui concerne les prêts interbancaires garantis par des Certificats, il nous paraît naturel d'opter également pour 10 %. En effet, dans le ratio actuel, les placements interbancaires, sans aucune garantie, sont pondérés à 20 %. Avec une garantie de la qualité des Certificats, nous devons donc abaisser ce taux.

---

1. Si les crédits assortis d'une hypothèque sont généralement pondérés à 50 %, les *pfandbriefe* allemands (émissions Jumbo) sont, quant à eux, pondérés à 10 %.

Quant aux crédits à la clientèle garantis par des Certificats, deux approches sont possibles : on peut assimiler ces crédits à des crédits hypothécaires pour lesquels une pondération est déjà prévue (en général 50 %) ; on peut aussi, après l'implémentation de Bâle 2, considérer qu'il s'agit de crédits ayant un rating et leur allouer la pondération adéquate. Nous pensons qu'un ratio de 20 % devrait être suffisant, sachant que 10 % sont déjà pris en compte au moment du dépôt. Ce faisant, et spécialement dans l'approche Bâle 2, les crédits garantis par des Certificats seront nettement favorisés en terme de pondération. Cet avantage se justifie parfaitement par le *screening*, qui est fait en amont par l'Agence d'évaluation, des garanties (les Certificats).

Voyons maintenant les effets de ce coefficient sur le coût de liquidité des banques. Prendre un dépôt de la clientèle et le placer en instrument de l'État ne coûte rien en capital (la pondération de l'État est de 0 %). Cependant ce placement, s'il était fait auprès d'une banque, entraînerait un poids de 20 %. Avoir de la quasi-liquidité en Certificats coûte (comme nous l'avons vu plus haut) 10 %.

Emprunter d'une banque et le replacer en instrument de l'État donne le même résultat pour la banque emprunteuse (0 %), mais, pour la banque prêteuse, cela revient à 20 % de pondération. Si, en revanche, la banque emprunteuse donne des Certificats en garantie, pour la banque prêteuse le ratio tombe à 10 %.

Cela signifie que la liquidité est relativement plus coûteuse lorsque la banque prend des Certificats, mais ne s'endette pas. Mais qu'elle est moins onéreuse (sur le système : c'est-à-dire en consolidant l'exigence en capital de la banque prêteuse et de la banque emprunteuse) qu'un emprunt interbancaire.

L'introduction des règles Bâle 2 ne devrait pas modifier nos recommandations : le rating qui est une donnée essentielle dans les Certificats est mieux pris en compte dans Bâle 2 et, d'autre part, l'atténuation du risque du fait de la double qualité du porteur (déposant et caution) est également valable dans le cadre de Bâle 2.

En résumé nous avons :

**Tableau 31 : Pondération des opérations sur certificats**

Type d'opération	Pondération
Réception d'un Certificat par une banque dépositaire	10 %
Prêt contre Certificat en garantie	20 %
Placement interbancaire avec Certificat en garantie	10 %

### ***Le ratio de liquidité***

Contrairement au ratio de solvabilité, normalisé par l'accord de Bâle, la définition du ratio de liquidité varie suivant les pays. C'est le règlement n° 88-01 du 22 février 1988 qui fixe en France le coefficient de liquidité. Le minimum est de 100 % et pour l'appréhender simplement, il s'agit du quotient des actifs réalisables par le passif exigible<sup>1</sup>.

À l'opposé, le ratio minimum luxembourgeois est de 30 %, mais il s'agit du quotient des actifs liquides par le passif exigible, le numérateur ne comprenant pas les créances sur la clientèle.

Le ratio libanais<sup>2</sup>, pour sa part, est (pour faire simple) égal au résultat de la division des avoirs auprès des banques, de la Banque centrale, des obligations de l'État libanais par les dépôts clients. On a donc dans ces trois pays, pour une même appellation, trois définitions différentes.

La question qui se pose, indépendamment de la façon de définir le ratio de liquidité, est le ratio à appliquer sur les Certificats. Sont-ils de la liquidité ou une obligation latente ?

Nous pensons que le plus logique serait de ne les inclure ni dans la liquidité, ni dans les engagements. En effet, ils ne donnent lieu à liquidité (ce qui permet de rembourser les engagements) que s'ils sont nantis, mais ils ne sont pas eux-mêmes liquidité. Quant aux engagements, ils ne naissent qu'après faillite de l'établissement. Les Certificats seraient donc parfaitement neutres au plan du (des) ratio(s) de liquidité.

### **3. Faut-il un capital minimum pour l'exercice de cette activité ?**

Nous avons vu plus haut qu'il était souhaitable d'offrir une garantie aux déposants de Certificats. Nous avons vu aussi qu'en logique, les ratios devaient être accommodants. Or, spécialement dans un premier temps, il serait peu acceptable que des banques faiblement capitalisées, que d'autres dont la solvabilité n'est pas au-dessus de tout soupçon, puissent exercer cette activité, et il en ressort que les autorités de tutelle devraient établir un facteur discriminant pour autoriser la collecte. Faire une différenciation entre banques pour les activités permises n'est pas contraire à la pratique actuelle – de plus en plus les agréments bancaires sont à la carte. Nous pensons que le facteur le plus acceptable pour départager – et celui dont l'application serait la plus facile – est le capital. Ainsi les autorités de tutelle pourraient établir que seules les banques ayant un capital supérieur à quatre fois le minimum légal sont autorisées à recueillir des Certificats en dépôt (mais toutes peuvent en prendre en

---

1. Les actifs réalisables incluent avec diverses pondérations les créances sur les établissements de crédit, les concours à la clientèle dont la durée résiduelle est d'un mois, des obligations et des actions faisant l'objet d'une cotation sur un marché organisé.

2. Circulaires 72 et 73 de la Banque du Liban du 18 octobre 2000.

gage). Par cette réduction de la concurrence, les autorités réduisent la probabilité de défaut sur les dépôts en Certificats sans que le volume de l'activité sur ces instruments soit notablement réduit, les grandes banques étant généralement aussi celles qui font le *Retail Banking* et celles en qui le public a le plus confiance.

## Section 3 : Une approche sectorielle

---

Pour avoir une idée des conséquences économiques du Certificat, nous allons procéder en deux étapes : dans la première nous allons étudier les effets de l'introduction du Certificat sur trois secteurs, ce sera l'objet de la présente section ; dans la section suivante, nous aborderons les aspects macroéconomiques.

Les secteurs que nous avons choisis sont l'immobilier, les banques et l'État. Comment se comporteront ces trois secteurs une fois le Certificat introduit ?

Pour l'immobilier, nous avons été contraint de revisiter nos préconceptions. La littérature que nous avons identifiée ne nous a pas beaucoup aidé. Elle était trop orientée et manquait de la portée que nous aurions attendue pour un secteur majeur dans l'économie. Mais cela s'explique sans doute par nos faibles capacités documentaires. Nous avons donc utilisé principalement notre expérience personnelle et le simple bon sens. Pour les banques et l'État, l'objectif était bien moins ambitieux, il s'agissait de s'assurer qu'ils auraient un intérêt financier à participer au programme. Retireraient-ils un bénéfice suffisant pour consacrer les investissements nécessaires ? Ce sont donc des études de faisabilité simplifiées que nous avons effectuées pour prévoir leur engagement futur.

La partie consacrée à l'immobilier est probablement plus intéressante mais aussi plus discutable. Elle est aussi beaucoup plus importante et actuelle. La crise que nous vivons justifie les propositions que nous y énonçons. Nous croyons qu'à elles seules, elles mériteraient un examen beaucoup plus approfondi et des recherches ultérieures.

### **1. L'économie de l'immobilier et le Certificat**

Eu égard à l'impact direct du Certificat sur l'immobilier et aux effets que celui-ci a sur l'économie, il convient d'y consacrer une section. Nos ambitions se limitent toutefois à indiquer des pistes de réflexion : le sujet étant vaste, un examen exhaustif nous éloignerait de notre but essentiel qui est la description et la mise en valeur de l'instrument.

#### ***L'immobilier, un monde mal connu***

Chacun de nous a de l'immobilier une expérience immédiate qui nous le rend familier et apparemment sans mystère. C'est probablement pourquoi les économistes n'y accordent qu'un intérêt mesuré et que les cursus académiques y consacrent une place bien maigre.

À l'aube de l'économie pourtant, les physiocrates pensaient que la terre était la principale richesse. Les économistes classiques se sont ensuite convaincus, à l'instar de Marx<sup>1</sup>, que le capital industriel avait désormais remplacé le capital foncier et ne se sont intéressés qu'à la rente foncière. Et les écoles qui ont suivi n'ont guère aidé à faire sortir l'immobilier de son purgatoire théorique.

C'est que, d'une part, les données sont difficiles à obtenir, parfois contradictoires<sup>2</sup> et que, d'autre part, les intervenants sont multiples, le marché est très atomisé, et les régulateurs auraient de grandes difficultés politique et technique pour l'influencer.

De ce fait, l'immobilier est une *Terra Incognita* dont émergent peu de théories et peu de politiques économiques.

### ***Appréhender le patrimoine***

Dans la majorité des pays, on connaît avec précision les flux dans l'immobilier (dans la comptabilité nationale, on les retrouve dans la rubrique de la FBCF), cependant il est malaisé d'y trouver une estimation du patrimoine immobilier. L'immobilier étant un bien durable, la somme des flux n'est pas égale au patrimoine total car il y manque l'appréciation et aussi sans doute une échelle temporelle suffisante – les coûts de construction d'un château du XVI<sup>e</sup> siècle n'ont probablement pas été comptabilisés, de même que la valeur du sol. Et donc, à l'inverse des autres informations que l'on retrouve dans la comptabilité nationale ou dans les statistiques officielles, celles relatives à la valeur totale de l'immobilier ne peuvent être précises, objectives, scientifiques.

Que vaut un m<sup>2</sup> dans un appartement à Paris ? Il n'existe pas de norme : la valeur peut osciller entre 1 000 et 15 000 euros suivant l'arrondissement ou la nature du bien. D'une année à l'autre les estimations peuvent fluctuer. Un quartier devient à la mode, les prix flambent ; ils s'effondrent s'il passe de mode.

La façon dont les biens sont détenus a une influence (mais imprécise) sur leurs valeurs<sup>3</sup>. Quelle décote, par exemple, retenir lorsqu'il y a démembrement de propriété, indivision, occupation ou servitude ? En général, dans ces cas, l'administration fiscale (ISF) accepte un taux de 20 %. À l'évidence, il s'agit d'une cote mal taillée.

---

1. Dans une analyse marxiste, le capital foncier se prête moins que le capital industriel à une accumulation du capital au niveau « macroscopique » et il est le fruit d'une réification antérieure des rapports sociaux. Par suite, il n'autorise pas, au même titre que le capital industriel, une captation accrue de la plus-value et il est donc moins important à la fois pour la compréhension de la société actuelle et pour le changement de celle-ci. Cela étant dit, Marx comme Ricardo n'analysent que la rente foncière (sixième section du livre III du *Capital*).

2. Selon Baron (2006), « Les pays disposant de comptes de patrimoine non financiers sont peu nombreux. En particulier, l'évaluation des logements et terrains est généralement absente ».

3. Les coûts de transaction étant élevés sur ces biens, le théorème de Coase (1960) montre que l'identité du possesseur peut avoir une influence sur la valeur de ceux-ci.

La conformité des biens à la réglementation peut modifier totalement leur valeur marchande<sup>1</sup>. En outre, il existe des biens non marchands, inaliénables, ou dont l'évaluation est particulièrement difficile, qui ne rentrent dans aucune statistique – lorsqu'elles existent. En France, ce serait le cas « pour les biens appartenant au domaine public naturel (rivages de la mer, eaux territoriales et maritimes, fleuves, lacs, domaine public aérien, etc.) ou au domaine public culturel (monuments historiques...) »<sup>2</sup>. Que valent le Louvre et la tour Eiffel ?

On valorise les biens immobiliers sur la base de transactions passées – lesquelles ont pu s'établir sur des motifs purement subjectifs (appartement de charme !) – en appliquant un coefficient de correction suivant les particularités du bien. En outre, dans un certain nombre de pays, les transactions immobilières sont actées à des prix minorés pour réduire les impôts sur les mutations ou les impôts locatifs. Il n'est donc pas surprenant que les évaluations du patrimoine immobilier national soient peu nombreuses et imprécises.

Pour avoir une idée de la difficulté de l'exercice, examinons la question avec une approche *Bottom-Up*. Comment les entreprises valorisent-elles leurs actifs immobiliers ? Selon IAS 16, elles ont le choix entre deux méthodes : dans le paragraphe 30, elles peuvent opter pour la valeur historique minorée par les amortissements ou des provisions éventuelles ; et dans le paragraphe 31, elles peuvent choisir de faire une évaluation indépendante. La plus grande partie des entreprises (surtout dans les PED) optent pour la valeur historique pour des raisons de commodité. Si une autorité nationale devait faire la somme de ces biens, elle devrait soit totaliser les évaluations indépendantes avec les incohérences nées de l'existence de deux méthodes, soit faire sa propre évaluation avec l'inconsistance entre les données privées et les données publiques.

À toutes ces difficultés, il faut ajouter le fait que dans de nombreux pays, il n'existe aucune entité qui mesure les prix de l'immobilier<sup>3</sup> et donc ce patrimoine. Au Liban, le Cadastre est sans doute l'administration la plus au fait de ces informations ; cependant et comme dans un grand nombre de PED, il est tout simplement impossible de parvenir à une approximation sommaire.

En France même, une évaluation du patrimoine immobilier n'existe que depuis 2002 et n'est pas absolument fiable<sup>4</sup>.

---

1. Voir De Soto (2000) pour la valeur des biens non réglementaires et par conséquent sans valeur marchande.

2. Baron (2006).

3. Fondé sur une remarque faite par Robert Heath du FMI lors de la conférence organisée par le FMI et la BIRD à Washington D.C. les 27 et 28 octobre 2003, <http://www.bis.org/publ/bispap21.htm>.

4. Selon Xavier Timbeau de l'OFCE.

Cependant pour comprendre les enjeux de l'introduction du Certificat dans un pays, nous avons besoin d'une estimation de son patrimoine immobilier. Nous avons donc tenté d'estimer celui du Liban et de valider cela par une comparaison avec celui de la France.

Cela donne le tableau suivant <sup>1</sup> :

**Tableau 32 : Les patrimoines immobiliers en France e au Liban**

<b>Pays</b>	<i>Patrimoine immobilier</i>	<i>PIB</i>	<b>Patrimoine immobilier / PIB</b>
France	EUR 8 118 milliards (2003)	EUR 1 521 milliards (2003)	533 %
<b>Liban</b>	\$ 341 milliards (2005)	\$ 18 milliards (2005)	1 894 %

Les divergences importantes dans le rapport entre patrimoine immobilier et PIB pourraient s'expliquer par le fait que le PIB libanais est probablement sous-évalué ; que les divergences entre les prix de l'immobilier dans les deux pays sont plus faibles que celles entre les revenus moyens<sup>2</sup> ; que l'évaluation du patrimoine français a été faite en 2003 alors que celle du patrimoine libanais a été faite en 2005 – les années 2003 à 2005 ont été caractérisées, spécialement au Liban, par une forte appréciation de l'immobilier ; qu'il faudrait sans doute pour le Liban rapporter le patrimoine au revenu national (voire au revenu national des Libanais résidents et non résidents) ; et enfin que l'immobilier est pour les Libanais une fraction essentielle de leur patrimoine<sup>3</sup>.

Ces particularités libanaises pourraient donc justifier l'écart et nous donnent une certaine confiance dans les estimations faites par M. Cordahi. Elles ne peuvent cependant être supportées par aucune étude officielle, mais nous mettons en annexe l'étude de M. Cordahi qui, à notre sens, présente un très grand intérêt.

Dans la suite de notre thèse nous allons supposer vrais les chiffres ci-dessus concernant le patrimoine immobilier des Libanais. Nous allons également admettre que, dans les pays émergents, le ratio entre le patrimoine immobilier et le PIB est supérieur à cinq. Par ailleurs, nous réfléchirons plus loin sur la valeur fondamentale de l'immobilier.

---

1. Sources pour la France Insee ; pour le Liban, M. Charbel Cordahi. L'estimation au Liban est faite à partir de la taxe sur la propriété bâtie (environ 300 millions de dollars pour 2005) représentant 6 % de la valeur locative estimée. Si la valeur totale était de 20 fois la valeur locative, cela donnerait le montant indiqué. En annexe, la note de M. Cordahi concernant l'immobilier au Liban.

2. Une étude devrait sans doute être effectuée sur les prix de l'immobilier entre les différentes métropoles. Elle ferait probablement apparaître que l'immobilier local, si les populations sont assez mobiles, n'est pas un secteur protégé et que ses prix sont influencés par les prix des autres métropoles. À notre connaissance, il n'en existe pas qui compare les prix dans les métropoles occidentales et celles des PED.

3. Ci-dessous la théorie des « Biens monétaires » qui explique cette importante proportion.

## *Le cadre théorique*

Nous avons vu plus haut que l'immobilier était imparfaitement cerné. Nous allons néanmoins tenter de baliser le champ théorique, de spéculer sur ce que devraient être la valeur de l'immobilier et ses relations avec l'économie.

### *a) La valeur fondamentale*

1. Les experts immobiliers évaluent généralement les biens par équivalence : si le bien A est équivalent au bien B, son prix est égal à celui de B. Donc, en appliquant un coefficient de correction adéquat, il est théoriquement possible d'évaluer n'importe quel bien. Par exemple, la meilleure localisation du bien A justifiera de lui accorder une prime de 15 %. Cette approche très empirique répond à l'essentiel des besoins des agents. Mais elle n'explique pas la valeur fondamentale des biens. Ainsi, imaginons que l'on puisse de proche en proche revenir à une transaction primordiale de laquelle ont découlé toutes les autres. Pourrions-nous de cette transaction comprendre l'essence de la valeur de l'immobilier ? Dans le cas d'une marchandise, il existe une valeur de référence : le coût de fabrication. Si les consommateurs apprécient le bien, il se vendra au-dessus de ce prix et progressivement d'autres concurrents se mettront à fabriquer le produit jusqu'à ce que le prix arrive au coût marginal. Si au contraire le bien ne rencontre pas d'amateurs, il se vendra en dessous de son prix de revient jusqu'à ce que, par disparition progressive des offreurs les moins productifs, le prix finisse par atteindre le coût marginal. Pour l'immobilier, il n'existe pas de prix de revient (pour la partie foncière) qui permette de former une fonction d'offre. Alors, sur quelles bases se feront les enchères entre offreurs et demandeurs ? Quelle est la valeur fondamentale ?

2. Les économistes ont traité le sujet, principalement dans le cadre des études sur les bulles immobilières<sup>1</sup>. Ainsi Cornuel (1999)<sup>2</sup> : « En l'absence de bulle, le prix de l'actif est égal à la valeur fondamentale. Le problème est celui de la détermination de la valeur fondamentale. La méthode directe consiste à estimer la valeur fondamentale par les loyers anticipés. Une autre méthode, indirecte, consiste à évaluer la valeur fondamentale non pas à partir des loyers, mais à partir de variables économiques considérées comme fondamentales. » Et plus loin : « La valeur fondamentale est estimée à partir des variables macro-économiques. On suppose que les prix effectifs avant la flambée des prix représentent la valeur fondamentale et on les ajuste sur les variables exogènes pour déterminer les paramètres qu'on

---

1. Lorsque la variation des prix dépasse un certain niveau, qu'elle est un phénomène purement spéculatif sans facteur réel à l'origine, on parle de bulle.

2. D. Cornuel, dans la *Revue de l'OFCE*, « Observations de diagnostics économiques », n° 70, juillet 1999 [http://www.univ-lille1.fr/medee/publications/articles/cornuel\\_bulle.pdf](http://www.univ-lille1.fr/medee/publications/articles/cornuel_bulle.pdf)

utilise pour estimer la valeur fondamentale lors de la flambée des prix. »

Les deux méthodes ne sont pas parfaitement satisfaisantes et cela explique que les économistes divergent lorsqu'il s'agit d'identifier une bulle. Par exemple, Cornuel (1999) : « Il existe une méthode simple pour identifier l'existence d'une bulle, c'est d'observer le prix de sortie du cycle. » Ou Touati (2005)<sup>1</sup> : « Le propre d'une bulle est généralement d'être décelée une fois qu'elle a éclaté. » Puis toujours Touati : « Dans sa dernière note de conjoncture celui-ci [l'Insee] n'a effectivement pas hésité à publier deux modèles qui “semblent écarter l'existence d'une bulle immobilière en France”, tout en spécifiant néanmoins que leurs conclusions ne préjugent en rien de l'évolution future des prix immobiliers. Autrement dit, il n'y a peut-être pas bulle, quoique... »

La première méthode nous semble conceptuellement plus attrayante, mais dans la pratique elle est peu applicable. En effet, il existe parfois dans certains pays des législations, de la jurisprudence ou même de simples coutumes qui rendent les loyers peu significatifs et, dans tous les cas, déconnectent les marchés de la vente et de la location. L'argument selon lequel les loyers ne peuvent résulter d'une spéculation puisque le service n'est pas stockable n'est pas convaincant : les loyers peuvent être artificiellement bas parce que les propriétaires, ne souhaitant pas vendre à un prix qu'ils estiment trop bas, louent ; ils peuvent être artificiellement élevés parce qu'ils ne souhaitent pas immobiliser leurs biens dans l'attente d'une opportunité de vente. Enfin, on ne voit pas pourquoi le marché de la location serait plus « vrai » que celui de la vente, alors que ce dernier est souvent bien plus transparent et liquide que le premier.

La seconde méthode nous semble plus facile d'utilisation et plus robuste, quoique moins fondée théoriquement – qu'est-ce qui justifie la valeur initiale ? –, c'est d'ailleurs la méthode la plus couramment utilisée aux États-Unis et au Japon<sup>2</sup>. Elle donne de bons résultats et se prête plutôt bien à une approche économétrique<sup>3</sup>.

Pour notre part, nous souhaitons exposer une autre méthode d'évaluation de la valeur fondamentale qui est sans doute moins pratique que la méthode indirecte et conceptuellement moins puissante que la méthode directe, mais qui, pour notre étude, peut compléter l'une et l'autre.

Nous procédons par analogie avec un marché de marchandises et essayons de concevoir des fonctions d'offre et de demande :

---

1. M. Touati, 29 mars 2005, [www.dossiersdunet.com/article634.html](http://www.dossiersdunet.com/article634.html)

2. C'est aussi la logique sous-jacente du tunnel de Friggit. Jacques Friggit a comparé les courbes d'indice des prix de l'immobilier et ceux des revenus des ménages. Les indices immobiliers ont tendance à rester dans un intervalle de +/- 10 % de celui des revenus. Par exemple chez Economica (2001), *Prix des logements, produits financiers immobiliers et gestion des risques*. « La tendance longue (sur 1965-2001) croît comme le revenu disponible par ménage, soit en moyenne de 1,5 % par an plus l'inflation. »

3. Voir par exemple Girouard *et al* (2006).

Pour les offreurs de marchandises, le critère est le coût de fabrication et, pour les demandeurs, le critère est l'utilité.

\* Qu'est-ce qui peut donc ressembler à un prix de revient pour un offreur de biens immobiliers ?

Supposons que les offreurs n'aient d'autre utilité dérivée des biens qu'ils possèdent que celle de maximiser leurs bénéfices par la vente et aucun coût de possession (impôts, maintenance du bien, etc.). Dans ce cas, l'alternative est vendre tout de suite ou vendre plus tard. On peut donc considérer qu'en vendant tout de suite ils perdent l'espoir de vendre plus cher plus tard. Le prix de revient du bien immobilier peut alors être assimilé au prix anticipé, actualisé suivant le taux personnel d'actualisation. Pour un débiteur cerné par des usuriers, le taux sera peut-être de 25 %, alors que pour une congrégation religieuse, pour laquelle Dieu pourvoit à tous les besoins, le taux sera peut-être de 0 %. De même, chacun des offreurs aura son propre prix anticipé. L'ensemble des prix anticipés et actualisés par les offreurs permettra d'établir une fonction d'offre ressemblant à celle applicable pour les marchandises. Toutefois, une différence importante subsistera entre ces deux fonctions : les facteurs déterminants pour les marchandises sont extrinsèques – c'est le coût de fabrication qui dépend du processus –, alors qu'ils sont intrinsèques pour l'immobilier – c'est l'anticipation de ce que sera le prix.

Dans un modèle simplifié où le prix anticipé est unique pour tous les intervenants (information parfaite), la discrimination entre les offreurs se fera par le taux d'actualisation et nous aurons vraisemblablement des coûts croissants reflétant des taux d'actualisation décroissants.

La politique monétaire aura un effet direct sur l'offre de biens immobiliers : une augmentation des taux d'intérêt aboutira à une hausse de tous les taux d'actualisation et par conséquent à un abaissement des prix de revient et à un accroissement de l'offre ; la baisse des taux serait suivie de l'effet inverse.

\* Pour la fonction de demande, nous allons prendre comme hypothèse simplificatrice qu'il n'y a pas de demande émanant de spéculateurs, que les spéculateurs sont en réalité des offreurs qui, anticipant une hausse, cherchent à ne pas trop réduire leur stock. Lorsqu'il y a spéculation avec notre hypothèse, c'est l'offre qui se réduit et non pas une plus grande demande. Dans ce cas nous pouvons admettre que ce sont les utilités des demandeurs qui déterminent la fonction de demande. On peut relier l'utilité des demandeurs à trois motifs : a) l'utilisation, b) la réserve de valeur et c) la garantie réelle offerte.

a) Le premier motif est déterminé par la croissance démographique, par la croissance des revenus ou par la modification des standards. Nous ne développerons pas davantage ce motif qui est abondamment traité par la littérature.

b) Le deuxième motif est inspiré de la théorie des biens monétaires de Khoury.

Quelques explications sont nécessaires pour expliquer la théorie des biens monétaires. Selon M. Khoury (1994), « les biens monétaires sont des biens qui revêtent certaines caractéristiques de la monnaie, notamment comme moyen d'échange et comme réserve de la valeur<sup>1</sup> ». Ainsi, lorsque la confiance dans la monnaie nationale est faible, les agents accroissent leurs possessions de biens monétaires. L'un des principaux biens monétaires est l'immobilier. En effet, il est abondant, il a une utilité intrinsèque (au pire, l'agent peut attendre quelques années et il finira par l'utiliser même si, entre-temps, il ne se trouve personne pour l'acheter) et les prix sont relativement stables. Un autre bien de choix est le placement monétaire, en devise étrangère, dans une banque à l'étranger. Mais il n'est pas toujours possible, pour un agent économique dans un PED, d'ouvrir un compte à l'étranger et d'y transférer son épargne. Il convient de bien noter la différence qui existe entre la théorie des biens monétaires et la théorie du portefeuille. Dans la première, ce qui prédomine c'est à la fois la liquidité du bien et la stabilité de son prix ; dans la seconde, c'est le bénéfice espéré (sachant que c'est tout le portefeuille qui est considéré). L'exemple suivant montrera la différence.

Soit un univers composé de trois biens : la monnaie, l'immobilier et des actions. Supposons que la monnaie ne rapporte rien et que l'immobilier a un couple risque-rentabilité inférieur à celui des actions. Selon la théorie du portefeuille, l'investisseur aura la majeure partie de son investissement en actions, une petite partie en monnaie pour ses paiements (motif de transaction) et une autre, toujours en monnaie, pour tirer parti des opportunités (motif de précaution et de spéculation). Selon la théorie des biens monétaires, si la confiance en la monnaie est faible, l'investisseur aura une partie de son patrimoine en immobilier (motif de précaution et de spéculation) en remplacement d'une fraction de son patrimoine liquide. C'est donc la confiance – qui renvoie à l'incertitude radicale de Knight – qui est le motif important dans la théorie des biens monétaires, alors qu'elle est absente dans la théorie du portefeuille.

---

1. Khoury (1994), p. 11.

Si dans les pays développés cette utilité des biens immobiliers est peu visible et peu documentée, dans les PED elle est déterminante et elle explique certainement – au moins partiellement – ce ratio du patrimoine immobilier rapporté au PIB, plus élevé dans les PED que dans les pays développés.

Analysons cela un instant. Nous avons dit qu'un bien monétaire remplissait certaines des fonctions de la monnaie en satisfaisant à des conditions essentielles. Nous présumons que ces conditions sont la liquidité<sup>1</sup> et la stabilité (cette dernière entendue comme l'inverse de la volatilité).

Or l'immobilier est réputé avoir une liquidité très faible. Comment concilier cette réputation avec le fait stylisé de l'immobilier comme bien monétaire ? L'explication se trouve dans la conception de la liquidité. Celle-ci se compose de deux éléments : la fluidité et la profondeur. Un marché est fluide lorsque les transactions sont importantes par rapport au volume global du marché et lorsque les écarts entre les prix d'achat et les prix de vente sont faibles. Un marché est profond lorsque les intentions d'achat et de vente sont importantes par rapport aux transactions. On voit qu'un marché peut être fluide sans être profond, et inversement (c'est d'ailleurs par définition ce qui devrait être le cas). Dans un marché très fluide, la probabilité de perte, lorsqu'on revend immédiatement l'actif acheté, est bien plus faible que dans un marché profond. À l'inverse, la probabilité de perte, au bout d'un an, est plus grande dans un marché fluide que dans un marché profond. Il est, par exemple, plus probable d'enregistrer une perte en revendant au bout de 48 heures un bien immobilier qu'en revendant une action en bourse au bout de 48 heures. Mais il est plus probable de perdre en revendant une action en bourse au bout d'un an que de perdre en revendant un bien immobilier au bout d'un an. Nous verrons plus loin quelles conséquences on peut en tirer. Mais d'ores et déjà, cela permet d'expliquer (en sus évidemment de l'agrément de vivre dans une grande ville) pourquoi, fondamentalement, les prix de l'immobilier sont plus élevés, toutes choses égales par ailleurs, dans les grandes villes que dans les petites : la profondeur y est plus grande. Cela explique aussi pourquoi les prix des avenues principales sont généralement plus chers que ceux des rues secondaires.

Pour la stabilité, l'expérience montre que sur le long terme et hormis les situations exceptionnelles (guerre, catastrophe naturelle, révolution...), l'immobilier a été un bien excessivement stable.

---

1. La liquidité est un concept facile à appréhender lorsqu'il s'agit de monnaie. Mais il est beaucoup plus difficile à cerner pour des biens. Dans le cas des marchés financiers, Wikipedia la définit ainsi : « ... exprime la facilité avec laquelle les opérateurs peuvent trouver une contrepartie avec des intérêts opposés aux leurs : c'est-à-dire qu'à tout instant, il y a des acheteurs et des vendeurs à des prix relativement proches. Plus un marché est liquide, plus il est aisé, rapide et peu coûteux d'y réaliser des transactions. » Pour Black (1971), un marché liquide doit répondre à au moins quatre propriétés : l'immédiateté des transactions, l'étroitesse des écarts de prix, la profondeur (variation des volumes sans variation des prix) et la résistance des prix (rapidité de retour).

On peut conclure de l'exposé ci-dessus que l'immobilier offrant cette liquidité et cette stabilité peut être un bien monétaire. La demande au titre de ce motif sera donc déterminée par : la confiance dans la monnaie nationale, la concurrence entre les différents biens monétaires, la liquidité et la stabilité du marché immobilier.

c) Pour le troisième motif (la garantie réelle offerte), et bien qu'il soit l'objet de notre thèse, nous ne pensons pas qu'il puisse s'agir d'un motif principal d'acquisition. Tout au plus peut-il conduire à une augmentation de l'utilité pourvu que les coûts de transaction soient faibles (droits d'enregistrement, coûts de refinancement et frais de liquidation), que les banques aient une très grande aversion au risque (elles ne prêtent que contre des sûretés) et que les biens aient une valeur très stable. En d'autres termes, on voit mal pourquoi une personne achèterait un bien uniquement pour avoir un crédit contre hypothèque.

Nous avons donc trois méthodes de détermination de la valeur fondamentale de l'immobilier (en sus évidemment de celle qu'utilisent les praticiens pour évaluer des biens individuels). Nous en utiliserons certains aspects dans les paragraphes suivants.

#### *b) Les relations entre l'immobilier et l'économie*

Selon la théorie, l'appréciation de l'immobilier se transmet à l'économie par trois canaux.

Le premier est celui de l'activité de construction : lorsque la demande pour l'immobilier augmente, les prix suivent, la construction croît, ce qui entraîne plus d'emploi, de consommation de matériaux, etc. Un avantage supplémentaire pour une économie de ce facteur de croissance est le fait que le secteur est comparativement abrité. En d'autres termes, la plus grande partie de l'accroissement de l'activité se traduit par des emplois internes – il y a peu de fuites vers l'extérieur par les importations. L'essentiel de la croissance dans le secteur du bâtiment profite à l'économie nationale.

Le deuxième canal de transmission est celui des anticipations : l'appréciation de l'immobilier peut signaler une amélioration de l'activité, ce qui, par les anticipations entraîne une croissance économique.

Le troisième canal est celui de l'effet richesse : les ménages ont tendance, s'ils perçoivent cet enrichissement comme durable, à accroître leur consommation courante à la suite de cette hausse du « revenu permanent » ; les garanties immobilières offertes aux banques augmentent en valeur, ce qui pousse celles-ci à prêter davantage (réduction des coûts d'aléa moral ou de sélection adverse)<sup>1</sup>.

---

1. Sur la relation entre le prix des actifs et l'économie réelle voir l'étude de Grunspan (1998).

Nous ajouterons également que le prix de l'immobilier est un facteur non négligeable dans l'attitude face au risque des agents économiques et celle-ci, comme nous l'avons vu dans notre premier chapitre, est un déterminant essentiel de l'activité économique et par conséquent du PIB<sup>1</sup>.

Tout cela explique l'inquiétude des économistes et des politiques lorsqu'ils pressentent la possibilité de l'éclatement d'une bulle immobilière et son dégonflement ultérieur. Touati (2005) conclut ainsi son article : « Mais le drame ne s'arrêtera pas là, dans la mesure où aucune économie ne peut sortir indemne d'un repli durable et significatif des cours immobiliers. Bon courage à tous... »

### *Les politiques dans l'immobilier*

Ayant vu les conséquences d'une variation du prix de l'immobilier sur une économie, on peut se demander quelles sont les politiques qui existent, ou celles qui peuvent être imaginées, pour permettre à une économie de ne pas diverger de son sentier naturel de croissance.

Nous allons classer ces politiques en trois catégories : a) politique monétaire, b) politique fiscale et c) politique réglementaire.

Il faut souligner que les politiques en matière d'immobilier ont rarement l'immobilier comme objectif. L'immobilier est plutôt envisagé comme le moyen d'arriver aux objectifs réels. C'est ainsi que les législations sur les loyers avaient un objectif social, ou l'imposition des transactions immobilières, un objectif fiscal. Notre exposé énumérera donc un certain nombre de ces politiques, bien qu'elles ne puissent pas être qualifiées, à proprement parler, de politiques immobilières, et ajoutera une politique alternative.

#### *a) La politique monétaire*

Il s'agit de la première politique à laquelle on peut penser. En effet, l'enchaînement conceptuel majoritaire est le suivant : un emballement des prix de l'immobilier entraînera un recul brutal des prix et, celui-ci conduisant à une récession, il convient de casser le processus initial par une politique monétaire. Ainsi, dans une étude récente réalisée par l'OFCE à la demande du Sénat, les auteurs se posent la question de savoir s'il est nécessaire d'augmenter les taux d'intérêt suite à la hausse « préoccupante » des prix immobiliers<sup>2</sup>.

---

1. Grunspan conclut cependant : « ... les études empiriques sont peu conclusives et butent sur l'absence de séries longues décrivant l'évolution du prix des principaux actifs composant le patrimoine des agents non financiers. »

2. Timbeau (2005).

De fait, une politique monétaire est très efficace à la fois pour freiner l'augmentation des prix de l'immobilier et pour les soutenir. Si nous reprenons le modèle exposé ci-dessus, l'offre aura tendance à augmenter lorsque les taux d'intérêt augmentent parce que le prix de revient diminuera (si le taux d'actualisation est fonction du taux d'intérêt, une hausse du second augmentera le premier et celui-ci poussera à la baisse le prix de revient pour les offreurs). Ajoutons que la politique monétaire est, actuellement, une politique qui a une très forte crédibilité et qui donc nourrit de façon conséquente les anticipations des agents. Ceux-ci auront donc le sentiment que les prix futurs ne seront pas beaucoup plus élevés que les prix actuels (cela aussi aura tendance à diminuer le prix de revient des offreurs). Du côté de la demande également, la hausse des taux diminuera le Revenu Permanent (à la fois par action directe sur les revenus dont la croissance sera plus faible, mais aussi par les anticipations et les taux d'actualisation), augmentera le prix (une partie des biens étant achetée à crédit, la hausse du taux nominal accroît le prix) et renforcera la confiance dans la monnaie nationale, ce qui diminuera le motif « bien monétaire ».

Évidemment, le même raisonnement s'applique dans le cas d'une baisse de taux.

L'inconvénient de la politique monétaire est qu'elle est indiscriminée. Elle n'exercera pas ses effets exclusivement que sur le secteur immobilier mais sur l'ensemble de l'économie.

Nous allons voir plus loin des politiques plus spécifiques.

#### *b) La politique fiscale*

On ne peut, actuellement, parler d'une politique fiscale pour l'immobilier. La fiscalité de l'immobilier a plutôt des visées budgétaires (accroître les ressources budgétaires de l'État ou des régions) ou politico-sociales. Les impôts sont de deux sortes : intermittents ou permanents.

Les premiers sont perçus chaque fois qu'un changement est opéré sur le bien. Il s'agit généralement des droits de mutation (mutations à titre gratuit ou onéreux) mais aussi de l'impôt sur la plus-value. Les seconds sont dus tous les ans : impôt sur la fortune, taxe foncière ou d'habitation.

On peut cependant utiliser l'impôt pour réguler le marché. Il est déjà arrivé qu'en cas de surchauffe, un impôt spécial soit prélevé. De plus, l'impôt sur la plus-value opère un prélèvement plus important lorsqu'il y a surchauffe. De même, l'impôt sur la fortune comme les taxes foncières sont contra-cycliques. Toutefois, pour réguler véritablement il faudrait que le système soit administré. Il faudrait par exemple que le droit de mutation (à titre onéreux) ait un taux variable commençant à 1 % qui augmenterait en fonction de l'appréciation de l'immobilier moins le taux de croissance de l'économie.

Pour paraphraser Tobin, cette loi permettrait de jeter des cailloux de plus en plus gros dans les rouages, en cas d'emballlement du marché.

*c) La politique réglementaire*

Il existe d'autres actions qui, si elles ne sont pas économiques à proprement parler, ont des effets économiques en profondeur alors qu'elles n'ont ni pour visée ni pour résultat la stabilisation des prix.

Sans préjudice de l'importance, on peut citer en premier les lois, règlements et organisation de la propriété. Il est évident que, conformément aux théories de Douglas North ou de Hernando De Soto (2000)<sup>1</sup>, l'économie se portera d'autant mieux que les propriétés immobilières seront mieux protégées, transférables et connues. D'ailleurs, depuis un certain temps déjà, le FMI et la Banque Mondiale soutiennent les efforts des PED pour réformer leurs systèmes de propriété.

Un autre type de politique est l'instauration de standards. Les standards, s'ils sont efficaces, conduisent à une appréciation générale des biens. C'est que les standards ont plusieurs effets positifs :

- ils génèrent des économies d'échelle ;
- ils réduisent les coûts d'information ;
- l'élimination du « free rider » améliore les coûts sociaux ;
- ils permettent à tout nouvel entrant de gagner du temps dans la courbe d'expérience.

Si, par exemple, il existait un standard stipulant que tout appartement doit avoir l'eau courante, on devrait s'attendre à ce que les prix des équipements descendent, suite à l'élargissement du marché, que les acheteurs n'auraient pas besoin de s'assurer de l'existence de l'eau courante, qu'il n'existerait plus d'appartements de mauvaise qualité qui défigurent le quartier et enfin que les promoteurs immobiliers n'auraient plus besoin de faire une étude de marché pour savoir s'il est plus rentable de faire un appartement avec eau courante plutôt que sans.

Les standards sont au niveau social ce que les politiques et les procédures sont au niveau des entreprises. Celles-ci sont coûteuses en apparence, brident parfois l'innovation, mais, lorsqu'elles sont bien faites, elles facilitent le travail, améliorent la qualité, augmentent le contrôle et simplifient l'apprentissage des débutants.

On peut également s'inspirer d'un projet initié par Robert Shiller, la création d'un marché à terme de l'immobilier<sup>2</sup>. Depuis quelques mois, le Chicago Mercantile Exchange

---

1. L'ensemble de ces théories entrent dans le cadre de l'économie institutionnelle inspirée du concept coasien des coûts de transaction.

2. On peut lire une description du projet dans [www.projet-syndicate.org/commentary/shiller36/French](http://www.projet-syndicate.org/commentary/shiller36/French)

(CME), en collaboration avec la société MacroMarkets, offre des instruments financiers à terme dont les sous-jacents sont les indices « Case-Shiller » (indices de prix immobiliers)<sup>1</sup>.

Les autorités économiques, même dans des pays en développement, devraient donc créer des marchés à terme sur l'immobilier local<sup>2</sup>. Les avantages pour un pays en développement sont nombreux : le marché à terme augmentera la fluidité et la profondeur du marché immobilier, il encouragera les investissements étrangers et il permettra aux agents économiques de mieux gérer leurs risques. Ce marché réduira l'instabilité à moyen terme des prix en augmentant leur flexibilité.

De plus, compte tenu de la taille du marché immobilier et du nombre d'agents concernés<sup>3</sup>, un tel marché à terme pourrait être beaucoup plus actif que les marchés boursiers dans ces pays.

Les conditions pour l'existence de tels marchés, en sus de celles qui sont nécessaires pour tout marché organisé, sont, tout d'abord, d'ordre technique : les indices pertinents à retenir, comment les calculer et avec quelle fréquence, et enfin un intervenant suffisamment important pour animer le marché. Les transactions enregistrées sur le CME après quatre mois d'activité représentaient uniquement 71 millions de dollars. Dans un PED, il est essentiel que l'État, ou une autorité quelconque, démarre ce marché et qu'il en soit, du moins au début, le « market maker ».

Une autre condition importante est que la fiscalité des transactions immobilières soit réduite. Garder une taxe sur les transactions physiques de 10 %, alors que sur les « futures » les coûts de transaction sont symboliques, ne permettra pas une transmission suffisamment rapide entre le terme et le comptant. Partant, le marché à terme deviendra davantage un marché de spéculateurs qu'un marché d'investisseurs, et son utilité économique sera bien moindre.

#### *d) Une politique proactive*

Pour qu'une réelle politique puisse être mise en place, un objectif national en matière d'immobilier doit être décidé. Celui-ci pourrait consister en une croissance stable du patrimoine immobilier national. Cet objectif s'insérerait parfaitement dans un objectif global qui serait d'assurer une croissance stable, et il est aussi défendable que de vouloir développer

---

1. L'indice adéquat est probablement la principale difficulté en cas de développement d'un marché à terme. En dehors de la nécessité d'avoir une agence suffisamment indépendante pour le calcul de l'indice, il existe une difficulté technique : l'indice d'évolution des prix doit-il être sur des ventes répétées ou sur des ventes semblables ? Comment faire les moyennes ?

2. À l'heure actuelle, les seuls instruments dont disposent les agents sont l'immobilier physique ou les titres de sociétés foncières ou des dérivés de crédit. La très faible liquidité des différentes options, leur très grande spécificité, parfois l'absence de transparence et les coûts de transaction en font des outils insuffisamment adaptés.

3. On peut citer des développeurs de projets immobiliers qui cherchent à réaliser des profits d'exploitation sans dépendre des évolutions erratiques du marché immobilier, des assureurs qui voudraient « *hedger* » leur risque ou tout simplement des utilisateurs qui n'ont pas pour l'instant l'envie ou les moyens d'acheter la propriété de leurs rêves mais qui souhaitent commencer à investir dans l'immobilier.

une industrie nationale. À l'instar de l'industrie, un ministère de l'Immobilier devrait être créé. Ce ministère aurait comme moyens d'intervention 1) les lois d'organisation, 2) la fiscalité immobilière, 3) l'expropriation et 4) les interventions sur le marché immobilier à terme ou au comptant. Ces moyens seraient propres à la politique immobilière et, contrairement à la politique monétaire dont les effets sont plus larges et qui peut avoir des effets pervers, toucheraient d'abord l'immobilier.

1) Nous avons parlé plus haut de ce type de politique, nous n'en parlerons pas davantage.

2) La fiscalité immobilière devrait être revue dans un objectif d'amélioration de l'immobilier et non de développement des ressources budgétaires. Ainsi la définition de standards pourrait s'appuyer sur un système de taxation modulaire<sup>1</sup>. De même, les droits de mutation devraient être ramenés à un taux minime (par exemple 0,5 %) qui serait relevé en cas de surchauffe ou de déclin rapide.

3) L'expropriation est en général faite pour des projets publics et d'utilité publique. Mais on peut étendre cette approche à des projets, privés par nature, mais d'utilité publique. Le cas exemplaire est celui de Solidere<sup>2</sup> au Liban. Cette expropriation – quel que soit le reproche qu'on pourrait faire aux choix architecturaux ou à la méthode de compensation – a permis de réhabiliter rapidement, efficacement et sur des standards de qualité élevés une région qui était dévastée et éparpillée entre une multitude d'ayants droit. Solidere pourrait être imitée pour certaines zones qu'un État souhaiterait développer, embellir ou revaloriser. Le processus pourrait même démarrer quelques années avant le début du projet par l'annonce que l'État exproprie la région indiquée à une date future pour une valeur actualisée dépassant notablement la valeur actuelle et revendra ensuite les biens revalorisés. Dans l'intervalle, les spéculateurs aplaniront le terrain (juridique) avant l'expropriation, les ayants droit pourront, avant même l'échéance, bénéficier d'une augmentation de leur patrimoine et l'État n'y perdra pas puisqu'il pourra vendre plus cher la région réhabilitée. En outre, par effet de contagion, les régions proches s'apprécieront également.

4) Lorsque les prix immobiliers monteront ou descendront trop vite, l'État pourra, par un mélange d'augmentation du droit de mutation et d'intervention sur le marché à terme immobilier (voire quelques-unes sur le marché physique) stabiliser les prix et même les faire progresser dans un tunnel de croissance (pour reprendre le terme de M. Friggit).

---

1. On peut concevoir un régime comme celui des droits de pollution pour les parkings, les espaces verts.

2. L'expropriation est relativement exceptionnelle au Liban. La loi n° 58 du 29 mai 1991, l'art. 1 et l'art. 15 de la constitution disposent que l'expropriation ne peut être effectuée que pour des projets d'utilité publique et contre une compensation équitable et adéquate. La loi n° 117 du 7 décembre 1991 a donné pouvoir à la société libanaise, pour la reconstruction du centre-ville (Solidere), d'exproprie les propriétaires et les locataires des biens-fonds contre des actions de la nouvelle société.

La nécessité d'une politique moins réactive vis-à-vis de l'immobilier s'impose dès lors que l'on prend conscience de la taille de l'immobilier dans une économie, de son importance pour le comportement des agents et dans le cadre de notre modèle « droits réels-droits personnels », un facteur clé. (En France en 2003, le patrimoine immobilier représentait 38 % du total des actifs nationaux et 65 % des fonds propres<sup>1</sup>.)

La création du Certificat hypothécaire peut être une aide puissante à celle de la politique immobilière.

## **2. Les effets du Certificat sur l'immobilier**

L'existence du Certificat entraînera plusieurs effets directs et indirects. Nous en étudierons cinq : l'effet prix, l'effet qualité, l'effet quantité, l'effet information et l'effet de liquidité. Comme certains de ces effets interagissent les uns sur les autres, nous identifierons l'influence directe du Certificat, nous dresserons un tableau des interactions et, finalement, nous en brosserons rapidement les perspectives de long terme.

### *L'effet prix*

La commission que paieront les banques accroîtra les revenus des biens immobiliers. Si l'on part de la théorie que les agents évaluent un bien à son flux actualisé de revenus, que le taux moyen d'actualisation qui est retenu par eux, toutes choses égales par ailleurs, pour les biens immobiliers, est plutôt bas compte tenu du niveau de risque faible de l'immobilier (et du caractère de bien monétaire) ; on peut supposer que le taux d'actualisation moyen, en dollar et au Liban sera de 5 % (pour un Libor à 4 %). Si l'on considère que la commission de garantie payée par les banques sera autour de 1 %, alors l'appréciation des biens éligibles à Certificat, pour la partie bénéficiant de Certificat, sera de 25 %. Comme en moyenne le Certificat représente 50 % du prix des biens, l'appréciation directe sera de 12,5 %. Celle-ci sera vraisemblablement concentrée sur les biens les moins chers, les autres biens pourront directement ou par contagion gagner entre 5 et 10 %.

Il est bien entendu probable que l'ensemble des biens n'étant pas tout de suite éligible ou introduit dans le programme, cette augmentation ne se fera que progressivement.

---

1. Source Insee.

### ***L'effet qualité***

Nous avons vu que l'Autorité décidera des standards d'éligibilité. Par exemple, elle pourra n'autoriser la délivrance de Certificats que pour les appartements ayant l'eau courante. Par conséquent, tout appartement ayant cette caractéristique aura une prime afin d'inciter les propriétaires à rajouter à leurs biens les critères d'éligibilité.

D'un autre côté, les caractéristiques qui ne font pas partie des critères seront sans doute négligées.

On aura donc, pour les biens les moins chers, ceux où le Certificat représente la plus grande part de la valeur, une application formelle des standards mais peut-être une dégradation de la qualité réelle. De même se réduiront vraisemblablement les appartements de caractère et augmenteront les appartements impersonnels.

### ***L'effet quantité***

La présence du Certificat réduira le coût d'immobilisation. On peut donc imaginer que le stock de l'immobilier bâti augmentera, peut-être au-delà de ce qui est nécessaire pour les besoins immédiats. On voit aujourd'hui au Liban un grand nombre d'appartements vides parce que les propriétaires ont spéculé sur une hausse future des prix, ont construit avec quelques étages de plus que ce dont ils avaient besoin – parce que construire six étages ne coûte pas beaucoup plus qu'en construire quatre – qu'ils ont profité d'un coût de construction bas ou encore ont voulu diversifier leur patrimoine. Par conséquent, on court le danger d'accroître un stock immobilier (bâti) déjà disproportionné par rapport aux besoins réels et qui ne sera absorbé qu'après de longues années.

### ***L'effet information***

Les standards d'éligibilité permettront une meilleure transparence. Les biens dans une zone de Certificats pourront être classés en deux catégories : éligibles, non éligibles. Les premiers disposeront d'une certification partielle, publique. Rien ne change pour les seconds.

Cela veut dire que tous ceux concernés par les biens éligibles disposeront gratuitement d'une information incontestable, même si elle peut, parfois, être insuffisante.

### ***L'effet liquidité***

C'est une particularité importante du Certificat que les porteurs puissent rentrer et sortir facilement : sans délais et sans coûts de transaction. L'hypothèque, en revanche, est un

processus complexe, long et coûteux, qui donc introduit un frein à la fluidité du marché. Comme le Certificat est appelé à remplacer l'hypothèque classique dans la majorité des cas, il en résulte que le marché immobilier en sera fluidifié.

Par ailleurs, le Certificat est, en lui-même, un type de transaction éminemment liquide. Le marché immobilier deviendra donc plus liquide parce que ce sera le cas sur deux des principales transactions : pour la vente de biens hypothéqués le processus sera marginalement plus simple et pour l'hypothèque ce sera radicalement plus simple et moins coûteux.

### *Les interactions*

**Tableau 33 : Synthèse des résultats**

Les effets	Prix	Qualité	Quantité	Information	Liquidité
Prix	-----	(3)	(5)	(8)	(11)
Qualité	(1)	-----	(6)	(9)	-----
Quantité	(2)	-----	-----	-----	-----
Information	-----	-----	-----	-----	-----
Liquidité	-----	(4)	(7)	(10)	-----

Nous avons en horizontal l'effet qui agit et en vertical l'effet qui est agi.

- 1) Normalement et en moyenne, avec la hausse des prix la qualité s'améliore.
- 2) La hausse des prix augmente l'offre. L'immobilier non bâti n'augmentera évidemment que marginalement, surtout par augmentation des biens éligibles. Cela pourra se faire par exemple par correction des infractions, par règlement des conflits de propriété, mais surtout par privatisation par l'État.
- 3) Avec la hausse de la qualité le prix augmente.
- 4) La standardisation de la qualité améliore la liquidité.
- 5) L'augmentation de la quantité offerte pèse sur les prix. Mais on peut s'attendre au fait que l'appréciation sera plus forte sur le non bâti que sur le bâti : le stock physique du premier ne varie que faiblement, alors que le second peut avoir des fluctuations de grande amplitude selon un schéma classique de « cobweb ».
- 6) L'augmentation de la quantité a tendance à dégrader la qualité.
- 7) L'augmentation de la quantité accroît la liquidité.
- 8) L'information a un effet positif sur les prix.
- 9) On peut espérer que les coûts de collecte d'information, économisés par l'existence de standards, seront reportés sur une collecte d'information à propos de la qualité.
- 10) Avec une meilleure information, la liquidité grandit.
- 11) La liquidité a une influence positive sur le prix.

### *Les perspectives de long terme*

Nous avons vu plus haut les effets mécaniques de l'introduction du Certificat, qui sont des effets à la marge. Mais lorsque le Certificat sera diffusé, que par un effet de réseau, chaque propriétaire voudra mieux exploiter son bien par le placement d'un Certificat, que la valeur du Certificat se sera rapprochée du prix effectif, l'immobilier deviendra, plus encore, un « fait social total ».

Pendant un certain laps de temps qui suivra l'introduction du Certificat, une activité économique se développera, visant à mettre les biens aux normes. Elle utilisera les services de juristes, d'entrepreneurs, d'évaluateurs, d'agences immobilières, d'équipementiers...

La transmission des variations de l'immobilier vers l'économie sera plus directe (parce que les coûts de transaction de vente et d'hypothèque seront plus faibles). Par conséquent, les effets en seront plus rapides et plus amples et l'État pour sa part devra faire de l'immobilier une préoccupation centrale de sa politique économique.

L'immobilier, dont la valeur sera publique, négociable et facilement hypothécable, représentera le principal signe extérieur de richesse et, j'ajouterais, une des principales sources de richesse.

Le rayonnement de l'immobilier touchera l'ensemble des organes, des fonctions et des activités de la société. Cette nouvelle politique, impliquant à la fois un instrument financier nouveau et un interventionnisme immobilier étatique, initiera un nouveau cycle Kondratieff – du moins pour les pays en développement.

### **3. Le Certificat et les banques : Une étude de faisabilité (chiffres 2004)**

Pour que l'instrument existe, une attitude bienveillante des banques est indispensable. Nous allons donc réaliser une étude de faisabilité qu'effectuerait une banque moyenne au Liban, avant de se lancer dans ce produit.

Afin que l'étude ait une certaine pertinence, nous allons imaginer une banque libanaise moyenne, ayant une activité « Retail Banking » suffisante, et nous allons simuler les résultats de l'introduction du service.

#### *La problématique*

- a. À quoi ressemblerait cette banque moyenne ?
- b. Que représente le marché potentiel de ce nouveau service ?
- c. Quelle part de marché cette banque peut-elle obtenir ?

d. Quels investissements et quels coûts la banque doit-elle consentir pour arriver à ses objectifs ?

e. Quelle est la rentabilité actualisée de ce service ?

### ***La méthodologie***

a. Établir, à partir des états financiers de trois banques libanaises moyennes<sup>1</sup> (BBAC, Crédit libanais, SGBL), le bilan et le compte de pertes et profits simplifiés d'une banque de taille moyenne.

b. Évaluer le marché global pour les Certificats et la vitesse d'acquisition.

c. Estimer la part que pourra prendre la banque témoin et la répartition qu'elle adoptera entre les différents produits permis par sa collecte de Certificats.

d. Faire un bilan et un compte de pertes et profits prévisionnels et déterminer la valeur actuelle nette du service.

### ***Les hypothèses (très) conservatrices de l'étude***

Le total des actifs immobiliers au Liban s'élève approximativement à 341 milliards de dollars (estimation Cordahi).

Les prêts contre hypothèques au Liban sont de 11 milliards de dollars (d'après les estimations du Dr Paul Morkos et de M. Raja Makarem, de la banque BBAC). Les biens hypothéqués sont de trois fois les prêts.

Les biens éligibles (ceux qui répondent aux standards définis par l'Autorité) représentent la moitié du total des biens.

L'évaluation qui sera faite par l'Agence sera le tiers de la valeur réelle (nous rappelons que pour que les Certificats soient liquides, fongibles et sûrs, l'Agence retiendra une valeur significativement inférieure à la valeur réelle).

Dans un délai de deux ans après l'introduction du Certificat, tous les prêts contre hypothèques auront été convertis en prêts contre Certificats.

La banque paiera une commission de 1 % par an sur les Certificats collectés, elle fait une marge de 3 % sur les prêts contre hypothèque et de 5 % pour les prêts sans hypothèque (estimations personnelles) ; elle fera une marge de 2 % pour les prêts contre Certificats<sup>2</sup>.

---

1. Source Baz (2005).

2. Le fait que les risques crédit et liquidité soient amoindris par l'existence d'un Certificat comme sûreté justifie que la marge de la banque soit à ce niveau. Cela signifie que la conversion de prêts contre hypothèque en prêts contre Certificat coûtera à la banque 2 % : 1 % comme commission versée au déposant et 1 % en marge d'intérêt plus faible.

Nous ne prendrons pas en compte les commissions que les banques généreront grâce à cette activité. Mais on peut estimer que ces commissions seront substantielles et découleront d'un plus grand dynamisme du « Retail Banking » et du « Commercial Banking ».

La banque témoin est représentative de l'ensemble du secteur bancaire libanais.

### *Construction des états financiers de la banque témoin*

La banque témoin est une synthèse des trois banques suivantes : la BBAC, le Crédit Libanais et la SGBL.

**Tableau 34 : Bilan simplifié de la banque BBAC en millions de USD**

<b>Actifs</b>		<b>Passifs</b>	
Actifs liquides	1 828	Dépôts d'autres banques	46
Crédits	378	Dépôts de la clientèle	2 048
Autres comptes	48	Autres comptes financiers	85
Actifs permanents	41	Capitaux permanents	117
<b>Total</b>	<b>2 296</b>	<b>Total</b>	<b>2 296</b>

**Tableau 35 : Bilan simplifié de la banque Crédit Libanais en millions de USD**

<b>Actifs</b>		<b>Passifs</b>	
Actifs liquides	2 309	Dépôts d'autres banques	25
Crédits	539	Dépôts de la clientèle	2 524
Autres comptes	77	Autres comptes financiers	108
Actifs permanents	73	Capitaux permanents	340
<b>Total</b>	<b>2 999</b>	<b>Total</b>	<b>2 999</b>

**Tableau 36 : Bilan simplifié de la banque SGBL en millions de USD**

<b>Actifs</b>		<b>Passifs</b>	
Actifs liquides	1 590	Dépôts d'autres banques	319
Crédits	873	Dépôts de la clientèle	2 160
Autres comptes	197	Autres comptes financiers	149
Actifs permanents	92	Capitaux permanents	123
<b>Total</b>	<b>2 753</b>	<b>Total</b>	<b>2 753</b>

**Tableau 37 : Bilan simplifié de la banque Témoin en millions de USD**

<b>Actifs</b>		<b>Passifs</b>	
Actifs liquides	1 909	Dépôts d'autres banques	130
Crédits	597	Dépôts de la clientèle	2 244
Autres comptes	107	Autres comptes financiers	114
Actifs permanents	69	Capitaux permanents	193
<b>Total</b>	<b>2 682</b>	<b>Total</b>	<b>2 682</b>

**Tableau 38 : Compte de résultat simplifié de la banque BBAC**

<b>Compte de résultat de la banque BBAC</b>	
Intérêts nets reçus	31 194
(+) Produits des titres à revenu variable	0.110
(+) Produit net des commissions	9.263
(+) Résultat net des opérations financières	3.173
(+) Autres revenus d'exploitation	2.159
(-) Autres charges d'exploitation	(2.253)
(-) Charges opérationnelles générales	(26.227)
(-) Provisions pour amortissement des actifs immobiliers	(2.673)
(-) Provisions pour amortissement des actifs financiers	–
<b>Résultat net avant impôts</b>	<b>14 746</b>

**Tableau 39 : Compte de résultat simplifié de la banque Crédit Libanais**

<b>Compte de résultat de la banque Crédit Libanais</b>	
Intérêts nets reçus	54.974
(+) Produits des titres à revenu variable	0.519
(+) Produit net des commissions	11.452
(+) Résultat net des opérations financières	4.842
(+) Autres revenus d'exploitation	13.327
(-) Autres charges d'exploitation	(9.440)
(-) Charges opérationnelles générales	(46.239)
(-) Provisions pour amortissement des actifs immobiliers	(7.500)
(-) Provisions pour amortissement des actifs financiers	–
<b>Résultat net avant impôts</b>	<b><u>21.935</u></b>

**Tableau 40 : Compte de résultat simplifié de la banque SGBL**

<b>Compte de résultat de la banque SGBL</b>	
Intérêts nets reçus	37.359
(+) Produits des titres à revenu variable	0.128
(+) Produit net des commissions	24.183
(+) Résultat net des opérations financières	3.657
(+) Autres revenus d'exploitation	0.624
(-) Autres charges d'exploitation	–
(-) Charges opérationnelles générales	(52.761)
(-) Provisions pour amortissement des actifs immobiliers	(7.435)
(-) Provisions pour amortissement des actifs financiers	(0.224)
<b>Résultat net avant impôts</b>	<b><u>5.531</u></b>

**Tableau 41 : Compte de résultat simplifié de la banque témoin**

<b>Compte de résultat de la banque Témoin</b>	
Intérêts nets reçus	41.176
(+) Produits des titres à revenu variable	0.252
(+) Produit net des commissions	14.966
(+) Résultat net des opérations financières	3.891
(+) Autres revenus d'exploitation	5.370
(-) Autres charges d'exploitation	(3.898)
(-) Charges opérationnelles générales	(41.742)
(-) Provisions pour amortissement des actifs immobiliers	(5.869)
(-) Provisions pour amortissement des actifs financiers	(0.075)
<b>Résultat net avant impôts</b>	<b><u>14.071</u></b>

On peut tirer quelques observations de cette synthèse :

1. La part de marché de la banque témoin dans les dépôts auprès des banques libanaises est de 4,08 %, alors que sa part de marché pour les crédits n'est que de 3,51 %. Il faut dire que les trois banques qui ont servi pour la synthèse sont des banques très prudentes en matière de prêts. Leurs liquidités représentent 71 % du total de leurs bilans et sont investies pour la plus grande partie auprès de l'État ou auprès de banques étrangères.

2. La marge d'intérêts des banques est relativement élevée : 1,9 % du total de bilan. Cela reflète en réalité un investissement important dans les Bons du Trésor libanais à taux très élevé. Cette opportunité ne se renouvellera pas dans les années futures (du moins si l'on en croit le gouvernement libanais).

La banque témoin a donc un intérêt évident à développer ce service pour substituer à cette rente offerte par l'État libanais un revenu d'exploitation récurrent.

### ***Estimation du marché global***

À partir de nos hypothèses, on peut estimer le marché global.

- Patrimoine total : 341 milliards de dollars
- Patrimoine déjà hypothéqué : 33 milliards de dollars
- Patrimoine éligible : 154 milliards de dollars
- Certificats potentiels (sur biens encore libres) : 51 milliards de dollars<sup>1</sup>.

---

1. Non seulement nos hypothèses de départ sont très conservatrices, mais nous supposons en outre que les biens éligibles et l'évaluation par l'Agence n'évolueront pas durant les cinq années, alors qu'il est évident que la possibilité d'un rendement annuel encouragera les propriétaires à régulariser leurs biens, ce qui rendra ceux-ci éligibles et améliorera l'évaluation faite par l'Agence.

Nous allons présumer qu'au bout de deux ans la totalité du patrimoine déjà hypothéqué se convertira totalement en Certificats. D'une part, cela affecte négativement la rentabilité à court terme de l'opération mais, d'autre part, cela permet une pénétration plus rapide de l'instrument. La rentabilité sera touchée parce qu'actuellement les prêts contre hypothèque ont une rentabilité de 3 %, alors que celle des prêts contre Certificats n'est que de 1 % (marge 2 % moins une commission de 1 %). À long terme, tant la banque que les clients s'y retrouveront. La première maximisera l'extraction hypothécaire, les seconds auront des coûts très inférieurs.

Nous allons également supposer qu'au bout de cinq ans 50 % du patrimoine éligible sera rentré dans le programme et que cela sera de façon linéaire<sup>1</sup>.

Cela donne :

**Tableau 42 : Évolution du marché global**

	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5
Certif issus d'hypothèques	5,5 milliards	11 milliards	11 milliards	11 milliards	11 milliards
Certif sur biens libres	5,1 milliards	10,2 milliards	15,3 milliards	20,4 milliards	25,5 milliards
<b>Total</b>	<b>10,6 milliards</b>	<b>21,2 milliards</b>	<b>26,3 milliards</b>	<b>31,4 milliards</b>	<b>36,5 milliards</b>

### *Prévision du marché de la banque témoin*

Nous supposons que la banque témoin est représentative du marché, que ses clients ont dans le patrimoine immobilier une part équivalente à celle qu'ils ont dans les dépôts, et que la banque, conformément à la prudence qu'elle démontre dans son activité présente, ne prêtera que 50 % du montant qu'elle collectera en Certificats non affectés<sup>2</sup>.

Par ailleurs, dans les Certificats issus d'hypothèques, on admettra que la banque témoin a 3,51 % du marché total, ce qui correspond à sa part dans les crédits totaux. L'hypothèse implicite est que toutes les banques ont un comportement identique en matière de sûreté immobilière.

1. Cette hypothèse est à notre avis assez prudente parce que les clients, une fois rassurés, seront incités les uns par les autres et que par ailleurs, au fur et à mesure les estimations des biens deviendront plus fines et avoisineront les valeurs réelles.

2. Nous avons pris comme hypothèse que les seuls crédits contre Certificats sont d'anciens crédits contre hypothèques et qu'il ne se révélera pas de nouveaux emprunteurs qui profiteront de la meilleure extraction hypothécaire. Ici aussi, nous avons préféré être très conservateur dans nos estimations.

Nous avons donc :

**Tableau 43 : Volume des Certificats de la banque témoin**

	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5
Certificats issus d'hypothèques	5,5 milliards	11 milliards	11 milliards	11 milliards	11 milliards
Part banque	193 millions	386 millions	386 millions	386 millions	386 millions
Certificats sur biens libres	5,1 milliards	10,2 milliards	15,3 milliards	20,4 milliards	25,5 milliards
Part banque	208 millions	416 millions	624 millions	832 millions	1040 millions
Total	10,6 milliards	21,2 milliards	26,3 milliards	31,4 milliards	36,5 milliards
Part Banque	401 millions	802 millions	1010 millions	1218 millions	1426 millions

En ce qui concerne la répartition des services que les Certificats permettent, nous allons supposer que la banque se contente de prêter le même montant contre Certificats que ce qu'elle faisait contre hypothèque et que, pour les Certificats non issus d'hypothèque, elle prête la moitié de cette somme. Toutes ces prévisions nous semblent modestes, d'autant que nous avons négligé les recettes indirectes qui pourraient être générées (cartes de crédit, lignes de découvert, assurance, etc.).

***Bilans et Comptes de pertes et profits prévisionnels***

*Bilans*

Pour les bilans prévisionnels, nous allons supposer que la banque distribue chaque année la totalité de ses profits.

Cela donne :

**Tableau 44 : Bilan simplifié de la banque Témoin en millions de USD (Année 1)**

<b>Actifs</b>		<b>Passifs</b>	
Actifs liquides	1 805	Dépôts d'autres banques	130
Crédits	701	Dépôts de la clientèle	2 244
Autres comptes	107	Autres comptes financiers	114
Actifs permanents	69	Capitaux permanents	193
<b>Total</b>	<b>2 682</b>	<b>Total</b>	<b>2 682</b>

**Tableau 45 : Bilan simplifié de la banque Témoin en millions de USD (Année 2)**

<b>Actifs</b>		<b>Passifs</b>	
Actifs liquides	1 701	Dépôts d'autres banques	130
Crédits	805	Dépôts de la clientèle	2 244
Autres comptes	107	Autres comptes financiers	114
Actifs permanents	69	Capitaux permanents	193
<b>Total</b>	<b>2 682</b>	<b>Total</b>	<b>2 682</b>

**Tableau 46 : Bilan simplifié de la banque Témoin en millions de USD (Année 3)**

Actifs		Passifs	
Actifs liquides	1 597	Dépôts d'autres banques	130
Crédits	909	Dépôts de la clientèle	2 244
Autres comptes	107	Autres comptes financiers	114
Actifs permanents	69	Capitaux permanents	193
<b>Total</b>	<b>2 682</b>	<b>Total</b>	<b>2 682</b>

**Tableau 47 : Bilan simplifié de la banque Témoin en millions de USD (Année 4)**

Actifs		Passifs	
Actifs liquides	1 493	Dépôts d'autres banques	130
Crédits	1 013	Dépôts de la clientèle	2 244
Autres comptes	107	Autres comptes financiers	114
Actifs permanents	69	Capitaux permanents	193
<b>Total</b>	<b>2 682</b>	<b>Total</b>	<b>2 682</b>

**Tableau 48 : Bilan simplifié de la banque Témoin en millions de USD (Année 5)**

Actifs		Passifs	
Actifs liquides	1 385	Dépôts d'autres banques	130
Crédits	1 121	Dépôts de la clientèle	2 244
Autres comptes	107	Autres comptes financiers	114
Actifs permanents	69	Capitaux permanents	193
<b>Total</b>	<b>2 682</b>	<b>Total</b>	<b>2 682</b>

*Comptes de pertes et profits*

Admettons que, pour offrir le service, la banque doit mettre en place un outil informatique et divers investissements (marketing, formation, etc.) d'un montant de 200 000 USD par an, et que les coûts opérationnels afférents sont de 300 000 USD par an (ces deux montants seront mis sous la rubrique « frais »).

Retenons en coûts directs :

1 % de commission de garantie sur la totalité des Certificats (commissions) ;

1 % supplémentaires sur les crédits contre hypothèques convertis en crédits contre Certificats (pertes sur conversion). C'est-à-dire que les emprunteurs contre hypothèque bénéficieront dans notre étude d'une remise totale de 2 % (probablement beaucoup plus que ce que les banques leur accorderont).

L'impôt sur les sociétés au Liban est actuellement de 15 %.

En recettes, nous avons :

5 % sur les nouveaux crédits qui représentent la différence entre le taux débiteur et le taux auquel la banque place ses liquidités (revenus supplémentaires).

Contrairement aux bilans, pour les pertes et profits nous ferons uniquement ceux de l'opération. Les comptes de la banque serviront uniquement à mesurer l'impact de ce nouveau service.

**Tableau 49 : Comptes de résultat de la banque témoin en milliers de dollars**

	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5
Frais	500	500	500	500	500
Commissions	3.710	7.420	9.200	10.900	12.760
Pertes s conv	1.930	3.860	3.860	3.860	3.860
Revenus sup	5.200	10.400	15.600	20.800	26.000
Résultat av IS	(940)	(1.380)	2.040	5.540	8.880
Résultat net	(940)	(1380)	2.040	4.751	7.548

La banque témoin devra donc consacrer durant les deux premières années autour de 16,5 % de ses profits d'une année pour obtenir au bout de cinq ans une augmentation de ceux-ci de près de 53 % (en les supposant stables sur la période).

Si maintenant nous actualisons le tout à un taux de 15 % et que nous retenons à la cinquième année une valeur résiduelle égale à cinq fois le profit de cette année, nous avons une valeur actuelle du projet de :

- somme des résultats actualisés sur cinq ans : 6,7 millions de USD
- valeur résiduelle du projet : 21,30 millions de USD

La valeur du projet pour la banque est donc de plus de 28 millions de USD, c'est-à-dire 14,5 % des capitaux permanents de la banque.

Pour l'ensemble du secteur bancaire libanais, l'introduction de l'instrument représentera un surplus de valeur de plus de 680 millions de dollars. Par ailleurs, l'État aura collecté durant cinq ans 51 millions de dollars.

Bien que les hypothèses et les résultats de cette étude puissent être très discutables, nous croyons que ses conclusions restent valides, que cette innovation sera rentable pour les banques, qu'elle sera bien accueillie et engendrera un enrichissement à l'échelle tant du secteur que de la nation.

### *Une alternative privée au Certificat*

Dans cette section, nous allons supposer qu'aucune réforme n'a eu lieu. Nous allons essayer d'imaginer un produit financier qui permettrait de tirer parti du gisement de capital

inexploité représenté par l'immobilier et nous comparerons ensuite le Certificat à cette alternative.

Les objectifs de la banque qui introduirait cette innovation sont, d'une part, de maximiser l'extraction hypothécaire et, d'autre part, de conforter ses ressources.

Pour l'extraction hypothécaire, la législation en Europe est en train d'évoluer pour la faciliter : le crédit hypothécaire rechargeable notamment. Aucun projet de cette nature n'existe au Liban. La banque devra donc composer avec la législation actuelle.

En l'occurrence, ce qu'elle peut faire, c'est offrir à des clients disposant d'un patrimoine immobilier (dans la suite clients VIP), une ligne de crédit contre hypothèque avant même que le client VIP ne sollicite cette ligne pour un besoin déterminé. Ce serait donc la banque qui démarcherait le client VIP (non endetté) en lui proposant une ligne de crédit contre hypothèque utilisable pour n'importe quel usage pour une durée de plusieurs années (par exemple trois ans). La banque peut anticiper que le client VIP utilisera cette ligne, de temps en temps, durant la période. Ainsi, par une démarche proactive, une banque peut toucher une nouvelle clientèle et améliorer le potentiel d'endettement de ses clients propriétaires immobiliers.

En ce qui concerne le renforcement de ses ressources, elle peut proposer aux clients VIP qui disposent de cette ligne de liquidité d'acheter des obligations subordonnées de la banque ou des Credit Default Swaps (CDS)<sup>1</sup> basés sur les crédits de la banque.

Nous pouvons d'emblée constater les profondes différences qui existent entre l'alternative privée et le Certificat.

Les avantages que l'alternative présente par rapport au Certificat sont :

Une plus grande souplesse

Le crédit hypothécaire et même le gage hypothécaire n'ont pas la rigidité du Certificat. Si le bien vaut 100, rien n'empêche la banque d'accepter une inscription pour 100, voire plus. Rien n'empêche la banque de donner une ligne supérieure à 100. Avec le Certificat, l'Agence détermine un prix standard et l'Autorité fixe le montant du Certificat. Ce montant sera vraisemblablement plus faible que 100.

Même si la législation sur le Certificat est mise en place, des zones ou des biens (ceux qui ne respectent pas les normes de qualité ou de détention) ne pourront pas rentrer dans le programme des Certificats. En revanche, une banque peut tout accepter.

---

1. Un CDS est un dérivé de crédit. Cet instrument permet le transfert d'un risque de crédit moyennant une commission. En cas de défaut, le vendeur du CDS s'engage à acheter le sous-jacent ou à rembourser la partie non recouverte du sous-jacent.

## Un atout stratégique

La banque qui offrirait ce service à sa clientèle bénéficierait du « first mover advantage », c'est-à-dire qu'elle se différencierait significativement de ses concurrents, alors qu'avec le Certificat cette banque serait comme les autres (évidemment, cet avantage n'existe plus pour la seconde banque).

Les inconvénients sont néanmoins beaucoup plus nombreux et plus substantiels :

Le coût est beaucoup plus grand

Nous avons vu que le Certificat serait délivré gratuitement, alors que l'enregistrement de l'hypothèque coûte près de 1,25 %, et cela sans compter la mainlevée (autour de 0,5 %).

Les effets de réseau que permettra le Certificat faciliteront l'obtention et la mobilisation des hypothèques. Celles-ci sont en effet, pour l'instant, perçues négativement. Grâce à la banalisation, les propriétaires n'hésiteront plus à s'endetter, à investir s'ils en ont l'envie et, sans se poser de questions, sans même s'en rendre compte, augmenteront la liquidité des banques. À l'inverse, seuls des propriétaires avertis accepteront de participer au programme privé, seuls des investisseurs « qualifiés » achèteront des obligations subordonnées ou des CDS.

Le Certificat a une composante liquidité que des prêts hypothécaires ne peuvent avoir qu'au prix d'un processus ardu de transformation. Pour une banque qui détient des Certificats, obtenir de la liquidité est un processus quasi instantané : elle transfère à une banque (locale, étrangère ou la banque centrale) des Certificats en dépôts nantis et emprunte leur contrepartie. Pour une banque qui a fait des prêts hypothécaires, refinancer ces prêts requiert un véhicule spécifique (SPV), une préparation initiale, un rating et généralement l'intervention d'une banque d'affaires.

Pour compléter notre comparaison, nous allons utiliser les éléments de notre étude de faisabilité et simuler le résultat pour la banque témoin.

Nos hypothèses :

En l'absence des effets de réseau, de la publicité et d'une commission payée d'emblée aux clients et en raison de frais d'enregistrement d'hypothèque, la banque ne pourra pas obtenir plus de 25 % de ce qu'elle aurait obtenu en Certificats.

Comme la banque offre une ligne de liquidité à des Clients VIP qui, *a priori*, n'ont pas besoin d'emprunter (ceux qui avaient ce besoin et les moyens l'ont déjà fait), l'utilisation moyenne des lignes de liquidité sera de 25 %.

La banque trouvera la liquidité nécessaire pour ces prêts supplémentaires aux clients VIP (par exemple par une opération de titrisation), mais en revanche elle n'octroiera pas de crédits supplémentaires à des clients ne disposant pas d'hypothèques (même si elle vend à certains des clients VIP des obligations subordonnées ou des CDS).

La marge que la banque appliquera aux crédits utilisés sera de 3 % et nous ne compterons pas les bénéfices dérivés.

Cela donne :

**Tableau 50 : Résultats pour la banque témoin avec l'alternative privée**

	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5
Hypothèques enregistrées	52 millions de USD	104 millions de USD	156 millions de USD	208 millions de USD	260 millions de USD
Crédits octroyés	52 millions de USD	104 millions de USD	156 millions de USD	208 millions de USD	260 millions de USD
Crédits utilisés	13 millions de USD	26 millions de USD	39 millions de USD	52 millions de USD	65 millions de USD
Bénéfices d'intérêts	390.000 USD	780.000 USD	1.170.000 USD	1.560.000 USD	1.950.000 USD

La comparaison est éloquent : la banque gagne beaucoup plus de l'établissement du Certificat que de l'alternative privée.

Bien évidemment, l'économie et les différents intervenants (propriétaires immobiliers, entreprises et État) tirent un bien plus grand parti du Certificat que de l'alternative privée (ou même des réformes envisagées en Europe et celles déjà faites aux États-Unis ou en Angleterre).

Pour autant, une banque a intérêt à développer, en l'absence du Certificat, un service tel que décrit ci-dessus pour améliorer sa position stratégique et bénéficier d'une nouvelle source de revenus.

#### **4. Le bilan prévisionnel de l'État**

##### ***Le résultat fiscal***

Ce que nous entendons par un résultat fiscal est une balance entre les coûts pour l'État de l'introduction du Certificat et les recettes qu'il peut en attendre. Cela a une certaine importance pour l'État libanais qui est très largement endetté. Une condition essentielle de l'existence du Certificat est donc un résultat fiscal positif. Nous allons dans cette section donner une indication de ce qu'il devrait être en termes de recettes fiscales et de coûts

supplémentaires.

*a) Problématique*

1. Quelles sont les recettes actuelles perçues par l'État libanais sur les enregistrements d'hypothèques ?

2. Que doivent être les coûts additionnels du service ?

3. Les recettes fiscales nouvelles peuvent-elles couvrir la perte des revenus actuels ainsi que les coûts additionnels ?

*b) Méthodologie*

1. Les droits d'enregistrement actuels sont relativement bien connus. Bien que nous n'ayons pas de publication officielle, les déclarations des responsables nous semblent une donnée probante.

2. Le coût additionnel est beaucoup plus difficile à estimer. Nous allons supposer qu'il sera égal aux recettes actuelles. Nous supposons premièrement que les recettes actuelles représentent plus que les coûts de fonctionnement et qu'avec les économies d'échelle, l'augmentation d'activité pourra être supportée par un doublement des coûts. Cette supposition est toutefois sujette à caution, compte tenu de la nouveauté du service qui doit être offert et de la qualité du fournisseur.

3. En ce qui concerne les recettes, nous allons estimer combien devraient être les impôts supplémentaires qui seraient générés par le surcroît d'activité économique induit par la création du Certificat. Plutôt que d'essayer de partir du PIB projeté et des impôts qui en résulteraient, nous avons choisi, à ce stade, une approche plus conservatrice, plus sûre et plus facile. Notre point de départ est le crédit.

Les preneurs de crédits utiliseront ceux-ci pour de la consommation ou de l'investissement. Nous savons qu'au Liban les impôts indirects (principalement taxes sur la consommation et TVA) représentent approximativement 17,2 % du PIB<sup>1</sup> - la TVA seule est au taux de 10 %. Nous pouvons donc avec confiance estimer que les crédits additionnels généreront un impôt additionnel de plus de 10 %.

Par ailleurs, nous ajouterons les impôts supplémentaires résultant du supplément du produit net bancaire. Nous allons retenir un taux de 15 % de ce produit net bancaire (PNB) additionnel. En effet, l'impôt sur les sociétés est de 15 %, l'impôt sur les dividendes est de 10 %, l'impôt sur les salaires est en moyenne de 20 % (et nous ne comptons pas les cotisations sociales) et enfin, comme nous l'avons dit plus haut, les impôts indirects sont de

---

1. Les comptes économiques du Liban 2003, élaborés et rédigés sous la direction de Robert Kasparian.

17,2 % du PIB. Pour calculer le PNB nous prendrons en compte uniquement les nouveaux crédits et nous considérerons qu'il sera de 3 % de ceux-ci. La conversion des crédits contre hypothèques en crédits contre Certificats ne sera donc pas examinée et d'ailleurs n'aura pas de conséquences sur les impôts perçus (tout au plus peut-il y avoir un passage partiel d'impôts directs en impôts indirects lorsque les réductions de coûts pour les emprunteurs se traduiront par du pouvoir d'achat accru).

En revanche, nous négligerons l'augmentation de PIB générée par cette consommation ou cet investissement. Cela revient à supposer que les agents feront uniquement des dépenses improductives – des marchandises importées par exemple – et qu'ils rembourseront à partir des transferts reçus de l'étranger. Si cela ne devait pas être le cas (nous le verrons dans une section suivante), si une partie de la consommation et de l'investissement supplémentaires devait être produite localement, le taux d'imposition ne serait pas inférieur à 10 % (les impôts directs ne représentent pas plus de 2,4 % du PIB, mais l'augmentation de production locale devrait donner lieu à des retombées qui aboutiront à un total d'impôts d'au moins 10 % des crédits supplémentaires).

#### *c) Données*

Le total des prêts contre hypothèques fin 2004 est estimé à 11 milliards de dollars. Les enregistrements pour de nouvelles hypothèques sont évalués à près d'un milliard de dollars pour 2005. La moyenne des droits est de 1,25 % (estimations du Dr Paul Morkos et de M. Raja Makarem de la banque BBAC). Les recettes annuelles sont donc de 12,5 millions de dollars par an.

#### *d) Hypothèses*

Les banques prêteront durant les cinq ans l'équivalent de la moitié des Certificats sur biens libres qui seront déposés. À l'heure actuelle, les banques disposent d'une liquidité équivalente à 12 740 millions de dollars<sup>1</sup>. Nous pouvons supposer que cette liquidité sera suffisante sur la période, compte tenu du multiplicateur de crédits.

Nous n'allons pas retenir un taux d'inflation.

---

1. Selon Baz (2005), les dépôts des banques libanaises auprès de banques à l'étranger s'élevaient en 2004 à 12 740 millions de dollars. Cela ne comprend pas la liquidité locale. Toutefois une partie de la liquidité externe (probablement moins d'un milliard) peut être nécessaire pour les opérations d'importation.

Cela donne :

**Tableau 51 a) : Consolidation nationale des prêts et des certificats**

	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5
Certif sur biens libres déposés auprès des banques	5,1 milliards	10,2 milliards	15,3 milliards	20,4 milliards	25,5 milliards
Nouveaux prêts de l'année	2,55 milliards				
Solde des nouveaux prêts	2,55 milliards	5,1 milliards	7,65 milliards	10,2 milliards	12,75 milliards

e) Résultats

**Tableau 51 b) : Coûts**

Coût du service	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5
Coût actuel	12,5 millions de USD				
Coût additionnel	12,5 millions de USD				
Coût total	25 millions de USD				

**Tableau 51 c) : Recettes**

Nouvelles recettes	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5
Impôts sur investissements et consommation additionnels	255 millions de USD	255 millions de USD	255 millions de USD	255 millions de USD	255 millions de USD
Impôts sur PNB	11,475 millions de USD	22,95 millions de USD	34,425 millions de USD	45,9 millions de USD	57,375 millions de USD
Recettes totales	266,475 millions de USD	277,95 millions de USD	289,425 millions de USD	300,9 millions de USD	312,375 millions de USD

**Tableau 51 d) : Bénéfice fiscal**

Coût du service	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5
Coût total	25 millions de USD	25 millions de USD	25 millions de USD	25 millions de USD	25 millions de USD
Recettes additionnelles	266,475 millions de USD	277,95 millions de USD	289,425 millions de USD	300,9 millions de USD	312,375 millions de USD
Bénéfice fiscal	241,475 millions de USD	252,95 millions de USD	264,425 millions de USD	275,9 millions de USD	287,9 millions de USD

Il faut noter que la majeure partie des recettes n'est pas récurrente. Mais celles qui le sont couvrent presque la totalité des coûts au bout de deux ans.

### ***Les biens publics***

Nous cherchons à faire apparaître ici ce que l'État, en tant que propriétaire immobilier mais aussi emprunteur, gagne directement de l'existence du Certificat. Pour ce faire, nous devons d'abord estimer le total du patrimoine immobilier de l'État. Selon Cordahi, le patrimoine immobilier total au Liban est de 341,5 milliards de dollars, réparti entre locaux privés et publics et terrains publics et privés. Si l'on suppose que l'État détient des terrains à proportion de sa détention de locaux, cela signifie que son patrimoine total est de près de 30 milliards de dollars. De ce patrimoine de 30 milliards, il devrait être possible d'obtenir des Certificats pour au moins 10 milliards de dollars.

L'État peut bénéficier du Certificat de trois façons : 1) en améliorant sa capacité d'endettement, 2) en réduisant ses coûts d'emprunt et 3) en plaçant ses Certificats auprès de banques commerciales.

Nous ne rentrerons pas dans le détail de l'analyse, mais on peut considérer que l'avantage pour l'État se montera au minimum à 1 % par an du montant des Certificats dont il disposera.

L'État, comme utilisateur, fera donc des recettes de 100 millions de dollars par an grâce au Certificat.

Si l'on additionne ces divers éléments, le bilan budgétaire pour l'État serait donc positif pour près de 350 millions de dollars par an.

## Section 4 : Perspective macroéconomique

---

La section précédente avait fait le point sur certains aspects sectoriels du Certificat. Pour en mesurer l'impact global, il convient d'y ajouter une dimension macroéconomique. Plus précisément, il s'agit d'en estimer les conséquences sur la croissance, l'inflation et l'équilibre externe, le chômage, pour sa part, pouvant être déduit des trois précédents paramètres.

Il faut aussi examiner comment les politiques économiques seront affectées par le Certificat et lesquelles sont nécessaires à cette existence.

Le temps, notre compétence, l'indisponibilité des modèles, des études et des informations sur l'économie libanaise nous interdisent de présenter un modèle exhaustif. Nous nous contenterons donc d'indiquer des pistes pour des études ultérieures.

Par ailleurs, certaines propositions ont déjà été abordées précédemment dans la thèse. Le cas échéant, un résumé sera fait pour permettre au lecteur d'avoir une vue synthétique de l'ensemble.

### **1. Le Certificat, la croissance, l'inflation et l'équilibre externe**

Dans cette partie, nous allons étudier le Certificat à l'aide du modèle IS-LM.

Ce choix est discutable. Nous aurions pu opter pour celui de Kaldor-Weintraub<sup>1</sup>. En effet, l'économie libanaise est une économie ouverte dans laquelle le taux d'intérêt est exogène et l'offre de monnaie est endogène. De fait, les banques prêtent en quasi-totalité en dollars et appliquent un *mark up* sur le Libor américain.

Nous aurions pu également choisir le modèle de Bernanke et Blinder<sup>2</sup> (CC-LM). Cela aurait été justifié par l'importance du crédit bancaire au Liban que, par ailleurs, le Certificat est censé renforcer. Une autre condition à l'utilisation du modèle est également vérifiée, c'est l'existence de deux marchés de financement non substituables. Or comme nous l'avions mentionné dans notre deuxième chapitre, les emprunteurs des PED se financent soit auprès des banques locales soit auprès d'établissements ou d'investisseurs étrangers. La ressource intérieure est souvent rationnée, à des taux élevés, et le financement extérieur est à des taux plus faibles mais n'est ouvert qu'aux meilleurs emprunteurs.

---

1. Voir Goux (1995), p. 166 sq.

2. *Ibid.*

Cependant les deux modèles n'ont pas été conçus pour des PED. On peut ainsi relever que, contrairement à ce que postule le premier modèle, la monnaie n'est ni endogène ni déterminée par le crédit. De plus, l'offre de prêts n'est pas fonction de la base monétaire et des taux extérieurs et intérieurs, comme le voudrait le second modèle. L'offre de prêts est plutôt le résultat de ces paramètres, d'une certaine hystérésis ainsi que du facteur risque.

En conséquence, nous avons décidé de limiter nos ambitions à une simple description des courbes représentatives de la production et de l'intérêt. Pour cela (et pour d'autres raisons moins avouables) nous avons estimé que le modèle IS-LM en économie fermée pouvait répondre à nos besoins.

Nous avons également examiné les réactions du crédit sur la base de scénarios plutôt que sur celle d'un modèle, et nous avons tenté enfin d'identifier certains risques et avantages indirects du Certificat.

### ***Le Certificat dans le modèle IS-LM***

Une observation préliminaire est que les Certificats ne sont pas de la monnaie. En effet, ils ne peuvent pas servir d'instrument d'échange, pas plus qu'ils ne peuvent être une réserve de valeur et, bien évidemment ils ne sont pas un étalon de mesure. D'ailleurs, un Certificat n'est pas un actif, ne représente aucun actif et il ne peut être ni acheté ni vendu. Est-ce à dire qu'il n'a pas d'influence monétaire ? Nous allons en faire l'analyse en utilisant le cadre IS-LM<sup>1</sup>.

#### *Fonction IS*

Très sommairement, la fonction IS est déduite des comportements de consommation et d'investissement. Dans une économie fermée, la production est répartie entre la consommation, l'investissement et les dépenses de l'État. La production est utilisée en même temps à consommer, à épargner et à payer les taxes. Cela donne l'égalité :

$$Y = C + I + G = C + S + T$$

Avec Y production, C consommation, I investissement, G dépenses gouvernementales, S épargne, T taxes.

Si l'État a un budget équilibré, alors  $I = S$ .

---

1. Le modèle IS-LM n'a pas besoin de présentation. Nous n'en retenons ici qu'un aspect très superficiel. Nous aurions pu utiliser plutôt le modèle CC-LM, probablement plus adapté du fait qu'il s'agit de crédit bancaire. Cependant, dans les PED le financement par le marché financier est dérisoire comparé au financement par le crédit bancaire. Par conséquent, le modèle IS-LM peut remplacer sans grande différence le modèle CC-LM. De plus, il ne nous semble pas que le modèle CC-LM intègre le crédit interentreprises et l'extérieur qui sont, pour les PED, les autres variables essentielles.

Or, dans le modèle IS-LM simple,  $I$  est fonction du taux d'intérêt et  $S$  de la production nationale. La courbe IS est donc le lieu des points d'équilibre entre  $Y$  et  $i$  (production et intérêt). Cette courbe est décroissante.

L'introduction du Certificat aura plusieurs effets :

Augmenter la propension à consommer et à investir.

Par le phénomène appelé l'extraction hypothécaire, les consommateurs auront tendance à consommer davantage parce que leur capacité d'emprunter sera meilleure. Cela est aussi vrai des investisseurs qui, ayant plus de facilité à emprunter, investiront plus facilement. De plus, un phénomène de déthésaurisation s'enclenchera, ayant pour source les banques. Il faut noter qu'un gisement important de thésaurisation dans les PED est au sein des banques. De fait, celles-ci maintiennent une proportion importante de leurs dépôts auprès de banques à l'étranger<sup>1</sup>. Cette déthésaurisation viendra de ce que les banques, dont les risques d'actif et de passif diminueront, accroîtront leurs prêts (c'est-à-dire réduiront leurs ratios de liquidité).

Les Certificats auront donc sur la courbe IS une double action : la modification des comportements rendra la courbe IS plus pentue et la déthésaurisation déplacera cette courbe vers la droite (la déthésaurisation est équivalente à des investissements exogènes).

### *Fonction LM*

La fonction de demande de monnaie selon Keynes est la somme de deux fonctions de variables différentes. La première ( $L_1$ ) répond aux motifs de transaction et de précaution, la seconde ( $L_2$ ) au motif de spéculation ; la première est influencée uniquement par le revenu ( $Y$ ), la seconde par le taux d'intérêt ( $i$ ). Celle-ci a vocation à traduire la préférence pour la liquidité qui résulte de l'incertitude affectant le cours des titres que Keynes réduit au seul cas des obligations<sup>2</sup>. On peut généraliser le concept : la liquidité de spéculation serait la liquidité que les agents gardent pour pouvoir tirer parti des opportunités qui peuvent se présenter<sup>3</sup>. Cette liquidité a un prix : c'est l'intérêt auquel les agents doivent renoncer. La liquidité de spéculation est donc fonction de la possibilité d'apparition d'opportunités (souvent cette éventualité est associée à une situation d'incertitude) et fonction inverse du taux d'intérêt. Plus le taux est élevé moins les agents vont garder cette liquidité.

---

1. Dans les PED l'équation fondamentale devrait s'écrire :  $Y = C + I + P + G = C + S + P + T$

Avec  $P$ , les placements faits par les résidents à l'étranger. Parmi les plus importants des résidents ayant des placements à l'étranger, nous pouvons citer les banques centrales (les réserves de change) et les banques commerciales. Ces placements à l'étranger sont équivalents à une thésaurisation pour le système économique résident. Dans le cas du Liban et selon Baz (2005), les dépôts des banques libanaises auprès de banques à l'étranger, pour l'année 2004, se montaient à 12 740 millions de dollars, soit 21,6 % du total des dépôts des banques libanaises reçus de leur clientèle (auxquels s'ajoutent les réserves de change pour un montant équivalent). En d'autres termes, les banques libanaises thésaurisent près de 20 % de leurs ressources disponibles.

2. Goux (1995), p. 147, 149-150.

3. *Id.*, p. 154 : « Pour Tobin, ce sont d'autres hypothèses qui expliquent cette relation inverse constatée entre la demande de liquidité et le taux d'intérêt, en particulier le comportement face au risque. »

Avec l'existence du Certificat, le contexte change : les agents qui possèdent des Certificats ont désormais une quasi-liquidité dont ils ne disposaient pas initialement. Si une opportunité se présente, ils peuvent désormais aller à la banque et immédiatement tirer sur la ligne que celle-ci met à leur disposition en contrepartie des Certificats déposés par eux.

Si précédemment un agent maximisait son utilité en égalisant l'espérance de gain sur des opportunités avec le taux d'intérêt, il maximise à présent en égalisant le taux d'intérêt avec le taux d'intérêt plus l'espérance de gain des opportunités dont on aura retranché l'intérêt à payer.

L'exemple suivant tiendra lieu de démonstration : si le taux des obligations à un an est de 5 % et les opportunités existantes ont une chance sur deux de se présenter et qu'elles offrent un rendement annuel de 12 %, un agent gardera toute sa liquidité disponible pour tirer parti des opportunités. Si en revanche il a des Certificats, que la banque lui donne une ligne de crédit équivalente à ceux-ci au taux d'intérêt de 6 % par an, alors l'agent placera la totalité de l'équivalent de ses Certificats en obligations à 5 % et pourra quand même profiter des opportunités<sup>1</sup>.

Comme on peut le constater, les Certificats, sans être de la monnaie, permettent par le biais du crédit d'obtenir de la liquidité. Nous pouvons donc conclure que la demande de liquidité à des fins de spéculation se réduira en fonction du montant total des Certificats potentiels.

Dans un premier temps, on peut supposer que cela sera équivalent à une offre de monnaie supplémentaire<sup>2</sup>. Dans un deuxième temps, le comportement des agents ayant changé, c'est la courbe LM qui se modifiera. La composante L2 se réduisant, la demande totale de monnaie sera moins influencée par le taux d'intérêt. Par conséquent, la courbe LM sera plus pentue qu'elle ne l'était avant l'introduction des Certificats<sup>3</sup>.

On peut résumer le résultat de notre analyse par les graphiques suivants :

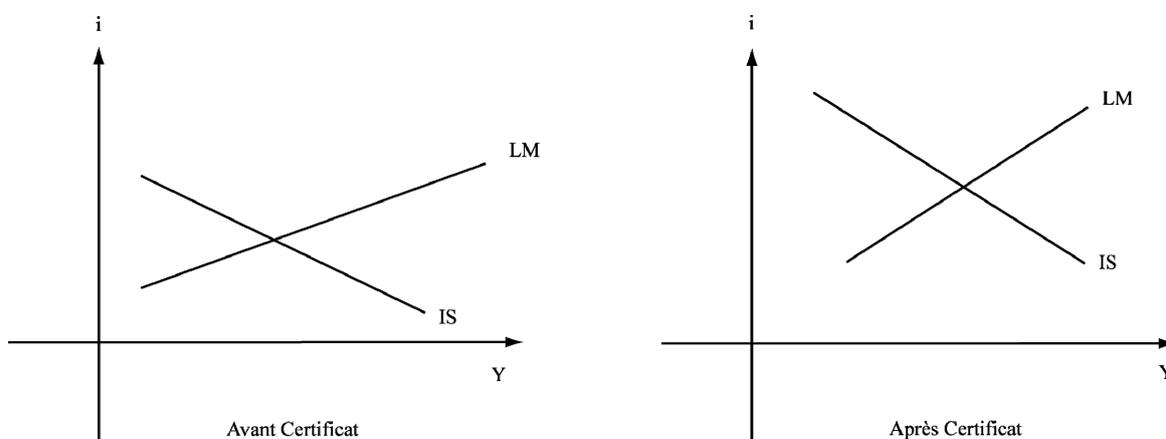
---

1. Le modèle que nous décrivons est très fruste. On le voit au comportement du tout ou rien : l'agent garde toute sa liquidité ou rien du tout. La réalité est différente. Et si nous devions modéliser de façon plus réaliste, nous devrions introduire le concept de l'utilité espérée exposé au premier chapitre. La maximisation se ferait dans ce cas en égalisant l'utilité espérée (en unités monétaires) des opportunités avec le coût d'intérêt. L'agent ayant des Certificats ne se débarrasserait pas de toute la liquidité équivalente aux Certificats s'il existait des opportunités supérieures au coût d'intérêt. Le modèle simple signifierait que la création de liquidités pourrait être égale au montant total des Certificats. Un modèle plus complexe tiendrait compte de l'incertitude et serait sans doute dynamique puisque l'incertitude évolue dans le temps.

2. Mourgues (2000), p. 393 : « Une diminution de la préférence pour la liquidité agit comme un accroissement de l'offre de monnaie. »

3. Kempf (2001), p. 121 : « Par généralisation, la pente de la droite LM est d'autant plus grande que l'élasticité de la demande de monnaie au taux d'intérêt est faible. »

### Graphique 29 : IS-LM avant et après Certificat



Graphiquement,  $Y$  a augmenté ainsi que  $i$  et, de plus, la politique budgétaire est devenue relativement moins efficace et la politique monétaire plus efficace.

Que se passe-t-il en cas de non-thésaurisation préalable ?

Imaginons que le Certificat soit introduit en France où les banques commerciales conservent un coefficient consolidé de liquidité très bas. En utilisant les indications ci-dessus, nous pouvons conclure que la courbe IS ne se déplacera pas vers la droite (puisque'il n'y aura pas de déthésaurisation), que sa pente se modifiera (puisque les comportements d'épargne et de consommation évolueront), que la courbe LM se déplacera vers la droite et qu'elle deviendra plus pentue. Il est certain que les effets du Certificat pour un pays comme la France seront moins massifs que pour un PED et seront essentiellement au niveau de l'extraction hypothécaire et des coûts de transaction (taux d'intérêt plus bas et frais d'hypothèque moins chers).

#### ***Le Certificat et le crédit***

Nous avons vu dans notre second chapitre l'importance du crédit dans la répartition des risques ainsi que l'influence directe qu'il pouvait avoir sur une économie. Nous allons dans cette sous-section tenter d'isoler les effets de l'existence du Certificat sur le crédit.

Pour ce faire, nous allons tout d'abord examiner pour chacun des apporteurs de crédit quelles modifications seront induites dans leurs situations. Ensuite, nous aborderons les changements pour les demandeurs de crédit. Enfin, nous spéculerons sur ce que seront les retombées sur l'activité.

### *a) Les entreprises*

Nous savons que le crédit interentreprises représente en France plus de deux fois les crédits bancaires ; nous ne connaissons pas les chiffres au Liban, mais nous pouvons gager qu'ils doivent être du même ordre.

Que se passera-t-il après l'introduction du Certificat ? La proportion entre les deux types de crédit restera-t-elle la même ? Quel effet le Certificat aura-t-il sur le crédit interentreprises ?

L'usage du Certificat étant réservé aux banques, il paraît douteux que son introduction développe directement le crédit interentreprises. Cependant, il est plausible que celui-ci augmente par des mécanismes secondaires : une plus grande confiance, des lignes de liquidité plus importantes désormais disponibles auprès des banques<sup>1</sup> et enfin des taux d'intérêt plus bas<sup>2</sup>. Il n'en reste pas moins que ce crédit suivra l'activité économique et la progression du crédit bancaire. Il ne stimulera pas l'activité mais ne l'entravera pas non plus – grâce à ces mécanismes. On peut prévoir que le ratio d'augmentation sera plus faible que le ratio d'augmentation du crédit bancaire et qu'en conséquence le ratio crédit bancaire sur total crédits augmentera.

### *b) Le marché financier*

Notre thèse s'intéresse avant tout aux PED dans lesquels le marché financier est souvent une curiosité intellectuelle plutôt qu'une réalité quotidienne ; toutefois nous ne pouvons négliger cet aspect, d'autant que le Certificat pourrait également être introduit dans des pays développés.

Comme pour les crédits interentreprises, le marché financier bénéficiera de la réduction de l'aversion au risque, des lignes de liquidité supplémentaires offertes par les banques et de la baisse des taux d'intérêt.

Le marché financier profitera également d'une plus grande transparence pour une portion importante du patrimoine des entreprises (le patrimoine immobilier), celui sur lequel pèse actuellement le plus de doute. En effet, les entreprises ayant tout intérêt à déposer des Certificats, elles pourront plus facilement et plus sûrement renseigner leurs créanciers sur leurs actifs immobiliers.

De plus, comme il est attendu que des actifs immobiliers soient traités sur les marchés

---

1. Même si le crédit bancaire n'augmente pas en chiffres absolus, il suffit qu'il soit disponible, spécialement au moment où le crédit commercial arrive à échéance, pour permettre au crédit interentreprises de se développer.

Dans les opérations de titrisation, une institution financière apporte souvent une ligne de liquidité pour permettre le refinancement lorsque les papiers commerciaux arrivent à échéance. Ces lignes ne sont utilisées que rarement, ce qui fait qu'en apparence (le montant de la ligne de liquidité rapporté au montant total moyen sur la durée du crédit est très faible) le crédit donné par l'institution financière est accessoire, alors qu'il est en réalité essentiel.

2. Ce qui crée aussi des effets de richesse.

organisés, cela permettra aux marchés financiers d'avoir plus de profondeur et augmentera leur propension à offrir du financement aux entreprises.

*c) Les banques*

Ayant un monopole pour le dépôt des Certificats, les banques sont censées être les principales bénéficiaires (en plus des déposants) de cet instrument. Il est donc logique que l'offre de crédit des banques soit fortement stimulée.

Nous avons, dans l'étude de faisabilité, démontré l'intérêt des banques à contribuer au projet. Mais nous n'avons pas analysé cet intérêt sur un plan macroéconomique.

En termes de crédits, le risque d'une banque peut être décomposé en risque d'actif et risque de passif. Le risque d'actif découle du fait que certains débiteurs pourraient ne pas payer. Le risque de passif résulte de la transformation opérée par la banque et peut conduire à la faillite de celle-ci dans le cas où des clients déposants retirent leurs dépôts alors que les clients débiteurs n'ont pas encore remboursé et que la Banque centrale n'a pas avancé la liquidité dont cette banque a eu besoin.

En ce qui concerne le risque d'actif, pour une portion non négligeable des crédits, ce risque sera fortement réduit. Il s'agit de tous les crédits pour lesquels la banque prendra des Certificats en gage. Ces crédits ne se limitent pas à ceux qui sont présentement couverts par des hypothèques mais aussi à ceux qui ne le sont pas actuellement à cause des coûts de transaction. Des garanties personnelles seront couvertes par des Certificats, alors qu'aujourd'hui il est assez exceptionnel qu'une garantie personnelle soit accompagnée d'une garantie réelle (cautionnement réel).

Pour le risque de passif, nous allons prendre un exemple qui nous permettra de mieux comprendre le risque perçu par les banques. Supposons qu'une banque ait un besoin de liquidité momentané. Elle a le choix entre s'adresser à une autre banque ou faire appel à la banque centrale.

S'adresser à une autre banque présente pour elle quelques désavantages. Dans un PED, les banquiers sont des notables, et signaler à un concurrent sa faiblesse peut être désagréable. Octroyer des titres en couverture n'est pas non plus très pratique car, d'une part, il existe peu de titres négociables et standards et, d'autre part, aucune banque ne souhaite se départir d'une partie de son portefeuille commercial, de peur de le perdre pour l'avenir.

La motivation de la part de la banque créancière n'est pas non plus très aiguë. Celle-ci peut soupçonner des problèmes non déclarés. On est ici dans une logique d'asymétrie d'information. La banque prêteuse a moins d'information que la banque emprunteuse et a donc tout intérêt à rationner son crédit. De plus, elle peut craindre que cela soit annonciateur

de futurs retraits par ses propres clients. La banque créancière a peut-être même avantage à laisser couler la banque emprunteuse pour récupérer son fonds de commerce. Enfin, il existe rarement des démarches collectives visant à protéger le secteur par une action commune en faveur d'une banque en difficulté<sup>1</sup>.

C'est pourquoi, malgré tous les inconvénients, les banques dans les PED n'ont pour alternative, lorsqu'elles ont besoin de liquidités, que de s'adresser à leur banque centrale. Et c'est en raison de ces inconvénients que les banques conservent une liquidité coûteuse et peu utile socialement.

Avec le Certificat, la situation devient nettement plus avantageuse. Pour obtenir de la liquidité, les banques peuvent nantir des Certificats. Le créancier aura donc désormais un gage indiscutable, d'une valeur certaine et reconnue. Il pourra même utiliser lui-même ce gage pour se refinancer. De plus, comme nous l'avons vu dans la première section du chapitre trois, lors du nantissement par une banque les Certificats ne sont plus différenciés. Ce qui signifie que l'emprunteur n'a pas de raison de craindre pour son fonds de commerce.

Cette liquidité peut d'ailleurs être obtenue aussi auprès de la banque centrale ou à l'étranger, et cela en gageant des Certificats.

Le Certificat aura donc éliminé en grande partie l'aléa moral, l'égratignure à l'amour-propre, le risque de liquidité pour le créancier, le risque systémique<sup>2</sup> et enfin les risques commerciaux de l'emprunt auprès d'autres banques. Il contribuera à créer un marché interbancaire de la liquidité là où n'existent que des relations exclusives avec la banque centrale. Il autorisera la mise en place de lignes de liquidité avec des établissements étrangers.

Par ailleurs, indiquons pour mémoire que les ratios réglementaires spécifiques aux Certificats aideront également l'accroissement du crédit.

L'ensemble de ces éléments fait que l'offre de crédit par les banques sera plus abondante, plus éclairée et certainement moins chère<sup>3</sup>.

#### *d) La demande de crédit*

La demande sera elle aussi dynamisée. Plusieurs facteurs y concourront : le coût total pour les détenteurs de Certificats sera diminué (le taux d'intérêt réduit, les frais d'enregistrement d'hypothèque éliminés, et les commissions pour dépôt de Certificat qui iront en déduction du coût de l'emprunt), les débiteurs potentiels propriétaires de Certificats se

---

1. En France, la solidarité de la place, qui a été utilisée pour sauver des établissements en difficulté ou pour amoindrir les conséquences pour les déposants d'une défaillance de leurs banques, n'a jamais été une démarche collective et spontanée mais toujours une action décidée et dirigée par les autorités.

2. La possibilité d'emprunter à l'étranger contre nantissement de Certificats minore la probabilité qu'une banque entraîne par effet domino les autres banques de la place.

3. Le Certificat aura également une incidence sur les canaux de crédit. Le canal étroit sera probablement moins sensible à la politique monétaire du fait des sources alternatives de financement, alors que le canal large ne sera pas affecté.

sentiront plus riches (les biens augmenteront de prix et la valeur sera mieux appréhendée), la disponibilité du crédit sera plus grande (ce qui encouragera tous les emprunteurs à s'adresser aux banques), le « cash flow » des emprunteurs détenteurs de Certificats sera amélioré, une transparence plus grande facilitera le processus et enfin la baisse générale du taux d'intérêt se répercutera sur l'ensemble des emprunteurs.

En résumé, l'offre et la demande de crédit augmenteront, toutes choses égales par ailleurs.

*e) Les retombées sur l'activité*

En l'absence d'un modèle de prévision au Liban mais surtout du fait que le Certificat est totalement nouveau, qu'il est donc quasiment impossible, sur base des données précédentes, d'anticiper le futur, nous allons utiliser un scénario, plutôt qu'un modèle économétrique, en utilisant les hypothèses avancées dans notre section précédente.

Rappelons ces hypothèses :

**Tableau 52 : Retombées sur l'activité**

	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5
Certif sur biens libres déposés auprès des banques	5,1 milliards	10,2 milliards	15,3 milliards	20,4 milliards	25,5 milliards
Nouveaux prêts de l'année	2,55 milliards				
Solde des nouveaux prêts	2,55 milliards	5,1 milliards	7,65 milliards	10,2 milliards	12,75 milliards

Avant de tirer les conclusions sur l'activité, faisons un test de cohérence :

Les banques libanaises ont-elles la capacité de doubler leurs prêts au secteur privé en l'espace de cinq ans ?

L'économie libanaise peut-elle doubler de taille durant cette période ?

Est-il concevable que les crédits au secteur privé augmentent dans une telle proportion, compte tenu de la taille de l'économie ?

La motivation des agents suivra-t-elle ce rythme « asiatique » ?

---

1. Toute personne pourra emprunter 10 % de la valeur de ses Certificats et rembourser par le seul produit des commissions perçues sur ses Certificats en moins de vingt ans.

Nous pouvons nous inspirer de la période d'après-guerre pour valider la cohérence de certaines de nos hypothèses :

Durant les cinq années qui ont suivi la fin de la guerre civile, les crédits au secteur privé ont été multipliés par plus de cinq. Le tableau ci-dessous donne le total des crédits, en milliards de livres libanaises, au début de chacune des années considérées.

**Tableau 53 : Total des crédits de 1992 à 1996**

	1992	1993	1994	1995	1996
Prêts au secteur privé	1.971	4.804	5.897	7.799	10.319

Source : Banque du Liban

Durant la même période le PIB a évolué de la façon suivante :

**Tableau 54 : PIB de 1992 à 1996**

En milliers de milliards de livres libanaises

	1992	1993	1994	1995	1996
Produit intérieur brut	10.009	13.829	16.127	19.001	21.513

Source : Comptes nationaux 1994-1995 (ajustés en fonction des chiffres officiels de 1997-2003).

Ni l'augmentation des crédits au secteur privé ni celle du PIB ne sont dues à une dépréciation de la livre libanaise. Bien au contraire : durant cette période, la livre libanaise s'est appréciée par rapport au dollar. Ce sont donc les banques libanaises, par leurs capacités de production de prêts, qui ont multiplié par cinq les crédits octroyés et ce sont les capacités de l'économie libanaise qui ont pu en cinq ans doubler le PIB.

Les performances remarquables de la période de l'après-guerre s'expliquent par la composition très particulière du Liban. Celui-ci est un pays très cosmopolite, petit, et qui dispose d'une population émigrée très importante. Ainsi, lorsqu'il a fallu reconstruire, le surcroît de ressources humaines a été facilement obtenu soit de la part d'étrangers disposés à s'établir au Liban, soit de la part de Libanais prêts à revenir. Quant aux ressources en production, elles ont été en partie importées. Les ressources en capital, elles, ont été créées par le système bancaire et par l'État, rapatriées par les Libanais, ou prêtées par des étrangers (notamment arabes). Rien n'ayant changé à ces divers niveaux, nous pouvons donc prétendre que durant une période équivalente les banques pourront doubler leurs prêts et l'économie doubler la production.

Quant à l'équilibre du système, nous allons nous référer à notre modèle Droits réels-Droits personnels. Rappelons que dans le deuxième chapitre nous avons postulé qu'il existait une relation de long terme entre les Droits réels (DR) et les Droits personnels (DP). Cette relation s'exprime en  $DP = K \cdot DR$ . Nous avons énoncé que dans un pays développé, K tendait vers 1, alors que dans un pays peu développé, K était plus proche de 0. En ce qui concerne le Liban, K doit se situer autour de 20 %. La création du Certificat doit améliorer le multiplicateur puisque les coûts de transaction se réduiront et que la liaison entre les DR et les DP se raccourcira. De plus, comme nous l'avons vu dans la section précédente, l'immobilier devrait s'apprécier. En conséquence, une augmentation des DP pour un montant de 12,5 milliards de dollars en cinq ans nous paraît raisonnable et K passera probablement de 20 % à 25 % au bout de cinq ans<sup>1</sup>.

Cette appréciation de K ne semble pas excessive et donc nous ne pensons pas que, de façon endogène, l'économie libanaise serait menacée par ce gonflement des crédits<sup>2</sup> pour échouer au bout de quelques années dans une crise à la Minsky.

Examinons maintenant la question selon le circuit du risque. Le Certificat améliorera certainement la perception consolidée du risque : les déposants de Certificats n'auront pas le sentiment que leur risque a substantiellement augmenté du fait que ce sont les banques qui sont « dépositaires » du risque et qu'en outre l'État offrira une garantie de dépôts. De plus, les détenteurs de Certificats ayant désormais un actif mieux connu (évalué partiellement par un évaluateur indépendant), liquéfiable en partie (ils peuvent à tout moment emprunter en gageant le Certificat) et offrant un rendement garanti (la commission pour le dépôt), seront encouragés à prendre plus de risques. De même, les banques ainsi que les emprunteurs hésiteront moins pour prendre des risques (ce point a déjà été développé).

Ainsi, le circuit du risque sera plus efficace : perception consolidée plus optimiste, répartition sur un plus grand nombre d'intervenants et conséquences plus faibles pour les nouveaux preneurs de risque.

La cohérence globale de nos hypothèses ayant été validée, nous pouvons en tirer des conclusions plausibles.

---

1. Si l'on considère que les créances sur l'État sont des DP, qu'au Liban les créances interentreprises sont de 25 milliards de dollars, que les créances sur l'étranger sont des DR, on peut estimer les DR à près de 400 milliards de dollars et les DP à 80 milliards. K serait donc égal, approximativement, à 20 %. Si les Certificats permettent d'ajouter 12,5 milliards de dollars en crédit bancaire et autant en crédits interentreprises, et que le prix de l'immobilier augmente de 5 %, K passera à 25 %.

2. Le ratio connaîtra pour une certaine période une grande volatilité. Il est très possible qu'une partie du crédit libéré sera utilisée pour une spéculation immobilière. En attendant que le ratio se stabilise spontanément, il est nécessaire que des interventions économiques accélèrent le retour à la stabilité (ou retardent l'instabilité).

Prenons l'équation d'équilibre fondamental :

$$Y+M+G = C+I+X+T$$

L'augmentation globale des crédits devrait se traduire par une demande accrue et par conséquent conduire à une augmentation de la consommation ou de l'investissement (nous prenons pour hypothèse que l'État n'utilisera pas cette liquidité supplémentaire pour accroître un déficit déjà abyssal). Toutes choses égales par ailleurs, l'augmentation de la consommation et de l'investissement devrait mener à une augmentation de la production et de l'importation.

Supposons que l'économie libanaise dispose de capacités non exploitées et que la demande nouvelle soit satisfaite par la production et l'importation dans les mêmes proportions que la demande actuelle. Nous savons qu'en 2003, pour un PIB de 29 846 milliards de livres libanaises (près de 20 milliards de dollars), les importations étaient de 11 268 milliards de livres libanaises. La demande nouvelle sera donc satisfaite pour 73 % par la production nationale et 27 % par des importations. Cela signifie que le PIB augmentera de 1,85 milliard de dollars chaque année pendant cinq ans, et ce en supposant que ni les investissements ni les consommations supplémentaires ne généreront d'augmentation induite de la production.

Pour mesurer les enjeux de l'innovation nous devons rapporter cette augmentation au PIB actuel. Celui-ci étant de 19,6 milliards de dollars, l'innovation permet donc son augmentation dans un rapport de 9,4 %<sup>1</sup> par an pour les cinq années étudiées.

### ***Les dangers du Certificat***

#### *a) L'équilibre externe*

L'économie libanaise présente une spécificité qui la rend difficilement compréhensible par l'observateur étranger. La balance commerciale y est très largement déficitaire. Pourtant, l'économie semble s'accommoder de ce déficit et les Libanais s'enrichissent en dépit de cette étrangeté. La réalité, qui est bien connue mais qui est mal mesurée, est qu'il existe un solde positif important pour les « invisibles ». Le tourisme, les services et surtout les transferts faits par les Libanais à leurs familles au Liban couvrent très largement le déficit commercial. L'excès est même bien supérieur à l'excédent de la balance des paiements puisque, si l'on devait calculer l'excédent de la balance de paiements nationale (et non pas simplement intérieure), il faudrait y ajouter les transferts faits par les Libanais dans leurs comptes ou leurs investissements à l'étranger. Cette remarque générale étant faite, il reste que l'introduction du Certificat augmentera fortement les importations. Selon nos évaluations ci-dessus, ces

---

1. Nous avons été plutôt conservateur dans nos estimations. Le Dr Naaman Khoury, responsable des études et des statistiques à la Banque du Liban, estime quant à lui qu'une augmentation de crédit de 1 donnerait une augmentation de PIB de 5.

importations devraient augmenter de 685 millions de dollars par an. Un tel volume supplémentaire créera une certaine tension sur les réserves de change de la Banque du Liban et entraînera soit une déthésaurisation, soit au moins un rythme plus faible de thésaurisation<sup>1</sup>. Un autre facteur peut exacerber cette pression sur les réserves privées ou publiques. Un supplément d'activité intérieure tend à ralentir le mouvement d'émigration ; or les Libanais émigrés sont l'une des plus importantes sources de rentrées pour le Liban. De plus, les mécanismes classiques de régulation – le taux d'intérêt et le cours de change – auront peu d'effets, compte tenu, pour le taux d'intérêt, de l'ampleur du choc « Certificat » et, pour le second, de la politique bien établie de la Banque du Liban d'avoir un cours de change fixe. En réalité, la probabilité est élevée d'avoir une crise de change de première ou de deuxième génération<sup>2</sup>. Ce risque et la crainte qu'il pourrait induire peuvent gommer un grand nombre des avantages du Certificat.

C'est pourquoi, dans notre sous-section suivante, nous nous proposons de rechercher les moyens à la disposition des autorités pour répondre à cette incertitude.

#### *b) Le Certificat et l'inflation*

L'innocuité de l'inflation a longtemps fait l'objet de controverse parmi les économistes. Jusqu'à ce jour, en France particulièrement, d'aucuns y voient un faible prix à payer pour améliorer la croissance qui, elle, serait l'objectif principal<sup>3</sup>. La question pourrait être encore étendue compte tenu des divergences sur le contenu de ce qui est analysé (inflation de biens de consommation seulement ou également celle des actifs<sup>4</sup>), sur la nature de l'inflation (inflation monétaire ou inflation de croissance<sup>5</sup>), sur les difficultés de mesure (quel indice retenir lorsque le pays évolue, que les habitudes de consommation changent, que le pays s'intègre davantage aux flux sociaux, culturels et commerciaux internationaux – faut-il dans ce cas parler d'une inflation d'intégration<sup>6</sup> ?). Aujourd'hui, il y a néanmoins un large consensus pour affirmer que l'inflation est un mal en soi. À ce titre, toute innovation dont le

---

1. Soit l'équation simplifiée  $Y_N + M = C + I + dT$  où  $Y_N$  est la production nationale,  $M$  représente les importations,  $C$  la consommation,  $I$  les investissements et  $dT$  la variation de la thésaurisation. Si l'augmentation de crédit aboutit à une érosion de la thésaurisation, elle conduirait à long terme à un appauvrissement de la population. Le pari est donc que le crédit donnera lieu à un investissement suffisant dans les capacités de production et dans le niveau général d'éducation pour entretenir la croissance endogène.

2. Le modèle de première génération a été analysé dans l'article de Krugman de 1979. Il montre que sous un régime de taux de change fixe, une expansion du crédit domestique peut conduire à une baisse progressive des réserves internationales suivie d'une attaque spéculative sur la monnaie.

Le modèle de deuxième génération (Eichengreen et Wyplosz, 1993) résulte d'une politique d'arbitrage entre les avantages de la parité fixe et les coûts en termes d'objectifs fixés d'un abandon de la parité. Les autorités peuvent, avant même que les prémices d'une crise ne s'annoncent, déclencher une modification de la parité ou une politique économique restrictive.

3. Ainsi Goux (1998), p. 72 : « La croyance dans les vertus stimulantes de l'inflation est largement répandue en France. [...] Cette vision est conforme à l'analyse de Keynes qui considérait qu'une dose modérée d'inflation (inflation rampante) était nécessaire. »

4. *Id.*, p. 67-68 : « Les banques centrales ont longtemps hésité à considérer ces évolutions de prix [celles des actifs] comme étant de nature inflationniste [...]. Nous ne reviendrons pas sur ces erreurs de diagnostic. »

5. *Id.*, p. 45-47 : « C'est donc la conjonction de la demande et des coûts qui est la source de l'inflation. »

6. L'inflation d'intégration apparaîtrait par exemple lorsque, le cours de change étant administré et le PED s'ouvrant aux échanges internationaux, l'inflation interne permet l'ajustement que la réévaluation du cours de change aurait permis si ce dernier était flexible.

résultat serait un surcroît d'inflation est à proscrire.

Il importe donc de déterminer si le Certificat est générateur d'inflation.

Prenons le cadre analytique classique. Les Certificats donnent lieu à des crédits, les crédits sont source de monnaie (« *credits make deposits* »). D'ailleurs, nous avons vu dans notre analyse IS-LM que le Certificat était analogue à une création de monnaie. Or, l'augmentation de la monnaie, selon la doctrine orthodoxe, est inflationniste<sup>1</sup>, donc le crédit le serait aussi<sup>2</sup>.

Cependant, comme nous l'avons mentionné à plusieurs reprises, le Certificat n'est pas de la monnaie. Le fait qu'il y ait équivalence à une offre de monnaie ne signifie pas qu'il y ait création. Selon la doctrine dominante, seules la banque centrale et les banques commerciales créent de la monnaie. Par conséquent, si la banque centrale décide d'interdire une augmentation de la monnaie alors que l'offre de crédit a augmenté, le taux d'intérêt devrait diminuer, en conséquence la production augmenter et le taux d'inflation diminuer<sup>3</sup>.

Le point essentiel, que nous développerons dans la partie consacrée aux politiques économiques, est que la banque centrale doit choisir le niveau d'inflation voulu. Un niveau trop bas n'élimine pas les retombées positives mais en réduit évidemment l'impact. On revient ainsi au dilemme inflation-chômage ou, pour être plus précis, inflation-croissance.

### *c) Le caractère contra-cyclique du Certificat*

Certaines particularités du Certificat lui donnent cette caractéristique que nous allons présenter ci-dessous.

Tout d'abord, le volume des Certificats déposés auprès des banques est inversement corrélé au cycle.

Nous avons vu que la valeur nominale du Certificat était une fraction de la valeur du bien immobilier. La première n'est ajustée que de temps en temps et sur décision de l'Autorité, alors que la seconde se modifie en permanence en fonction de la conjoncture. En général, les prix élevés de l'immobilier coïncident avec les phases élevées du cycle, et inversement dans les phases basses. Le rapport entre la valeur nominale des Certificats et celle des biens immobiliers aura donc tendance à fluctuer en fonction de la conjoncture pour atteindre son maximum dans les « basses eaux » et son minimum lorsque le cycle est au plus haut. Or, on peut supposer de la part des propriétaires les comportements suivants :

---

1. Friedman (1968), p. 50 : « ... l'inflation était essentiellement un phénomène monétaire. »

2. L'école de banque, notamment Tooke, était de l'opinion que l'augmentation du crédit ne générait pas de hausse de prix mais, par la réduction des coûts d'intérêt les réduisait (cf Rist 1938).

3. À la fois par réduction des coûts financiers et parce que la même quantité de monnaie est utilisée pour une plus grande production.

a) les propriétaires mettront d'autant plus volontiers leurs biens en gage, pour obtenir une commission, qu'ils auront des revenus faibles ;

b) plus la commission payée par la banque est élevée par rapport au risque, plus facilement ils le feront. Comme la plus grave conséquence, objet du risque, est la perte du bien hypothéqué, plus le rapport entre la commission et la valeur totale du bien est important, plus les Certificats déposés seront nombreux. Cela est compréhensible : si l'on a un bien qui vaut 300 000 USD et que l'on nous propose 1 000 USD de commission, on a bien moins tendance à prendre le Certificat que si le bien en vaut 100 000 ;

c) à la différence du numéraire, il n'y a pas d'alternative de placement à celle offerte par les banques locales. Lorsqu'un agent a 100 000 USD dans une banque de son pays, il peut toujours, d'une façon ou d'une autre, l'expatrier dans une banque étrangère. En revanche, il ne peut ni exporter son bien immobilier, ni placer son Certificat auprès de cette banque étrangère (en tout cas, cela ne sera possible qu'après une période de maturation du produit et dans des conditions restrictives). Par conséquent, le choix de l'agent est limité : il peut placer le Certificat ou ne pas le placer. Comme en outre l'agent est, en grande partie, immunisé contre le risque systémique<sup>1</sup>, le risque spécifique (au moins durant la première période) étant pris en charge par l'État<sup>2</sup>, l'augmentation générale des risques ne doit pas l'affecter.

On a donc, dans la fonction d'offre des Certificats, deux motifs qui agissent univoquement de manière contra-cyclique et un motif qui est neutre.

Par ailleurs, du côté de la demande (la demande par les banques de Certificats), les banques auront tendance à accroître leur demande de Certificats à mesure que le cycle se dégradera, et à la réduire lorsqu'il s'améliorera parce que les ressources en numéraire des banques sont positivement corrélées au cycle. La demande de Certificats agira donc également à contre-courant du cycle. Dans les PED, l'assèchement des liquidités est à la fois un signe avant-coureur et une cause du retournement. L'existence de cette alternative de liquidité (les Certificats) autorisera donc les banques, plutôt que de réduire les crédits à l'économie (dans le but de parer à leur risque de passif), à augmenter leur demande de Certificats en haussant la commission offerte.

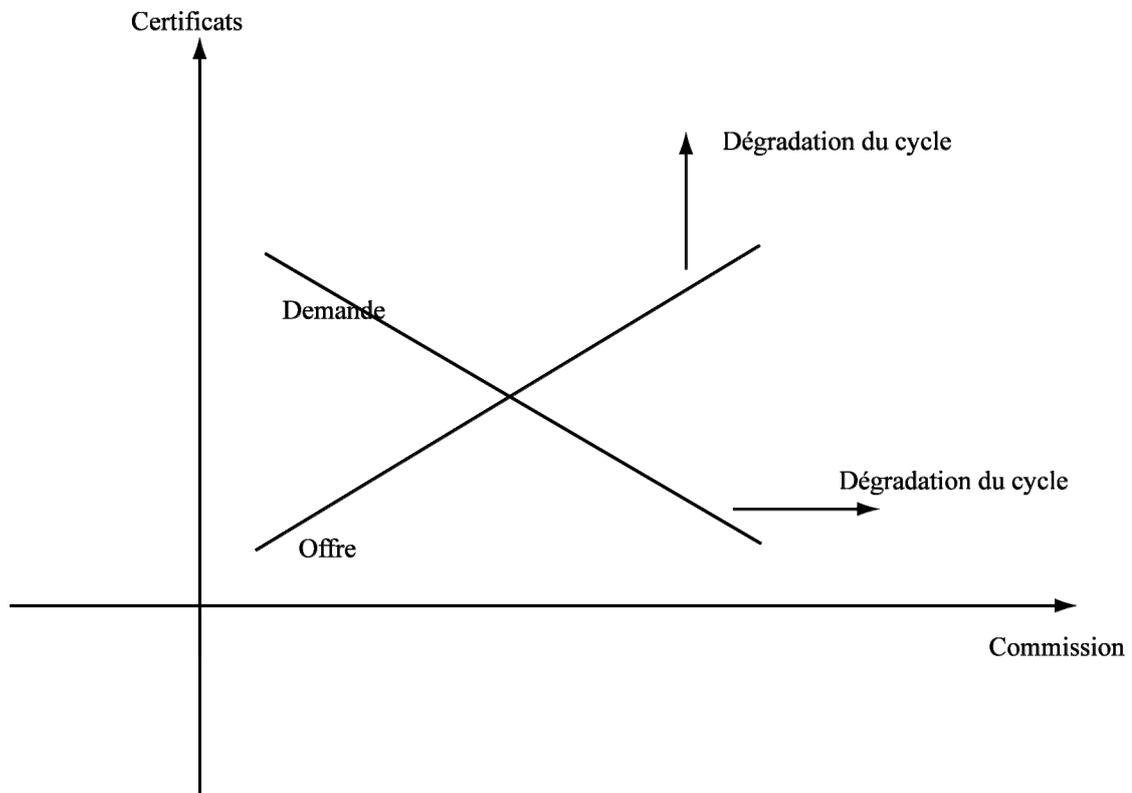
---

1. Nous verrons ce point dans la sous-section suivante.

2. Voir la section qui traite de la garantie des dépôts p. 205 *sq.*

On peut résumer cela par le graphique suivant :

**Graphique 30 : Offre et demande de Certificats en fonction de la conjoncture.**



- En cas de dégradation du cycle, la courbe d'offre se déplace vers le haut et donc, pour une même commission, les propriétaires offriront davantage de Certificats (et inversement pour l'amélioration du cycle).

- De même, dans la dégradation, la courbe de demande se déplace vers la droite et les banques, pour une même commission, sont prêtes à demander davantage de Certificats.

Nous n'avons néanmoins aucune idée concernant les élasticités de ces fonctions et la vitesse de réaction. On ne peut donc tirer de déduction sur la variation de la quantité de Certificats, du niveau de la commission dans les différentes phases du cycle ou du délai à partir duquel le mécanisme agira et celui au bout duquel il n'agira plus. Intuitivement, nous pensons que le prix (la commission de garantie) devrait monter lorsque le cycle est à son plus bas et redescendre lorsqu'il est à son plus haut, que la quantité de Certificats devrait être peu volatile, et de plus que l'effet de réajustement interviendra assez tôt. Cependant, nous ne pouvons écarter la possibilité qu'en dépit du caractère contra-cyclique, dans certaines

situations et avec les particularités idiosyncrasiques de certaines économies, les Certificats pourraient accompagner plutôt que tempérer les cycles.

## **2. Les politiques économiques**

Dans cette partie, nous allons examiner les politiques économiques qui devraient s'imposer si et lorsque le Certificat sera créé. Nous mentionnerons tout d'abord les politiques structurelles – elles ont déjà été traitées dans les parties précédentes. Ensuite, nous considérerons quelles politiques conjoncturelles doivent être menées à la naissance du Certificat.

### *Les politiques structurelles, une synthèse*

Dans nos développements précédents, nous avons proposé un certain nombre de réformes visant à améliorer le fonctionnement du circuit du risque, du marché du crédit et celui de l'immobilier. Ces propositions, utiles dans tous les cas, le sont encore plus lorsque, le Certificat ayant été introduit, ces deux marchés connaîtront une extension de leur taille et de leur rôle, et qu'en outre elles étendront la portée du Certificat. De plus, l'ensemble forme un tout cohérent à la fois par la base théorique et par la convergence des résultats. Plus concrètement, le résumé suivant permettra d'avoir une vue générale de ce que notre thèse propose.

#### *1. Une dollarisation complète*

Les agents économiques dans les PED fonctionnent généralement en étalon de change international. C'est-à-dire que dans leurs choix économiques le calcul se fait réellement dans un étalon qui n'est pas leur monnaie nationale, généralement le dollar ou l'euro. De plus, leur épargne stratégique, celle sur laquelle ils mesurent leur sécurité à long terme, est placée en devises étrangères auprès de banques à l'étranger. Les échanges internationaux se font évidemment en devises étrangères. Enfin, et cela est essentiel pour le Certificat, l'évaluation du caractère réaliste du niveau des prix immobiliers se fait en devises étrangères et par comparaison avec des places à l'étranger.

Dans les PED, l'augmentation d'activité est souvent perçue par les autorités comme un cadeau empoisonné. C'est qu'une croissance plus vive génère des importations plus importantes et que les réserves de change y sont la contrainte principale. La tension, consécutive à l'introduction du Certificat, sur la balance des paiements et donc sur les réserves de change constitue un frein important pour les PED ayant leur propre monnaie.

Plus important encore, le Certificat deviendrait beaucoup plus attrayant, comme instrument, si la monnaie dans laquelle il est libellé était une devise internationale. En effet, si la banque dépositaire souhaite emprunter auprès d'une banque étrangère ou la banque centrale refinancer ses soutiens aux banques locales, il est beaucoup plus aisé d'offrir en nantissement des Certificats dans une monnaie internationale. Le Certificat en monnaie nationale comporte un double niveau d'incertitude : celui du sous-jacent immobilier et celui de la devise. Car si la devise nationale se déprécie, la garantie se déprécie alors même que l'actif sous-jacent peut être toujours à la même valeur<sup>1</sup>.

De même, avoir des Certificats libellés en monnaie internationale sans avoir au préalable dollarisé l'économie n'est pas la solution la plus attrayante. En cas de crise de change, la crise financière serait inévitable. L'enchaînement pourrait être le suivant :

- les banques ayant une quasi-liquidité en devises étrangères grâce au Certificat prêteront surtout en devises étrangères ;

- en cas de crise de change, les emprunteurs nationaux auront des revenus en monnaie locale – dépréciée – et des dettes en monnaie internationale. L'ajustement de leurs revenus suite à une amélioration de leur condition compétitive ne se fera pas immédiatement<sup>2</sup>. Ils connaîtront donc des difficultés de paiement ;

- les créanciers étrangers feront le pari que l'État, craignant une crise sociale, fera un moratoire sur la dette couverte par des Certificats. Ils accéléreront le mouvement de sortie de liquidités du système ;

- enfin, les propriétaires immobiliers, dont les titres seront libres, les retireront des banques et les déposants en numéraire récupéreront leurs dépôts, ce qui parachèvera la crise financière.

À l'inverse, en cas de dollarisation ou au moins de Currency Board intégral (c'est-à-dire que la monnaie fiduciaire est couverte par des devises étrangères, que l'État n'a pas de dettes en monnaie nationale, et que ses engagements et ses recettes sont en monnaie étrangère) aucune crise de change n'est possible. Une crise financière peut difficilement naître d'une spéculation et l'État peut anticiper les difficultés par des politiques économiques adéquates, tempérer la croissance, et obtenir facilement des soutiens privés ou publics grâce aux Certificats.

---

1. Dans le cas du Liban, la question de la monnaie du Certificat ne se pose pratiquement pas. L'essentiel des crédits au secteur privé (plus de 90 %) étant en devises étrangères, la quasi-liquidité issue des Certificats doit être en devises étrangères, faute de quoi les banques n'augmenteront leur concours à l'économie que marginalement.

2. Il s'agit de la fameuse courbe en J bien connue en commerce extérieur : après une dévaluation, le solde de la balance commerciale commence d'abord à baisser, pour se redresser après un certain délai.

Les diverses éventualités sont reprises dans le tableau ci-dessous :

**Tableau 55 : Nécessité de la dollarisation**

	Certificat en devise étrangère	Certificat en monnaie nationale
Dollarisation	Meilleure option	Situation impossible
Pas de dollarisation	Risque élevé de crises jumelles	Mauvaise exploitation du potentiel du Certificat

En conclusion, une dollarisation (ou euroisation) permettrait de tirer pleinement parti du Certificat en minimisant les risques de crise. Nous verrons plus loin comment devrait être menée la politique monétaire dans cette économie dollarisée pour répondre aux fluctuations conjoncturelles.

Le « Big Bang » est-il possible ?

Nous avons déjà dans le chapitre 2 examiné si une politique monétaire était possible en l'absence d'une monnaie nationale et nous avons conclu que cela était non seulement possible mais plus aisé pour un pays en développement dont l'autonomie monétaire est faible. Un pays comme le Liban, dont la dette publique est très importante, peut-il se passer d'une monnaie nationale ? Empressons-nous d'abord de dissiper une idée reçue : pour effectuer une dollarisation il n'est pas nécessaire pour une banque centrale de disposer de devises étrangères de même montant que la masse monétaire dans la devise nationale ; il suffit de disposer d'un montant identique à celui de la monnaie fiduciaire<sup>1</sup>. La dollarisation, pour l'État libanais, consisterait simplement à convertir la dette libellée en livres libanaises en dette libellée en devises étrangères. La vraie question pour le Liban est de savoir si la capacité d'emprunt de l'État libanais en serait affectée. À l'heure actuelle, les emprunts de l'État sont à peu près également distribués entre livres libanaises et devises étrangères. S'il devait y avoir une conversion des livres libanaises en devises étrangères, il est à craindre que les prêteurs en devises, perdant la subordination des prêts en devises locales<sup>2</sup>, ne renouvellent pas leurs prêts ou du moins réclament un taux d'intérêt plus élevé. Nous pouvons néanmoins supposer que l'accroissement du risque sur les prêteurs en devises est largement compensé par la réduction du risque sur les prêteurs en monnaie locale. Si notre supposition est vraie, alors l'État ne verra pas sa capacité d'emprunt se détériorer ni ses coûts de financement se dégrader.

---

1. Notons que pour la monnaie fiduciaire, et alors qu'il y aurait dollarisation complète, rien n'empêcherait que cette monnaie fiduciaire soit émise par la banque centrale locale avec une dénomination en devise étrangère.

2. Bien que rien ne le garantisse, les prêteurs dans une devise internationale considèrent que leurs prêts dominent ceux qui sont faits dans la devise locale. Pour l'exprimer autrement, ils pensent qu'en cas de difficulté financière, l'État commencera par dévaluer avant de faire défaut sur ses emprunts.

## *2. Création d'un ministère de l'immobilier*

L'immobilier est évidemment au centre de cet ensemble de réformes dont le Certificat est la clef de voûte. Dans nos exposés précédents, nous avons relevé qu'une politique immobilière ayant pour objectif l'amélioration et la stabilisation de l'immobilier était une nécessité. Nous avons fait état des instruments (en sus évidemment du Certificat) pour le réaliser : 1) nationalisation – amélioration – privatisation, 2) établissement des standards et des valeurs faciales des Certificats, 3) stabilisation par des interventions sur les marchés immobiliers (à terme ou au comptant) et 4) la politique monétaire.

Les deux derniers instruments seront repris dans les politiques conjoncturelles. Notre attention se portera ici sur un point qui n'a pas été évoqué et qui est la coordination des diverses politiques concernant l'immobilier. D'une part, nous avons été habitué à la nécessité absolue de conserver à la banque centrale une indépendance par rapport aux autorités politiques, d'autre part, nous percevons dans cette thèse combien il est indispensable d'avoir une coordination entre différentes instances qui ont toutes une influence sur l'immobilier et par conséquent – du fait de la courroie de transmission Certificat – sur le crédit et sur l'économie en général. Ces instances sont : le ministère de l'Immobilier, chargé des nationalisations, améliorations et privatisations ; l'Autorité chargée de l'établissement des standards et des valeurs faciales des Certificats (ainsi que leurs changements si nécessaire), de la détermination des zones dans lesquelles des Certificats pourront être émis, du choix et de la supervision de l'Agence qui évaluera les prix des biens tels qu'ils auront été définis ; enfin, la banque centrale qui, intervenant sur la masse monétaire et sur les taux d'intérêt, affectera les prix de l'immobilier, le volume des Certificats déposés et les crédits octroyés.

Un exemple montrera pourquoi la coordination est nécessaire :

Dans le cas où une inflation (ou la crainte de celle-ci) sur les produits de consommation oblige la banque centrale à adopter une politique monétaire restrictive ; les autres instances pourraient-elles mener une politique expansionniste ?

Le problème n'est pas très original puisqu'il se pose pour la politique budgétaire et la politique monétaire. Mais l'existence d'une politique immobilière introduit un niveau supplémentaire de complexité dans la coordination des politiques économiques.

## *3. Réforme du droit de la faillite (DF)*

Il est évident qu'une réforme est nécessaire dans tous les cas ; un grand nombre de gouvernements s'y attellent actuellement. La proposition « Bebhuk<sup>1</sup> » nous semble plus

---

1. Voir chapitre 2, section 3, sous-section 2, p.161 sq.

efficace que la majorité de ces projets. Cette réforme nécessaire devient d'autant plus urgente que l'introduction du Certificat doublera les crédits octroyés en peu de temps. Pour tirer le plus grand bénéfice du Certificat, on serait donc bien inspiré de réformer le DF comme indiqué.

#### *4. Adaptation de Bâle 2*

Comme nous l'avons déjà démontré, Bâle 2 non adapté aux PED aura un effet débilissant sur le crédit au secteur privé dans les PED. L'adaptation de Bâle 2 fait donc partie des réformes structurelles qui doivent aller de pair avec le Certificat.

#### *5. Modification du régime de la garantie de dépôts avec pour visée le développement de la bancarisation*

Nous avons été amené dans la réflexion sur la garantie des Certificats déposés à remettre en question l'objet de la garantie des dépôts. Une réforme tendant à assurer les dépôts pour augmenter la bancarisation est certainement une nécessité dans les PED. Cela l'est d'autant plus dans le cas du Certificat où la bancarisation est encore inexistante. Comme déjà souligné, la garantie n'a pas un but social mais économique. Par suite, la garantie ne doit pas nécessairement être plafonnée, mais elle peut être limitée dans le temps ou prise en charge par les banques commerciales qui auraient alors l'obligation de souscrire une assurance privée.

#### *6. Politique fiscale plus compréhensive à l'égard du risque*

En dépit du caractère massif du changement préconisé et de la faible propension – mondiale – à réformer la fiscalité, nous croyons que ce changement est possible. En effet, le nouveau paradigme, une meilleure connaissance du patrimoine immobilier – il constitue du patrimoine total la majeure partie – rendra l'effort plus aisé et le succès moins aléatoire. Dans ce cas, non seulement le Certificat aura facilité une évolution désirable, mais la réforme rendra aussi la diffusion du Certificat plus générale.

Au risque de nous répéter, l'ensemble de ces mesures permettra d'accroître l'efficacité du Certificat. L'idée est d'améliorer le fonctionnement du circuit du risque et particulièrement la composante crédit qui, rappelons-le, est l'un des ciments principaux de l'échange de risque.

#### ***Les politiques conjoncturelles***

La création du Certificat et les réformes préconisées modifieront substantiellement l'environnement économique. Quelle politique économique faudra-t-il mener pour atténuer les chocs qui pourraient se produire ?

Nous allons aborder la question par l'analyse de trois politiques<sup>1</sup> : la politique immobilière, la politique monétaire et la politique de change. Nous n'avons évidemment pas de prétention à l'exhaustivité, mais l'étude de ces trois thèmes permettra de cerner les enjeux de la question et de dessiner les contours d'une étude plus globale sur les politiques conjoncturelles en économie à Certificats. Étant donné que la création du Certificat ainsi que les mesures détaillées plus haut établiront les conditions pour une croissance forte et durable, nous postulerons que l'objectif des politiques conjoncturelles sera le maintien de la stabilité des prix. Cet objectif final, en sus d'être l'objectif actuellement préconisé par la majeure partie des économistes et poursuivi par le plus grand nombre des pays, se justifie par le caractère inédit de l'environnement économique, une fois le Certificat introduit. Les autorités et les agents économiques risqueraient, si une politique de stabilisation n'était pas appliquée, de faire de fausses anticipations et donc, dans les faits, de compromettre une croissance durable<sup>2</sup>.

#### *a) Politique immobilière*

Comme on l'a vu, l'immobilier occupe dans les PED, et au Liban en particulier, une place économique prépondérante. Or, le Certificat est totalement basé sur lui. Nous avons vu à quel point l'activité économique, par le biais du crédit et des effets richesse, sera influencée par le Certificat (et donc par son sous-jacent). Il est donc essentiel qu'une politique immobilière soit menée. D'un autre côté, l'absence d'expérience de l'Autorité (inévitabile, car le Certificat n'existe pas encore) impose la plus grande prudence. Il est clair, par conséquent, que l'Autorité doit se fixer un objectif de stabilité des prix immobiliers. Comme pour la monnaie, cet objectif pourrait être un taux de progression annuel proportionnel à la croissance économique ; comme pour la monnaie, l'objectif (probablement une fourchette) serait affiché et expliqué.

Les prix immobiliers, si l'Autorité arrive à réaliser son objectif, évolueraient alors dans une sorte de tunnel de Friggit.

L'Autorité obtiendrait ce résultat d'abord par des interventions sur le marché à terme et sur l'immobilier physique, ensuite par la manipulation de la fiscalité immobilière, et enfin par l'instrument des taux d'intérêt. Le « mix » des interventions et leur volume seraient

---

1. On classe généralement les politiques conjoncturelles – c'est-à-dire celles qui ont pour but de régulariser la croissance économique – en deux catégories : budgétaires (et fiscales) et monétaires, auxquelles on ajoute parfois la politique de change. Le premier type est aujourd'hui bien passé de mode. Même les politiques de réduction d'impôts ont pour but plus une amélioration de l'efficacité de l'économie que sa stabilisation. Par les mécanismes incitatifs, la réduction d'impôts relève davantage des politiques structurelles que des politiques conjoncturelles.

2. Nous partons d'un scénario de « Big Bang », c'est-à-dire que toutes les mesures seront implémentées en même temps et que toutes les régions disposeront en même temps de Certificats. Il est cependant vraisemblable, particulièrement pour ce dernier point, que le Certificat sera progressivement introduit, et donc que les tensions, qui motivent l'étude de ces trois thèmes, seront bénignes.

déterminés par l'ampleur de la variation et la nécessité ou non d'intervenir sur d'autres déséquilibres.

L'ordre des interventions serait déterminé par le choix du spectre d'influence de l'intervention. Et, comme pour les antibiotiques, si le microbe peut être combattu et le malade guéri par un médicament à spectre étroit, c'est celui-ci qui doit être choisi.

Concernant les interventions sur les marchés immobiliers, on peut se demander si l'Autorité peut disposer, à court terme, de moyens d'action. La réponse est certainement affirmative, pour peu que le patrimoine immobilier de l'État soit mis à sa disposition et qu'elle ait une autonomie suffisante.

Rappelons que les transactions immobilières annuelles sont de près de trois milliards et demi de dollars au Liban<sup>1</sup> et que le patrimoine immobilier de l'État y est de l'ordre de trente milliards<sup>2</sup>. Des interventions ponctuelles sur les marchés physiques et à terme de trois cent millions de dollars seront donc probablement suffisantes (sachant que l'Autorité pourrait intervenir pour des montants bien supérieurs et retourner sa position lorsque les marchés auront retrouvé des niveaux acceptables), d'autant plus que les spéculateurs n'oseront pas jouer contre l'Autorité qui dispose également de l'arme fiscale et de l'arme monétaire pour briser une spéculation à la hausse. En conséquence, les spéculateurs trouveront plus profitables de spéculer dans le sens de l'Autorité. En d'autres termes, lorsque les prix à terme sortiront de la fourchette décidée ou que les prix physiques manifesteront une nervosité perceptible, les professionnels se dépêcheront de vendre ou s'abstiendront d'acheter, voire vendront « *short* ».

Cependant, nous ne devons pas être abusé par cette apparence de toute-puissance : lorsque les données fondamentales l'imposeront, il sera impossible à l'Autorité de lutter à long terme contre les forces du marché<sup>3</sup>. Ces interventions ne peuvent avoir pour but de contrarier l'évolution à long terme des prix. Il faudra donc que l'Autorité dispose des moyens de détecter cette évolution et, le cas échéant, qu'elle modifie son objectif.

#### *b) Politique monétaire*

Nous avons déjà abordé la question à de multiples reprises. Notre but, ici, sera simplement d'explicitier la politique monétaire, compte tenu de l'existence du Certificat et spécialement durant les premières années de son introduction.

---

1. Selon l'Administration Centrale de la Statistique au Liban, le total des transactions immobilières en 2005 comprenant les ventes, les donations et les successions était de près de 3,4 milliards de dollars américains. Les transactions pour les trois années antérieures, si l'on excepte l'année 2004 durant laquelle une modification fiscale a entraîné un nombre d'opérations opportunistes, étaient en moyenne de 2,2 milliards de dollars (Administration Centrale de la Statistique, <http://www.cas.gov.lb>).

2. Estimation Cordahi.

3. La faible fluidité du marché permet d'influencer les mouvements de prix à court terme, mais la grande profondeur ne permet pas de modifier leur évolution à long terme.

Quatre objectifs seront traités. Les trois premiers – lutte contre l’inflation, maintien de l’activité à un niveau acceptable et stabilité du secteur financier – seront considérés dans une hypothèse de dollarisation complète (dans le sens du remplacement de la monnaie nationale par une monnaie étrangère), conformément aux recommandations ci-dessus. Le quatrième objectif sera la défense du cours de change (si la dollarisation n’était pas effectuée). Les instruments envisagés seront : les réserves obligatoires, les actions sur « l’Open market », le taux de réescompte et les interventions sur le marché des changes. Compte tenu des données libanaises, nous estimerons le degré d’efficacité des instruments sur les objectifs énoncés.

### **1. La lutte contre l’inflation**

La dollarisation devrait réduire l’inflation locale sans l’éliminer totalement. Pour s’en convaincre il suffit de prendre des exemples analogues : l’inflation dans la zone euro est légèrement différente d’un pays à l’autre ; à l’intérieur des Etats-Unis, chaque État connaît des taux marginalement différents et, à l’époque où en France la monnaie était le franc français, les prix pouvaient varier d’une région à l’autre. Cela signifie que le choix d’une monnaie étrangère comme monnaie de transaction n’implique pas la disparition d’une inflation locale, mais que cette inflation ne sera pas excessivement éloignée de celle du pays ou de la zone dont est originaire la monnaie. On peut donc s’attendre, une fois le Certificat introduit et la dollarisation achevée, à ce que premièrement l’inflation sur les biens soit contenue, du fait de la dollarisation ; et ensuite, celle sur les actifs maîtrisée, en raison de la politique immobilière ; il ne resterait donc que l’inflation sur les services, résultat d’une hausse possible des salaires.

Comment réduire cette inflation locale ?

Un niveau élevé de réserves obligatoires, un taux conséquent de réescompte ou des interventions sur « l’Open Market » peuvent assurer cela. Nous y reviendrons, une fois que nous aurons exposé les différents objectifs.

### **2. Maintien de l’activité à un niveau acceptable**

Cela ne devrait pas être l’objectif principal des autorités monétaires, car, une fois le Certificat introduit et les diverses réformes structurelles implémentées, l’activité devrait demeurer pour quelque temps à un rythme soutenu. Plus tard, l’autorité monétaire pourrait effectuer un « fine tuning » en modulant le coefficient des réserves obligatoires, les interventions sur « l’Open market » et le taux de réescompte.

### **3. La stabilité du secteur financier**

Cet objectif doit être sans conteste possible l’objectif premier, la préoccupation principale, voire l’obsession des autorités monétaires.

Nous avons déjà vu que le surcroît d'activité entraînera de plus amples recettes fiscales et la dollarisation de moindres tensions inflationnistes. Par suite, le plus grand danger est que les banques, cédant aux nouvelles possibilités de profit, s'engagent dans des crédits excessifs et que, dans le même temps, les emprunteurs, du fait de la facilité nouvelle, se lancent dans des projets hasardeux. On est ici dans un contexte typiquement minskien, avec un changement de perception et de nouvelles opportunités. Un emballement des crédits pourrait conduire, si un retournement se produisait, à une crise de troisième génération dans laquelle, les fondamentaux étant solides, la défaillance d'une seule banque pourrait, par effet de domino, précipiter celle d'une partie du secteur bancaire<sup>1</sup>.

Ce risque est d'autant plus important que le reflux des capitaux<sup>2</sup> se heurtera uniquement à la digue du secteur bancaire et non, comme cela aurait pu être le cas, à celle-ci et à celle du change.

#### **4. Utilisation des instruments pour la réalisation des trois premiers objectifs**

Compte tenu de ce que nous avons exposé plus haut, il nous paraît souhaitable que la Banque Centrale requière un taux élevé de réserves obligatoires, rémunérés au taux du marché<sup>3</sup>. Au Liban, le taux de 20 % semble intuitivement le chiffre magique. Ainsi, la Banque du Liban (BDL) disposerait de ressources de près de 16 milliards de dollars entre ses fonds propres et les réserves obligatoires. Ces fonds constitueront les moyens initiaux pour « l'Open Market » (OM), le réescompte et l'intervention en « prêteur en dernier ressort » (PDR)<sup>4</sup>. Ce taux peut évidemment être modifié à la hausse ou à la baisse si le besoin s'en fait sentir.

Pour l'OM, la BDL pourrait, selon les circonstances, placer en dépôt des liquidités auprès des banques libanaises<sup>5</sup> et acheter ou vendre des titres d'État<sup>6</sup>.

Quant au taux de réescompte, il devra s'agir, à notre sens, du taux auquel la BDL avancera des liquidités aux banques contre nantissement de Certificats. Ce taux, affiché, sera le taux directeur et sera modifié suivant la conjoncture : une activité forte justifiera un taux élevé, une récession, voire des difficultés du secteur bancaire motiveront un taux bas.

---

1. Radelet et Sachs (1998).

2. Le retournement pourrait venir d'une balance de paiements longtemps déficitaire et financée par l'emprunt.

3. La BCE rémunère déjà les réserves au taux du marché.

4. Selon les principes de Bagehot, le PDR doit intervenir sans contraintes, à des taux de pénalités et en contrepartie de garanties acceptables. En l'occurrence, le PDR interviendrait systématiquement en contrepartie de Certificats, mais ses autres interventions seraient fonction des circonstances et les taux appliqués dépendraient de la garantie offerte.

5. Dans les PED on considère – généralement – totalement hérétique le fait pour une banque centrale de déposer des montants auprès du secteur bancaire national, et l'on préfère l'orthodoxie d'en faire bénéficier les secteurs bancaires étrangers.

6. Certes il est interdit par les règles de la BCE d'acheter des titres des États membres de l'Union ; cependant, la BDL, de façon régulière, acquiert des titres de l'État libanais.

En cas de crise, la BDL disposera, en sus des ressources propres, de la possibilité de tirer sur les lignes internationales<sup>1</sup> ou sur des lignes qu'elle aura pris soin de se ménager auprès de prêteurs internationaux, contre nantissement de prêts hypothécaires<sup>2</sup>.

La première ligne de défense de la BDL sera de presque 25 % du total des dépôts des banques libanaises ; pour sa seconde ligne elle pourra mobiliser plus de 15 % supplémentaires.

Bien qu'il soit difficile d'établir une prévision, nous avons l'impression qu'avec un tel niveau de ressources la BDL devrait pouvoir repousser toutes les menaces qui pourraient s'exercer sur son secteur bancaire.

De plus, le taux de réserves obligatoires couplé à une politique immobilière devrait également tempérer l'inflation locale.

En conclusion, les politiques monétaires et immobilières, bien appliquées, peuvent garantir l'économie libanaise de toute retombée négative de la réforme.

### **5. Les Certificats en appui à la politique de change**

La présence du Certificat engendrera une plus grande activité, par conséquent davantage d'importations mais aussi moins de transferts unilatéraux puisque les Libanais auront alors moins de motivation à s'expatrier. La balance de paiements sera donc détériorée par rapport à sa situation avant Certificats. De plus, l'augmentation de la demande aura également tendance à renforcer les tensions inflationnistes. Par conséquent, la devise nationale sera plus menacée qu'elle ne l'est actuellement et la BDL devra conserver des liquidités suffisantes pour protéger le secteur bancaire.

Ce double danger est l'une des raisons qui nous conduisent à recommander l'option de la dollarisation. Cependant le rejet de la dollarisation, qui pourrait être nécessaire pour des raisons politiques, n'entraîne pas condamnation du Certificat. En effet, la clé pour la BDL est de conserver les réserves suffisantes pour tout à la fois défendre la parité et protéger le secteur bancaire si l'un ou l'autre était menacé. Or, nous l'avons vu plus haut, le Certificat implique une augmentation d'actifs, mobilisables internationalement, déposés auprès de la BDL. En outre, du fait de la meilleure activité, la BDL peut, sans remords, augmenter les réserves obligatoires et donc ses ressources.

Sans nous attarder davantage, nous pouvons affirmer avec tranquillité que, si la gestion des équilibres sera plus compliquée, elle ne sera pas impossible.

---

1. FMI, Banque Mondiale ou banques centrales étrangères.

2. Il s'agit des avances que la BDL accorderait aux banques contre nantissement de Certificats.

## Conclusion du chapitre 3

---

Le Certificat hypothécaire est-il une révolution ?

Certes, il est fondé sur des bases conceptuelles existantes et des mécanismes juridiques rodés. Il est également le prolongement d'institutions séculaires. Cependant, tant pratiquement que théoriquement il introduit une rupture. Les montants qu'il mettrait en jeu sont colossaux et l'utilisation qui est faite des concepts est révolutionnaire.

Cette innovation pourrait bouleverser les ordres établis : rendre prospères certains pays et réduire la misère de certains autres ; elle pourrait également lancer une nouvelle phase d'accélération, un nouveau cycle.

Mais comme toute innovation, elle nécessite une adhésion préalablement à son adaptation. Cela pourrait se faire grâce à un processus évolutionnaire<sup>1</sup>. Certaines des mesures sont possibles indépendamment du projet global et ce dernier pourrait se réaliser partiellement, par exemple en limitant les déposants aux seules organisations (État, congrégations, entreprises). Cependant, une fois lancé, le Certificat induirait une profonde remise en cause de certains principes économiques.

Qu'apporte ce chapitre à l'idée du Certificat ?

On y trouve, tout d'abord, le mode d'emploi : plusieurs aspects ont été étudiés, dont la faisabilité juridique, les impératifs réglementaires, le traitement comptable et l'issue en cas de faillite du dépositaire ; deuxièmement, une analyse des coûts et avantages de cet instrument, notamment au regard de l'impact macroéconomique, des conséquences pour l'État et des retombées pour les banques depositaires ; troisièmement, ce chapitre a été l'occasion de réfléchir au secteur de l'immobilier et au système de garantie de dépôts.

Évidemment, tout ce qui concerne le Certificat est original mais son traitement est très classique. De plus, dans beaucoup de cas nous nous sommes contenté de défricher un domaine inconnu et étendu. Pour l'immobilier et pour la garantie de dépôts, bien que les sujets ne soient guère nouveaux, nous croyons que notre approche permet un renouvellement de la réflexion et ouvre de nouvelles possibilités tant de recherche que d'applications concrètes.

---

1. On peut aussi sauver son âme en défendant le Programme de Gotha.

Il est regrettable que nous n'ayons pu valider le projet par un modèle plus robuste que IS-LM et pour un pays mieux doté statistiquement que le Liban. Cela peut constituer la principale limite de ce chapitre, mais, d'un autre côté, cela donne une ouverture vers une recherche complémentaire.

Par ailleurs, nous avons ciblé l'application sur l'immobilier et avec des valeurs standardisées. En réalité, le modèle peut être adapté à tout actif. Rien n'empêche en effet que, à l'instar de l'immobilier, on puisse faire une hypothèque de bateau, un gage d'actions, de bijoux ou l'affectation d'un contrat en faveur des créanciers d'une banque. Le moteur du système est la possibilité de déposer auprès des banques d'autres actifs que de la monnaie, dont celles-ci pourraient user comme garanties et ainsi les rendre quasi fongibles. En outre, les valeurs standardisées facilitent la mise en œuvre, mais rien n'interdit d'utiliser des valeurs réelles fournies par une évaluation spécifique. Nous avons également pris des Certificats avec des échéances et des niveaux de risque classiques. Mais on peut imaginer des échéances beaucoup plus longues, identiques à celles des obligations, tout comme on peut concevoir des Certificats qui seraient subordonnés aux dépôts.

Nous avons aussi délibérément occulté deux thèmes très prometteurs qui peuvent faire l'objet d'études ultérieures : le Certificat dans les pays développés et le dépôt dans des banques étrangères (le Certificat *cross border*).

On le voit, notre innovation n'est qu'un premier pas vers une amélioration du crédit, une optimisation du risque des agents et de l'utilisation du patrimoine national.

## Conclusion générale

---

« Celui qui voulut que l'homme fût sociable toucha du doigt l'axe du globe et l'inclina sur l'axe de l'univers. À ce léger mouvement, je vois changer la face de la terre et décider la vocation du genre humain : j'entends au loin les cris de joie d'une multitude insensée ; je vois édifier les palais et les villes ; je vois naître les arts, les lois, le commerce ; je vois les peuples se former, s'étendre, se dissoudre, se succéder comme les flots de la mer<sup>1</sup>... »

Ce n'est pas dénaturer la pensée de Rousseau que d'y trouver l'une des idées de base de notre thèse : le risque comme matrice des institutions et les institutions comme instrument pour réduire le risque. Cela a deux conséquences : d'une part, les institutions sont conditionnées par la situation qui les a vues naître et, d'autre part, le risque effectif est en grande partie déterminé par l'activité humaine. L'interaction entre les deux apparaît comme le facteur le plus décisif dans le développement, et la réforme des institutions le corrélat nécessaire. Cependant, dans un monde où les individus se déplacent et les capitaux plus encore, tant le risque que les institutions doivent être appréciés relativement. Les agents comparent en effet entre les pays, dans le temps et aussi par rapport à leurs attentes.

Nous avons montré que le socle sur lequel se bâtissait la prospérité des nations était l'État, les entreprises et le crédit : l'État, parce qu'il est la plus grande institution, le créateur des autres et leur modèle, les entreprises parce qu'elles sont le principal lieu d'échange de risques, et le crédit parce que toutes les institutions en ont besoin et que tous les agents y participent. Il revient à l'État, institution première, d'établir la juste tension entre le risque recherché et le risque évité, et c'est le rôle de l'action spontanée de tirer le meilleur du risque et du cadre existant. Le champ privilégié de cette action se situant dans les entreprises et le crédit, c'est là surtout que se manifestent les différences de développement entre nations.

Notre attention s'est portée sur le crédit pour trois raisons : premièrement cette institution est l'une des moins idiosyncrasiques – ses règles ne diffèrent que marginalement d'un pays à l'autre –, deuxièmement, tous les agents économiques peuvent y participer, et troisièmement les effets de son amélioration peuvent imprégner tous les secteurs d'une société. Nous avons aussi fait le choix de privilégier le crédit bancaire. Une inclination personnelle nous y disposait, mais, comme le montre la section « Les banques comme fonds commun de créances », ce choix n'était pas absurde.

---

1. Rousseau (1781), p. 34-35.

La question qui se posait était donc : comment, dans un PED, améliorer le fonctionnement du crédit bancaire ? La solution et la principale innovation de cette thèse sont l'utilisation du patrimoine immobilier national pour garantir les créanciers des banques. À la différence des hypothèques actuelles qui ont pour fin de garantir les emprunts des constituants, ici les constituants garantissent les banques. Ainsi, par ce renversement, il est possible d'augmenter la liquidité globale, de permettre à tous les propriétaires immobiliers de participer partiellement aux risques d'entreprises et d'élargir le champ d'action des banques.

Nous avons pris le Liban pour tester notre proposition, tout en utilisant assez librement les données ou la législation françaises pour valider nos conclusions. Les résultats de nos simulations et de nos modèles simples sont édifiants. Le Certificat est en mesure de donner une nouvelle impulsion à l'économie libanaise avec une croissance additionnelle de 9 % par an. Par ailleurs, le Certificat offre un certain nombre d'avantages qualitatifs supplémentaires, tels le développement de la bancarisation ou la régularisation et la mise à niveau des biens immobiliers inférieurs.

#### *Les apports de cette thèse*

Les apports sont surtout d'ordre pratique, à l'usage principal des PED, bien qu'ils soient universels par essence. C'est tout d'abord la création du concept du Certificat hypothécaire, un instrument inexistant et dont nous n'avons trouvé d'équivalent ni dans la réalité ni dans la littérature. Nous en avons défini les règles majeures et délimité l'utilisation. Cette thèse a aussi été l'occasion d'un certain nombre de propositions auxquelles nous sommes arrivé par l'adoption du paradigme « risque ». Nous pouvons citer notamment la politique monétaire sans monnaie nationale, la réforme du droit de la faillite (inspirée par la proposition Bebchuck) et la politique immobilière. Toutes trois sont à contre-courant des préceptes de l'économie ou du droit.

Sur un plan théorique, nous pensons que le modèle Droits réels-Droits personnels offre un très grand potentiel à la fois explicatif et normatif. La crise actuelle suscitera sans aucun doute un intérêt pour ce type de modèles. Mais il faudra passer par une classification compréhensive des éléments de patrimoine. Celle que nous proposons (entre droits réels et droits personnels) a le mérite d'exister, même si elle est contestée par les juristes. Il faut aussi s'attendre à une refonte des comptabilités nationales dont nous avons constaté l'insuffisance dans le cadre des perspectives risque et patrimoine.

### *Les limites*

Les limites de ce travail sont inscrites dans sa genèse : il s'agit de l'ouvrage d'un praticien totalement engagé dans sa pratique. Par conséquent, il y manque des bases théoriques, des références suffisantes, une modélisation conséquente, et parfois l'humilité qui accompagne le chercheur travaillant dans son domaine. Dans beaucoup de cas, nous avons manqué des ressources nécessaires pour compléter une recherche importante, ou tout simplement prometteuse, pour notre thèse.

Il est aussi regrettable que nous n'ayons pu effectuer une étude de perception : comment les propriétaires immobiliers réagiraient à cette offre ? En comprendraient-ils le risque ? De même, nous n'avons pas consulté des institutions internationales publiques ou privées. Le Certificat ne pourra, en effet, voir le jour qu'une fois ces démarches et ces études complémentaires accomplies.

C'est dire que notre thèse est avant tout une invitation à d'autres recherches. Nous espérons, par ce travail, avoir facilité celui de ceux qui nous succéderont et au moins de leur en avoir donné le désir.

Au terme de cette entreprise, nous ne pouvons que revenir à cette citation de Goethe que nous avons mise en exergue. Il était, de fait, insensé de croire à l'achèvement de cette thèse, il est insensé d'attendre la réalisation des projets proposés, mais ce n'est pas toujours la raison qui mène le monde.



## Annexe

# Évaluation du patrimoine immobilier au Liban

par M. Charbel CORDAHI (e-mail du 4 mai 2006)

---

Le patrimoine immobilier au Liban comprend :

- les logements des ménages ;
- le patrimoine des administrations publiques ;
- les bâtiments et locaux des sociétés privées ;
- les terrains.

Une estimation de la valeur du patrimoine immobilier doit prendre ces quatre composantes en considération.

Les statistiques sur la valeur du patrimoine immobilier manquent. La Banque Mondiale a l'intention de lancer un chantier dans cette direction, mais n'a rien entrepris pour le moment.

Dans cette note, nous essayons d'établir un cadre approximatif de la valeur du patrimoine au Liban. Notre estimation n'est qu'un indicateur, et doit être confrontée à d'autres estimations et méthodes de calcul pour avoir une meilleure perception de la situation.

### **Les hypothèses de calcul**

1 - Pour l'estimation de la « construction bâtie », nous partirons du total de la taxe sur la propriété bâtie (environ 300 millions de dollars pour l'année 2005). Cette taxe s'élève à environ 6 % de la valeur locative estimée par les municipalités, administrations, etc. En général, les appartements, immeubles, etc., sont estimés à leur valeur le jour de leur enregistrement auprès des autorités. Une cote de 5 % (appréciation annuelle estimée) est appliquée tous les ans à cette valeur. Cela nous permet de considérer que la valeur actuelle estimée est « bonne », pour ne pas dire parfaite, car l'inflation a été inférieure à 5 % durant les dix dernières années. D'après l'expérience mondiale (comptable et juridique) en matière de propriété construite, un bien-fonds vaut 20 fois sa valeur locative annuelle. Nous multiplierons alors la valeur des loyers par 20. Nous majorons le chiffre obtenu par 10 % (patrimoine estimé des congrégations et communautés religieuses, incluant les hôpitaux et

écoles privées, exemptées de la taxe sur la propriété bâtie<sup>1</sup>).

2 - Pour l'estimation du patrimoine des administrations publiques, nous partons des frais d'entretien et de maintenance de ces unités. Dans les comptes nationaux de 1997 (établis avec l'aide de l'INSEE et qui sont jusqu'à présent les seuls chiffres officiels audités d'après guerre), nous pouvons lire : « La consommation de capital fixe a été estimée au trentième des dépenses cumulées d'investissement des administrations durant les trente dernières années (1967-1996), les dépenses passées étant réévaluées aux prix actuels (système d'amortissement linéaire en supposant la durée de vie moyenne des infrastructures et des équipements publics de trente ans). À défaut d'indice des prix des biens d'équipement, la réévaluation a été faite par rapport à l'indice du salaire minimum. Cette consommation s'est élevée à 498 milliards de LL<sup>2</sup> » (330 millions de dollars). D'après les estimations mondiales en matière d'entretien et de maintenance du patrimoine, et d'après les chiffres du ministère de l'Économie, un taux de 1/30e est suffisant pour empêcher la détérioration du stock initial. Étant donné que depuis 1997, il y a eu peu de nouvelles constructions (à part l'aménagement du Grand Sérail et d'autres bâtiments publics), nous pouvons estimer le patrimoine des administrations publiques à environ 15 milliards de dollars (9,9 milliards sur la base des chiffres en question + 5,1 milliards pour les constructions et aménagements postérieurs à 1997). Après déduction des machines, équipements, etc., à privatiser (le FMI et la Banque Mondiale estiment à environ 3 milliards de dollars la part du patrimoine des entreprises publiques à privatiser, y compris la téléphonie mobile), le total s'élève à 12 milliards de dollars. Ce chiffre représente 10,9 % du patrimoine immobilier des ménages (logements)<sup>3</sup>.

3 - Pour l'estimation des bâtiments et locaux des sociétés privées, les comptes économiques de 1997 précisent : « Quant aux sociétés, on ne connaît à l'heure actuelle que les bilans des banques (ceux des assurances ne sont pas encore publiés)<sup>4</sup>. » Nous estimons leur valeur à 12 milliards de dollars, une somme équivalente au patrimoine immobilier des administrations publiques.

4 - Pour l'estimation des terrains, deux méthodes de calcul sont possibles. La première consiste à multiplier la surface approximative encore non construite dans chaque région par le prix moyen du m<sup>2</sup>. Dans ce cas, les chiffres sont de pures estimations<sup>5</sup>. La deuxième méthode, qui nous semble plus pertinente et moins imprudente, se base sur un rapprochement avec le

---

1. Il n'existe pas de statistiques sur le patrimoine des congrégations et communautés religieuses. Les experts estiment cette part à 10 % du patrimoine immobilier total.

2. *Les comptes économiques de 1997*, ministère de l'Économie et du Commerce, mai 2003, p. 33.

3. En France, ce chiffre s'élève à 1,6 % de la valeur des logements.

4. *Les comptes économiques de 1997*, ministère de l'Économie et du Commerce, mai 2003, p. 23.

5. À Beyrouth, un peu plus de 10 % des terrains sont encore « vierges ». Au mont Liban, cette part s'élève à 30 %. Au sud et au nord, elle atteint les 50 %. Dans la Bekaa, elle avoisine les 70 % (zones agricoles ; n'oublions pas aussi que la loi ne permet pas de construire sur la totalité de la surface d'un terrain).

cas français, où les terrains représentent 38 % du patrimoine immobilier (actifs non financiers (-) machines et équipements). Dans ce cas, le total des terrains au Liban s'élève à 207,5 milliards de dollars (moyenne des résultats obtenus par les deux méthodes de calcul)<sup>1</sup>.

## Les résultats

### 1 Ménages

Taxe en \$	300 000 000
Taux moyen	6 %
Valeur locative	5 000 000 000
<b>Logements (y compris la majoration de 10 %)</b>	<b>\$110 milliards</b>

### 2 Administrations publiques

Patrimoine approximatif	\$12 milliards
-------------------------	----------------

### 3 Sociétés et entreprises privées

Patrimoine approximatif	\$12 milliards
-------------------------	----------------

### 4 Terrains, première méthode de calcul

Région	Surface exploitable	Nombre de km <sup>2</sup>	Prix moyen du m <sup>2</sup>	Total en milliards \$
Beyrouth	10 %	200	850	170
Mont Liban	30 %	600	50	30
Sud	50 %	1 000	30	30
Nord	50 %	1 000	30	30
Bekaa	45 %	900	35	31,5
<b>Terrains</b>				<b>291,5</b>

### **Terrains, deuxième méthode de calcul**

Soit (T) la valeur en dollars des terrains

$$T = 0,38 \times \text{patrimoine immobilier total}$$

$$T = 0,38 (\$124 \text{ milliards} + T)$$

$$0,62 T = \$76,88 \text{ milliards}$$

$$\rightarrow T = 124 \text{ milliards}$$

1. Il n'existe pas de statistiques sur la part des congrégations religieuses et de l'État dans le patrimoine immobilier total, mais les journaux répètent depuis longtemps que cette part s'élève à 20 % pour les congrégations religieuses (toutes communautés confondues) et à 10 % pour l'État libanais.

### **Chiffre adopté**

Moyenne des résultats (1) et (2) =  
(291,5 milliards + 124 milliards) / 2 =  
**\$207,5 milliards**

#### *5 Patrimoine immobilier total (en milliards de \$)*

Logements des ménages	110
Locaux/bâtiments administrations publiques	12
Locaux/bâtiments sociétés et entreprises privées	12
Terrains	207,5
<b>Patrimoine immobilier total</b>	<b>\$341,5 milliards</b>

Ce patrimoine couvre 19 fois le PIB annuel du Liban (estimé à 18 milliards de \$). Il représente \$85 375 par tête d'habitant (4 millions d'habitants) et correspond à \$32,7 par m2 (en moyenne sur tout le territoire libanais).

# Bibliographie

---

- AGLIETTA M. [2001], *Macroéconomie financière. Crise financière et régulation monétaire*, Paris, La Découverte.
- ALAIN [1985], *Propos sur les pouvoirs*, Paris, Gallimard.
- ALLAIS M. [1953], « Le comportement de l'homme rationnel devant le risque : critique des postulats et axiomes de l'école américaine », *Paris, Econometrica* (21), p. 503-546.
- ALLEGRET J.-P. [2005], *Les Régimes de change dans les marchés émergents*, Paris, Vuibert.
- ANCEL P. [2000], *Droit des sûretés*, Paris, Litec.
- ANDO A. et MODIGLIANI F. [1957], « Tests of the life cycle hypothesis of saving: Comments and suggestions », *Oxford Institute of Statistics Bulletin*, 19, p. 99-124.
- ANNE J. [1998], « Approfondissement financier et croissance : analyses empiriques en Afrique sub-saharienne », [www.dauphine.fr/eurisco/eur\\_wp/FINAFRIC.pdf](http://www.dauphine.fr/eurisco/eur_wp/FINAFRIC.pdf)
- ARENDT H. [1972], *La Crise de la culture*, Paris, Gallimard
- ARROUS J. [1999], *Les Théories de la croissance*, Paris, Le Seuil.
- ARROW K.J. [1962], « The Economic Implications of Learning by Doing », *Review of Economic Studies*, 29 (3), p. 155-173.
- ARTUS P. [2002], *La Nouvelle Économie*, Paris, La Découverte.
- ASSIDON E. [2002], *Les Théories économiques du développement*, Paris, La Découverte.
- AUBIN C. et NOREL P. [2000], *Économie Internationale*, Paris, Le Seuil.
- BACHELARD G. [1934], *Le Nouvel Esprit scientifique*, Paris, PUF.
- BAGEHOT W. [1873], *Lombard Street. A Description of the Money Market*, Londres, H.S. King.
- BARDES B. [2003], « Délais de paiement et solde du crédit interentreprises de 1990 à 2002 », *Bulletin de la Banque de France*, décembre 2003, n° 120. [http://www.banque-france.fr/fr/telechar/bulletin/etu120\\_4.pdf](http://www.banque-france.fr/fr/telechar/bulletin/etu120_4.pdf)
- BARON J.F. [2006], « Patrimoine National », *Insee Première*, n° 1057.
- BARRO R., 1974, « Are Government Bonds Net Wealth? », *The Journal of Political Economy*, vol. 82 (6), p. 1095-1117.
- BARZEL Y. [1997], *Economic Analysis of Property Rights*, New York, Cambridge University Press.
- BAZ F. [2005], *Bilanbanques*, Beyrouth, Bankdata Financial Services in Collaboration with the Association of Banks in Lebanon.

- BEBCHUK L.A. [1988], « A New Approach to Corporate Reorganization », *Harvard Law Review*, 101, p. 775-804.
- BECK U. [1986], *La Société du risque*, Paris, Aubier. 2001 éd. fr.
- BECKER G. [1991], *A Treatise on the Family*, Cambridge MA, Harvard University.
- BERGSON H. [1927], *Essai sur les données immédiates de la conscience*, Paris, PUF.
- BERNANKE B. [1983], « Non Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression », *The American Economic Review*, vol. 73 (3), p. 257-276.
- BERNANKE B. [2000], *Essays on the Great Depression*, Princeton, Princeton University Press.
- BERNANKE B.S. et BLINDER A. [1988], « Credit, Money, and Aggregate Demand », *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 78 (2).
- BERNIER B. [2001], *La Pensée économique contemporaine*, Paris, Dunod.
- BERNOUILLI D. [1738], « Commentaires de l'Académie impériale de Saint-Petersbourg », *Econometrica*, 22, 1954, p. 123-136.
- BERNSTEIN P. [1998], *Plus forts que les dieux*, Paris, Flammarion.
- BIENAYME A. [2006], *Les Grandes Questions de l'économie contemporaine*, Paris, Odile Jacob.
- BIKHCHANDANI S., HIRSHLEIFER D. et WELCH I. [1992], « A Theory of Fads, Fashion, Custom and Cultural Change as Informational Cascades », *Journal of Political Economy*, vol. 100, n° 5, p. 992-1026.
- BLACK F. [1971], « Towards a Fully Automated Exchange », *Financial Analysts Journal*, vol. 27, n° 4, p. 27, 34.
- BLAZY R. [2000], *La Faillite. Éléments d'analyse économique*, Thèse, Paris, Economica.
- BOISSIEU C. de et al. [2000], « La titrisation », *Revue d'économie financière*, n° 59.
- BONNARD J. [2003], *Droit des entreprises en difficulté*, Paris, Hachette Livre.
- BORCH K.H [1968], *The Economics of Uncertainty*, Princeton, Princeton University Press.
- BORCH K.H [1970], « Problems in the Economic Theory of Insurance », <http://www.casact.org/library/astin/vol110no1/1.pdf>.
- BORCH K.H [1972], « The Place of Uncertainty in the Theories of the Austrian School », *Journal of Economics* 29-39.
- BOSSERELLE E. [1999], *Les Nouvelles Approches de la croissance et du cycle*, Paris, Dunod.
- BOUBA-OLGA O. [2003], *L'Économie et l'entreprise*, Paris, Le Seuil.
- BOYER J. de [2003], *La Pensée monétaire. Histoire et analyse*, Paris, Éditions Les Solos.
- BOYER R. ET ORLEAN A. [1994], *Persistence et changement des conventions, deux modèles simples et quelques illustrations*, Paris, PUF.

- BRANSON R. [1999], *Losing my Virginity*, New York, Random House.
- CAILLE A. [2007], *Anthropologie du don*, Paris, La Découverte.
- CANTILLON R. [1730, 1952], *Essai sur la nature du commerce en général*, Paris, réimpression Institut National d'Études Démographiques.
- CAYATTE J.-L. [2004], *Introduction à l'économie de l'incertitude*, Bruxelles, De Boeck Université.
- CHATEAUBRIAND F.R. [1844,2003], *Vie de Rancé*, Paris, Le Livre de Poche.
- CLASTRES P. [1974], *La Société contre l'État*, Paris, Minuit.
- CLASTRES P. [2005], *Archéologie de la violence*, La Tour d'Aigues, Éditions de l'Aube.
- CLERC L. [2001], « Direction des Études économiques et de la Recherche, Service d'Études sur les politiques monétaire et financière », *Bulletin de la Banque de France*, n° 94.
- COASE R.H. [1960], « The Problem of Social Cost », *Journal of Law and Economics*, II, October p. 1-44.
- COASE R.H. [1988], *The Firm, the Market, and the Law*, Chicago, The University of Chicago Press.
- COHEN D. [1999], *Richesse du monde, pauvreté des nations*, Paris, Flammarion.
- COHEN D. [2006] *Trois leçons sur la société post-industrielle*, Paris, Le Seuil et la République des Idées.
- CORNUEL D. [1999], « L'hypothèse de bulle immobilière », *Revue de l'OFCE*, n° 70, juillet 1999, [http://www.univ-lille1.fr/medee/publications/articles/cornuel\\_bulle.pdf](http://www.univ-lille1.fr/medee/publications/articles/cornuel_bulle.pdf).
- DE SOTO H. [2001], *The Mystery of Capital*, GB, Bantam Press edition.
- DEMANGE G. et LAROQUE G. [2001], *Finance et Economie de l'Incertain*, Paris, Economica.
- DEMSETZ H. [1997], *The Economics of the Business Firm*, New York, Cambridge University Press.
- DIAB N. et BOUSTANY I. [2003], *La Titrisation des actifs*, Bruxelles, Bruylant.
- DIATKINE S. [2002], *Les Fondements de la théorie bancaire*, Paris, Dunod.
- DUNBAR N. [2001], *Inventing Money*, Chichester, John Wiley & Sons LTD.
- DUPUY J.-P. [2005], *Petite métaphysique des tsunamis*, Paris, Le Seuil.
- EICHENGREEN B. et WYPLOSZ C. [1993], « The Unstable EMS », *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol 1, 51-143.
- ENCYCLOPÆDIA UNIVERSALIS [2004], CD ROM version 9.
- FAVERAU O. [1989], « Marchés internes, marchés externes », *Revue Économique*, Numéro spécial « *L'économie des conventions* ».
- FERRARI J.-B. [2002], *Économie du risque*, Paris, Bréal.

- FLOUZAT D. [1987], *Analyse économique. Comptabilité nationale*, Paris, Masson.
- FRANÇOIS J. [2004], *Droit civil, T. 7 : Les sûretés personnelles*, Paris, Economica.
- FREIXAS X. et ROCHET J.-C. [1997], *Microeconomics of Banking*, Harvard MA, MIT Press Edition, 2002.
- FRIEDMAN M. [1953], *Essays in Positive Economics*, Chicago, The University of Chicago Press.
- FRIEDMAN M. [1968], *Dollars and Deficits*, New Jersey, Prentice Hall.
- FRIEDMAN M. et SAVAGE L.P. [1948], « The Utility Analysis of Choices involving Risk », *Journal of Political Economy*, vol. 56, p. 270-304.
- FRIEDMAN M. et SCHWARTZ A. [1963], *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton, Princeton University Press.
- FRIGGIT J. [ 2001], *Prix des logements, produits financiers immobiliers et gestion des risques*, Paris, Economica.
- GADREY J. et JANY-CATRICE F. [2007], *Les Nouveaux Indicateurs de richesse*, Paris, La Découverte.
- GALBRAITH C.S. et MERRILL G.B. [1991], « The Effect of Compensation Program and Structure on SBU competitive Strategy: A Study of technology-intensive Firms », *Strategic Management Journal*, vol. 12 (5), p. 353-370.
- GARELLO J. [2005], « L'économie de la théorie des jeux », *Le Figaro*, 25 octobre 2005.
- GAUCHET M. [2003], *La Condition historique*, Paris, Stock.
- GAUDEMET J. [2000], *Droit privé romain*, Paris, Montchrestien.
- GILDER G. [1981], *Wealth and Poverty*, New York, Basic Books.
- GIROUARD N. *et al.* [2006], « Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals », *Working Papers*, n° 475, OCDE.
- GOUX J.-F. [1995], *Économie monétaire et financière*, Paris, Economica.
- GOUX J.-F. [1998], *Inflation, désinflation, déflation*, Paris, Dunod.
- GROSSMANN G et HELPMAN E. [1991], *Innovation and Growth in the Global Economy*, Cambridge, MIT Press.
- GRUNSPAN T. [1998], « Vingt ans de prix d'actifs », *Bulletin de la Banque de France*, novembre, n° 59.
- GULDE A.M. *et al.* [2003], « Dealing with Banking Crises in Dollarized Economies », *IMF Occasional paper*, April 10, (217), p. 54.
- HAGE-CHAHINE F. [1982], « Essai d'une nouvelle classification des droits privés », *RTD Civ.*, 1982 (705), p. 111.

- HAIRAULT J.-O. [2004], *La Croissance. Théories et régularités empiriques*, Paris, Economica.
- HARRIS R. [1989], « The New Protectionism Revisited », *The Canadian Journal of Economics*, vol. 22 (4), p. 751-778.
- HART O. [1999], « Different Approaches to Bankruptcy », *Paper presented to the Annual World Bank Conference on Development Economics*, Paris, June 21-23, 1999.
- HEGEL G.W.F. [1807,1991], *Phénoménologie de l'Esprit*, Paris, Aubier.
- HEGEL G.W.F. [1830,1965], *La Raison dans l'Histoire*, Paris, Plon.
- HELPMAN E. [2004], *The Mystery of Economic Growth*, Cambridge Massachusetts, Harvard University Press.
- HIGGINS R. [1995], *Analysis for Financial Management*, New York, McGraw-Hill.
- HICKS J.R. et WEBER W. (dir) [1974], « Carl Menger and the Austrian School of Economics », *The Economic Journal*, vol. 84, n° 334, P. 400-402.
- HOBBS T. [1651,1971], *Le Léviathan*, Paris, Sirey.
- HUART J. M. [2003], *Croissance et développement*, Rosny-sous-Bois, Bréal.
- JACHET N., BOURQUARD J., CHAMPAGNE V., MALLERAY P.A. de et ROSTAND C. [2004], *Rapport d'enquête sur l'hypothèque et le crédit hypothécaire*, Paris, Inspection générale des finances.
- JEROME F. [2004], *Droit civil*, T. 7 « Les sûretés personnelles », Paris, Economica.
- JOBARD-BACHELLIER M.-N. [2002], *Droit civil*, « Sûretés, publicité foncière », Paris, Memento Dalloz.
- KAHNEMAN D. et TVERSKY A. [1979], « Prospect theory: An analysis of decision under risk », *Econometrica*, XLVII (2), p. 263-292.
- KASPARIAN R. [2004], *Les comptes économiques du Liban 2003*, Ministère de l'économie et du commerce.
- KAST R. [2000], *La théorie de la décision*, Paris, La Découverte.
- KEMPF H. [2001], *Macroéconomie*, Paris, Dalloz.
- KERVERN G. Y. [1999], *L'Archipel du danger*, Paris, Economica.
- KEYNES J. M. [1936, 1982], *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Paris, Petite Bibliothèque Payot.
- KHOURY N. [1994], *La Théorie des biens monétaires*, Banque du Liban.
- KHOURY N. [1998], *Biens monétaires et coefficient de confiance*, Banque du Liban.
- KHOURY N. [1999], *Le Marché de la confiance*, Banque du Liban.
- KIERZENKOWSKI R. [2001] « Le canal étroit du crédit : une analyse critique des fondements théoriques », *REFED Université Paris Dauphine. Avril 2001*, <http://www.univ->

orleans.fr/deg/GDRecomofi/Activ/kierzenkowskipau.pdf

- KNIGHT F. [1921], *Uncertainty, Risk and Profit*, Boston, Houghton Mifflin Company.
- KOJEVE A. [2004], *La Notion de l'autorité*, Paris, Gallimard.
- KRUGMAN P.R. [1979], « A Model of Innovation, Technology Transfer, and the World Distribution of Income », *Journal of Political Economy*, vol. 87(2), p. 253-266.
- KRUGMAN P. et OBSTFELD M. [1994] *International Economics: Theory and Policy*, New York, Harper Collins.
- KUHN T. [1983], *The Structure of Scientific Revolutions*, Chicago, University of Chicago press. Trad. fr., *La Structure des révolutions scientifiques*, Paris, Flammarion.
- KUTTNER K.N. et MOSSER P. C. [2002], « The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions », *FRB NY Economic Policy Review May 2002*, disponible sur <http://www.ny.frb.org/research/epr/02v08n1/0205kutt.pdf>
- LA BOETIE E. de [1548,1983], *Discours de la servitude volontaire*, Paris, Flammarion.
- LALLEMENT M. [2005], *Histoire des idées sociologiques de Parsons aux contemporains*, Paris, Armand Colin.
- LANDES D. [1998], *Wealth and Poverty of Nations: Why Some Are so Rich and Some so Poor*, New York, Norton and Company.
- LAVOIE M. [2004], *L'Économie postkeynésienne*, Paris, La Découverte.
- LAVIGNE A. et POLLIN J.-P. [1997], *Les Théories de la monnaie*, Paris, La Découverte.
- LEIBNIZ W. [1686,1957], *Discours de la métaphysique*, Paris, G. Le Roy.
- LEWIS D. [1969], *Convention: A Philosophical Study*, Cambridge, Harvard University Press.
- LIST F. [1841, 1998], *Système national d'économie politique*, Paris, Gallimard.
- LONGUET S. [1998], *Hayek et l'École Autrichienne*, Paris, Nathan.
- LOWENSTEIN R. [2001], *When genius failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*, New York, Random House.
- LUCAS R. [1988], « On the Mechanics of Economic Development », *Journal of Monetary Economics*.
- MANDELBROT B. et HUDSON R. [2005], *Une approche fractale des marchés*, Paris, Odile Jacob.
- MAUSS M. [1968], « Essai sur le don », in *Sociologie et anthropologie*, Paris, PUF.
- MESONNIER J.S. [2004], « Crédit hypothécaire et soutien à la consommation : quelles leçons tirer du modèle anglo-saxon », *Bulletin de la Banque de France*, n° 132.
- MESTRE J., PUTMAN E. et BILLIAU M. [1996], *Droit commun des sûretés réelles*, Paris, LGDJ.

- MICHEL-KERJAN E. [2007], « Le “syndrome Katrina”, ou comment assurer les risques extrêmes », *Le Figaro*, 24-25 novembre 2007.
- MISES L. von [1934], *The Theory of Money and Credit*, Londres, Jonathan Cape Ltd.
- MISES L. von [1949], *Human Action*, Londres, Yale University.
- MISES L. von [2004], *Abrégé de l'Action humaine, traité d'économie*, Paris, Les Belles Lettres.
- MODIGLIANI F. AND MILLER M. [1958], « The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investments », *American Economic Review*, June 1958.
- MONTOUSSE M. [2002], *Nouvelles théories économiques*, Rosny-sous-Bois, Bréal.
- MOUREAU N. et RIVAUD-DANSET D. [2004], *L'Incertitude dans les théories économiques*, Paris, La Découverte.
- MOURGUES M. de [2000], *Macroéconomie monétaire*, Paris, Economica.
- NEUMANN J. von ET MORGENSTERN O. [1944], *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton, Princeton University Press.
- NIETZSCHE F. [1965], *Considérations inactuelles*, trad. fr. G. Bianquis, Paris, Aubier.
- NORTH D. [1990], *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, New York, Cambridge University Press.
- NORTH D. [2005], *Understanding the Process of Economic Change*. Princeton University, Trad. fr., *Le Processus du développement économique*, Paris, Éditions d'Organisation.
- OBEGI R. et ONAISSI B. [2003], « Cautionnement omnibus, la troisième voie », Beyrouth, Commerce du Levant, juin 2003.
- PEYRELEVADE J. [2005], *Le Capitalisme total*, Paris, Le Seuil et la République des idées.
- PERETTI-WATEL P. [2001], *La Société du risque*, Paris, La Découverte.
- PERROUX F. [1964], *L'Économie du XX<sup>e</sup> siècle*, Paris, PUF.
- PERSSON T. et TABELLINI G. [1992], « Growth, Distribution, and Politics », *European Economic Review* (36).
- PEYREFITTE A. [1995], *La Société de confiance*, Paris, Odile Jacob.
- PORTER M. E. [1990], *The Competitive Advantage of Nations*, New York, The Free Press.
- POSNER R. [2001], *Frontiers of Legal Theory*, Cambridge MA, Harvard University Press.
- PRADIER P. C. [2006], *La Notion de risque en économie*, Paris, La Découverte.
- PRELOT M. et LESCUYER G. [1980], *Histoire des idées politiques*, Paris, Dalloz.
- RADELET S. ET SACHS J. [1998], « The Onset of the East Asian Financial Crisis Risk », *Harvard Institute for International Development, Working Paper*.

- RAIFFA H. [1961], « Risk, ambiguity and the Savage axioms », *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 75 (4) pages 690-694.
- REINHART C., ROGOFF K.S., SAVASTANO M.A. [2003], « Addicted to Dollars », *NBER working papers W 10015*.
- RICARDO D. [1821,1992], *Des principes de l'économie politique et de l'impôt*, trad. fr. C. Soudan, Paris, Flammarion.
- RICHARD G. H. [1989], « The New Protectionism Revisited », *The Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économie*, vol. 22 (4), p. 751-778.
- RICŒUR P. [1995], *La Critique et la conviction*, Paris, Calmann-Lévy.
- RIST C. [1938, 2002], *Histoire des doctrines relatives au crédit et à la monnaie de John Law à nos jours*, Paris, Dalloz.
- RODRIK D. et SUBRAMANIAN A. [2003], « La primauté des institutions (ce que cela veut dire et ce que cela ne veut pas dire) », *Finances et développement*, juin, p. 31-34.
- ROMER P.-M. [1986], « Increasing Returns and Long Run Growth », *Journal of Political Economy*, vol. 94 (5), p. 1002-1037.
- ROMER P.M. [1990], « Endogenous Technological Change », *The Journal of Political Economy*, vol. 98 (5), p. S71-S102.
- ROMER P.-M. [2001], *Advanced Macroeconomics*, New York, McGraw Hill.
- ROSANVALLON P. [1990], *L'État en France de 1789 à nos jours*, Paris, Le Seuil.
- ROTHBARD M. [1962], *Man, Economy and State*, William Volker Fund, Edition 2001, the Ludwig Von Mises Institute.
- ROUSSEAU J.J. [1781], *Essai sur l'origine des langues*, [http://classiques.uqac.ca/classiques/Rousseau\\_jj/essai\\_origine\\_des\\_langues/essai\\_origine\\_langues.html](http://classiques.uqac.ca/classiques/Rousseau_jj/essai_origine_des_langues/essai_origine_langues.html)
- SALIN P. [2000], *Libéralisme*, Paris, Odile Jacob.
- SAPIR J. [2003], *Les Trous noirs de la science économique*, Paris, Le Seuil.
- SCHOTTER A. [1981], *The Economic Theory of Social Institutions*, New York, Cambridge University.
- SCHUERMANN T. [2002], *What Do we Know about Loss Given Default*, Wharton Financial Institutions Center, août. [fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/04/0401.pdf](http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/04/0401.pdf)
- SELGIN G. [1991], *La Théorie de la banque libre*, Paris, Les Belles Lettres.
- SEN A. [2000], *Development as Freedom*, First Anchor Books Edition, USA.
- SGARD J. [2002], *L'Économie de la panique*, Paris, La Découverte.
- SHARPE W. [1970], *Investments*, Prentice-Hall.
- SHEFRIN H., [2000], *Beyond Greed and Fear*, Cambridge, Harvard Business School Press.

- SHILLER R. [2001], *Irrational Exuberance*, Princeton, Princeton University Press.
- SIMLER P. [2000] *Cautionnement et garanties autonomes*, Paris, Litec n° 142.
- SIMLER P. [2006], Paris, *Semaine juridique*, n° 39 du 27 septembre 2006.
- SIMON H. [1996], *The Sciences of The Artificial*, Massachusetts Institute of Technology, et trad. fr. *Les Sciences de l'artificiel*, Paris, Gallimard [2004].
- SIMONNOT P. [2003], *L'Invention de l'État*, Paris, Les Belles Lettres.
- SMITH A. [1776], *Recherche sur la nature et les causes de la richesse des nations*.
- SORMAN G. [1987], *La Nouvelle Richesse des nations*, Paris, Fayard.
- STIGLITZ J. [2002], *La Grande Désillusion*, Paris, Librairie Arthème Fayard.
- STIGLITZ J. et GREENWALD B. [2005], *Économie monétaire*, Paris, Economica.
- STIGLITZ J. et WEISS A. [1981], « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *The American Economic Review*, 71 (3).
- TAROT C. [2003], *Sociologie et Anthropologie de Marcel Mauss*, Paris, La Découverte.
- TIMBEAU X., HEYER E., LE BAYON S. et PELERAUX H. [2005], *L'Immobilier, pilier de la croissance ou épée de Damoclès*, Étude réalisée par l'OFCE à la demande du Sénat.
- TOUATI M. [2005], « L'immobilier en France : une bulle invisible », [dossiersdunet.com/article634.html](http://dossiersdunet.com/article634.html).
- TOURAINÉ A. [2005], *Un nouveau paradigme*, Paris, Fayard.
- VALIER J. [2005], *Brève histoire de la pensée économique d'Aristote à nos jours*, Paris, Flammarion.
- VERNIMMEN, *Lexique de finance*.  
[http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition\\_banque\\_commerciale.html](http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_banque_commerciale.html)
- WALSH C. [2003], *Monetary Theory and Policy*, Cambridge, MIT press.
- WOMACK J.P., JONES D.T., ROOS D., CARPENTER D.S. [1992], *The Machine that changed the World*, New York, Rawson Associates, Macmillan Publishing Company, 1990, Trad. fr. Paris, Dunod..
- WYDLER D. [1998], *Comparaison des actions et obligations suisses de 1925 à 1997*, Pictet et Cie.



# Table des matières

---

<b>Jury</b> .....	<b>3</b>
<b>Remerciements</b> .....	<b>7</b>
<b>Sommaire</b> .....	<b>9</b>
<b>Avant-propos</b> .....	<b>11</b>
<b>Introduction générale</b> .....	<b>13</b>
Au-delà du principe de profit.....	13
Le nouveau paradigme.....	14
La main gauche de Dieu .....	15
Les apports.....	15
<b>Chapitre 1</b> .....	<b>17</b>
<b>Vers un nouveau paradigme : le risque structurant et civilisateur</b> .....	<b>17</b>
<b>Introduction au chapitre 1</b> .....	<b>19</b>
<b>Section 1 : Théories de la décision en situation de risque</b> .....	<b>25</b>
1. La théorie de l'utilité espérée .....	26
Expérience 1 : L'équivalent certain et l'espérance .....	28
Expérience 2 : Équivalent certain et probabilité .....	30
La théorie des prospects .....	32
Quels enseignements tirer de UE ? .....	33
2. La théorie des jeux.....	33
L'économie des conventions et la théorie des jeux.....	34
3. La théorie moderne du portefeuille .....	36
<b>Section 2 : Risque et richesse</b> .....	<b>41</b>
1. Modèles de croissance .....	41
2. Investissement et risque.....	45
Offre et demande d'investissement.....	51
Modèle élargi à deux pays.....	56
Investissement et production nationale .....	60
3. Politiques économiques et risque .....	61
Le choix entre politique monétaire et budgétaire.....	61
4. Le rattrapage par les PED .....	67
L'épreuve de la réalité.....	67
La ruse des esprits animaux .....	69
<b>Section 3 : L'échange et le risque</b> .....	<b>71</b>
1. La fable du restaurant .....	72
2. Modélisation de la fable .....	73
3. Les contreparties du risque .....	76
4. Échange de risque et croissance .....	78
<b>Section 4 : Les institutions et le risque</b> .....	<b>81</b>
1. L'État et le risque .....	82
2. Les entreprises et le risque.....	91
Les modèles traditionnels de l'entreprise.....	91
Frank Knight et l'entreprise .....	92
Le rôle central des entreprises dans l'Échange .....	93
Assurance et services .....	95
Le circuit du risque.....	96
Les types de risque .....	97
Les sociétés et le développement économique.....	97

3. Le crédit.....	98
<b>Conclusion du chapitre 1 .....</b>	<b>101</b>
<b>Chapitre 2.....</b>	<b>103</b>
<b>Le crédit : ciment de l'échange du risque .....</b>	<b>103</b>
<b>Introduction au chapitre 2.....</b>	<b>105</b>
<b>Section 1 : Monnaie et crédit.....</b>	<b>109</b>
1. La théorie du canal du crédit et quelques conséquences et observations sur les PED	110
La découverte du canal du crédit.....	110
Les banques comme organe réactif.....	112
Une synthèse de la « credit view » et de la « money view » et présentation du modèle CC/LM .....	114
Le crédit dans les PED .....	116
Risque de crédit et risque de passif .....	118
Les mécanismes au sein du secteur .....	119
L'anti-diversification.....	119
La contagion.....	120
L'amplification.....	121
La transmission au secteur réel .....	122
2. Le crédit interentreprises et le modèle DR-DP.....	124
Le crédit interentreprises .....	124
Une version élargie du multiplicateur de crédit .....	125
Une approche minimaliste de la monnaie .....	127
Les droits réels et les droits personnels .....	128
L'existence d'un lien de subordination .....	132
<b>Section 2 : Les banques, vecteurs du risque de crédit.....</b>	<b>135</b>
1. La critique du théorème de Modigliani-Miller .....	135
Exposé du théorème .....	135
La critique du théorème.....	136
2. Les banques comme Fonds Commun de Créances .....	138
3. La gestion du risque par les banques .....	145
La Value at Risk.....	145
Bâle 2.....	147
<b>Section 3 : Des mesures structurelles pour améliorer le crédit.....</b>	<b>151</b>
1. Une politique monétaire pour les PED .....	151
De la difficulté pour un PED d'avoir une politique monétaire .....	152
Une politique monétaire sans monnaie nationale.....	153
Les limites (relatives) à la politique monétaire sans monnaie nationale.....	156
Le prêteur en dernier ressort (PDR) .....	156
Le seignuriage .....	157
La manipulation du cours de change.....	157
Le soutien à l'activité de crédit des banques.....	158
Le risque de passif.....	158
Le risque d'actif .....	159
Conclusion.....	161
2. La réforme du droit de la faillite.....	161
Le droit de la faillite en France .....	162
Les intervenants judiciaires .....	163
La procédure.....	163
Comparaison avec d'autres droits .....	165
Les enjeux d'un droit de la faillite .....	166
Une réforme du droit de la faillite.....	168

<b>Conclusion du chapitre 2 .....</b>	<b>173</b>
<b>Chapitre 3.....</b>	<b>175</b>
<b>Le Certificat hypothécaire : meilleur échange du risque, optimisation du crédit.....</b>	<b>175</b>
<b>Introduction au chapitre 3.....</b>	<b>177</b>
<b>Section 1 : Les aspects juridiques et administratifs .....</b>	<b>181</b>
1. Le cautionnement omnibus.....	181
2. Le Certificat Hypothécaire est-il un cautionnement réel ? .....	185
3. Le Certificat hypothécaire, un prolongement naturel de l'hypothèque .....	190
4. Le fonctionnement du Certificat.....	198
Un système foncier est-il nécessaire ?.....	198
Aspects pratiques.....	201
<b>Section 2 : Les autorités de tutelle et le Certificat.....</b>	<b>205</b>
1. Quelle garantie pour les Certificats ? .....	205
2. Les Certificats et les ratios réglementaires .....	210
Le ratio de solvabilité .....	210
Le ratio de liquidité .....	213
3. Faut-il un capital minimum pour l'exercice de cette activité ? .....	213
<b>Section 3 : Une approche sectorielle .....</b>	<b>215</b>
1. L'économie de l'immobilier et le Certificat .....	215
L'immobilier, un monde mal connu.....	215
Appréhender le patrimoine.....	216
Le cadre théorique.....	219
a) La valeur fondamentale.....	219
b) Les relations entre l'immobilier et l'économie .....	224
Les politiques dans l'immobilier.....	225
a) La politique monétaire .....	225
b) La politique fiscale.....	226
c) La politique réglementaire .....	227
d) Une politique proactive.....	228
2. Les effets du Certificat sur l'immobilier .....	230
L'effet prix .....	230
L'effet qualité.....	231
L'effet quantité.....	231
L'effet information.....	231
L'effet liquidité .....	231
Les interactions .....	232
Les perspectives de long terme .....	233
3. Le Certificat et les banques : Une étude de faisabilité (chiffres 2004).....	233
La problématique.....	233
La méthodologie.....	234
Les hypothèses (très) conservatrices de l'étude .....	234
Construction des états financiers de la banque témoin .....	235
Estimation du marché global.....	237
Prévision du marché de la banque témoin.....	238
Bilans et Comptes de pertes et profits prévisionnels.....	239
Bilans.....	239
Comptes de pertes et profits .....	240
Une alternative privée au Certificat .....	241

4. Le bilan prévisionnel de l'État.....	244
Le résultat fiscal .....	244
a) Problématique .....	245
b) Méthodologie .....	245
c) Données.....	246
d) Hypothèses.....	246
e) Résultats .....	247
Les biens publics .....	248
<b>Section 4 : Perspective macroéconomique .....</b>	<b>249</b>
1. Le Certificat, la croissance, l'inflation et l'équilibre externe .....	249
Le Certificat dans le modèle IS-LM.....	250
Fonction IS .....	250
Fonction LM.....	251
Le Certificat et le crédit.....	253
a) Les entreprises.....	254
b) Le marché financier .....	254
c) Les banques.....	255
d) La demande de crédit .....	256
e) Les retombées sur l'activité .....	257
Les dangers du Certificat.....	260
a) L'équilibre externe .....	260
b) Le Certificat et l'inflation .....	261
c) Le caractère contra-cyclique du Certificat .....	262
2. Les politiques économiques.....	265
Les politiques structurelles, une synthèse .....	265
1. Une dollarisation complète.....	265
2. Création d'un ministère de l'immobilier .....	268
3. Réforme du droit de la faillite (DF) .....	268
4. Adaptation de Bâle 2 .....	269
5. Modification du régime de la garantie de dépôts avec pour visée le développement de la bancarisation .....	269
6. Politique fiscale plus compréhensive à l'égard du risque .....	269
Les politiques conjoncturelles .....	269
a) Politique immobilière.....	270
b) Politique monétaire .....	271
<b>Conclusion du chapitre 3 .....</b>	<b>275</b>
<b>Conclusion générale .....</b>	<b>277</b>
Les apports de cette thèse.....	278
Les limites .....	279

<b>Annexe : Évaluation du patrimoine immobilier au Liban</b>	
<b>par M. Charbel CORDAHI.....</b>	<b>281</b>
Les hypothèses de calcul.....	281
Les résultats .....	283
1 Ménages .....	283
2 Administrations publiques.....	283
3 Sociétés et entreprises privées.....	283
4 Terrains, première méthode de calcul .....	283
5 Patrimoine immobilier total (en milliards de \$).....	284
<b>Bibliographie.....</b>	<b>285</b>
<b>Table des matières.....</b>	<b>295</b>
<b>Table des graphiques .....</b>	<b>300</b>
<b>Table des tableaux.....</b>	<b>301</b>
<b>Table des schémas .....</b>	<b>303</b>
<b>Summary of thesis .....</b>	<b>305</b>
<b>Résumé de la thèse.....</b>	<b>307</b>

## Table des graphiques

---

Graphique 1 : Préférence et aversion pour le risque .....	29
Graphique 2 : Préférence et aversion pour le risque en situation de profit et de perte .....	30
Graphique 3 : Préférence et aversion pour le risque dans la théorie des prospects.....	32
Graphique 4 : Bénéfice actualisé et prime de risque.....	47
Graphique 5 : Prime de risque et utilité espérée.....	49
Graphique 6 : Rendement exigé en fonction du risque .....	51
Graphique 7 : Demande d'investissement en fonction du risque.....	53
Graphique 8 : Surplus pour l'offreur et le demandeur d'investissement .....	54
Graphique 9 : Le spéculateur et l'investissement.....	56
Graphique 10 : Courbes des entrepreneurs dans les pays développés et dans les.....	57
Graphique 11 : Offre et demande d'investissements dans les pays Nord et Sud. ....	58
Graphique 12 : Rendement nécessaire en fonction de la préférence pour le risque.....	59
Graphique 13 : Politique monétaire et investissements .....	62
Graphique 14 : Politique budgétaire et investissement .....	63
Graphique 15 : Risque et rendement dans les pays développés et dans les PED.....	64
Graphique 16 : Effet d'une politique protectionniste sur le rendement .....	66
Graphique 17 : Concurrence entre pays et risque .....	67
Graphique 18 : Intérêt pour l'échange de risque en fonction de la préférence pour le risque .	74
Graphique 19 : Échange entre deux agents ayant la même préférence pour le risque.....	75
Graphique 20 : Distribution des risques en fonction de la conséquence.....	76
Graphique 21 : Distribution des risques et coûts de l'échange .....	77
Graphique 22 : Investissements et échange.....	79
Graphique 23 : Domaine d'élection de l'État.....	88
Graphique 24 : Variation des crédits et variation du taux d'intérêt .....	113
Graphique 25 : Modèle CC-LM .....	115
Graphique 26 : Impact et fréquence des défauts .....	122
Graphique 27 : Fonction classique risque rendement .....	160
Graphique 28 : Effet du droit de la faillite sur les conséquences des faillites.....	167
Graphique 29 : IS-LM avant et après Certificat.....	253
Graphique 30 : Offre et demande de Certificats en fonction de la conjoncture.....	264

## Table des tableaux

---

Tableau 1 : Fonction d'utilité .....	27
Tableau 2 : Loterie .....	27
Tableau 3 : Équivalent certain et espérance (a).....	28
Tableau 4 : Équivalent certain et espérance (b) .....	29
Tableau 5 : Équivalent certain et espérance (c).....	29
Tableau 6 : Équivalent certain et probabilité .....	31
Tableau 7 : Jeux non-coopératifs .....	35
Tableau 8 : Cash flow d'une usine au Maroc .....	46
Le tableau 9 ci-dessous résume les données .....	48
Tableau 10 : Utilités comparées de deux investisseurs .....	72
Tableau 11 : Utilités en cas de collaboration .....	72
Tableau 12 : Synthèse .....	73
Tableau 13 : Utilité sociale espérée.....	73
Tableau 14 : Tableau des activités .....	89
Tableau 15 : Comparaison des théories de l'entreprise.....	95
Tableau 17 : Stratégies de prêt .....	119
Tableau 18 : Synthèse .....	119
Tableau 19 : Liens entre DR et DP .....	131
Tableau 20 : Comparaison entre Bâle 1 et Bâle 2 .....	149
Tableau 21 : Instruments et objectifs monétaires.....	154
Tableau 22 : Comparaison de systèmes de subrogation.....	188
Tableau 23 : Résultats de la faillite pour les deux types de déposants.....	189
Tableau 24 : Comparaison entre marché, fonds communs et banques .....	194
Tableau 25 : Comptabilisation par la banque.....	201
Tableau 26 : Nantissement du Certificat .....	201
Tableau 27 : Bilan type d'une banque.....	202
Tableau 28 : Bilan type d'une banque avec Certificat .....	203
Tableau 29 a) : Bilan d'une banque faillie avec Certificats .....	203
Tableau 29 b) : Bilan d'une banque faillie avec Certificats .....	204
Tableau 30 : Garantie de porteurs de certificats.....	209
Tableau 31 : Pondération des opérations sur certificats.....	212
Tableau 32 : Les patrimoines immobiliers en France e au Liban .....	218
Tableau 33 : Synthèse des résultats.....	232
Tableau 34 : Bilan simplifié de la banque BBAC en millions de USD .....	235
Tableau 35 : Bilan simplifié de la banque Crédit Libanais en millions de USD .....	235
Tableau 36 : Bilan simplifié de la banque SGBL en millions de USD .....	235
Tableau 37 : Bilan simplifié de la banque Témoin en millions de USD.....	235
Tableau 38 : Compte de résultat simplifié de la banque BBAC .....	236
Tableau 39 : Compte de résultat simplifié de la banque Crédit Libanais .....	236
Tableau 40 : Compte de résultat simplifié de la banque SGBL .....	236
Tableau 41 : Compte de résultat simplifié de la banque témoin .....	237
Tableau 42 : Évolution du marché global .....	238
Tableau 43 : Volume des Certificats de la banque témoin.....	239
Tableau 44 : Bilan simplifié de la banque Témoin en millions de USD (Année 1).....	239
Tableau 45 : Bilan simplifié de la banque Témoin en millions de USD (Année 2).....	239
Tableau 46 : Bilan simplifié de la banque Témoin en millions de USD (Année 3).....	240
Tableau 47 : Bilan simplifié de la banque Témoin en millions de USD (Année 4).....	240

Tableau 48 : Bilan simplifié de la banque Témoin en millions de USD (Année 5).....	240
Tableau 49 : Comptes de résultat de la banque témoin en milliers de dollars .....	241
Tableau 50 : Résultats pour la banque témoin avec l'alternative privée.....	244
Tableau 51 a) : Consolidation nationale des prêts et des certificats.....	247
Tableau 51 b) : Coûts .....	247
Tableau 51 c) : Recettes .....	247
Tableau 51 d) : Bénéfice fiscal.....	247
Tableau 52 : Retombées sur l'activité .....	257
Tableau 53 : Total des crédits de 1992 à 1996 .....	258
Tableau 54 : PIB de 1992 à 1996 .....	258
Tableau 55 : Nécessité de la dollarisation.....	267

## Table des schémas

---

Schéma 1 : Synthèse de la « credit view » et de la « money view » .....	114
Schéma 2 : Enchaînement d'une crise de crédit.....	123
Schéma 3 : Lien entre biens immobiliers et projets d'investissement .....	195



## Summary of thesis

---

This thesis expounds a way of boosting the economies of emerging countries by drawing on their real estate wealth through omnibus mortgages (*cautionnements réels omnibus*) called Mortgage Certificates (*Certificats Hypothécaires*) in favor of depositors at commercial banks. The underlying idea is that the state of an economy is determined by its riskiness and the manner in which it is managed by its economic agents. Credit is one of the primary means of exchanging risk between agents; its optimization therefore leads to both better risk levels and more exchanges. Thanks to Mortgage Certificates, banks will be able to lend more money, the private sector will, through loans, have access to more ample resources, and the owners of the real estate will earn a fee in exchange for the guarantees they are providing.

The first two chapters delve into the premise behind this reasoning and the conditions in which the development of credit can be facilitated in emerging countries. More specifically with regards to the conditions, we propose a reform of bankruptcy laws and a full dollarization of the economy to hand back to these countries the autonomy over their monetary policy or more precisely their credit policy.

In the last chapter, we examine the legal, administrative and accounting aspects of the Mortgages Certificates and analyze their impact on the banking and real estate sectors as well as on the State. Finally, we assess the macroeconomic consequences of the introduction of this innovative instrument. Applying the underlying assumptions to the template of the Lebanese economy leads to a GDP increase of over 9% per year in the five years following its implementation.

The thesis also develops ancillary ideas such as a proposal to establish a real estate policy and the development of a new economic model based on the division of wealth between property rights (*droits réels*) and receivable rights (*droits personnels*).

*Keywords:* Mortgage Certificates; Monetary policy in a totally dollarized economy; Reform of the bankruptcy law; Real estate policy.



## Résumé de la thèse

---

Cette thèse soumet une proposition pour dynamiser les économies des pays en développement. Elle consiste à mobiliser leur patrimoine immobilier par des cautionnements réels omnibus, appelés Certificats hypothécaires, en faveur des déposants de leurs banques commerciales. L'idée sous-jacente est que l'état d'une économie est déterminé par le risque de cette économie et la gestion qui en est faite par les agents économiques. Le crédit est l'une des principales institutions pour échanger le risque entre les agents ; son optimisation entraîne donc à la fois un meilleur niveau de risque et un supplément d'échanges. Grâce aux Certificats hypothécaires, les banques pourront prêter plus d'argent, le secteur privé disposera de ressources plus amples et les propriétaires immobiliers toucheront une commission en échange de leur cautionnement.

Les deux premiers chapitres sont consacrés aux prémisses du raisonnement et aux conditions facilitant le développement du crédit dans un PED. En particulier, pour les conditions, il est proposé une réforme du droit de la faillite et une dollarisation complète pour rendre à ces pays l'autonomie de la politique monétaire, ou plus justement celle du crédit.

Le dernier chapitre examine le Certificat sous les angles juridique, comptable et administratif ; il considère les implications dans les secteurs bancaire et immobilier ainsi que pour l'État, et enfin il étudie les conséquences macroéconomiques de l'introduction de cet instrument. Avec les hypothèses utilisées et sur l'économie libanaise, cette innovation contribue à une augmentation de PIB de plus de 9 % par an pour les cinq années qui suivent son implémentation.

Cette thèse est aussi l'occasion de développements accessoires comme la suggestion de création d'une politique immobilière et d'un nouveau modèle économique fondé sur la division du patrimoine des agents en droits réels et droits personnels.

*Mots clés* : Certificat hypothécaire ; Politique monétaire dans une économie totalement dollarisée ; Réforme du droit de la faillite ; Politique immobilière.