



# LA FINANCE ISLAMIQUE À LA CROISÉE DES CHEMINS

OLIVIER PASTRÉ \*  
KRASSIMIRA GECHEVA \*\*

## UNE MISE EN PERSPECTIVE HISTORIQUE

### *Définition*

La raison d'être d'un système financier islamique, tout comme celle d'un système financier « classique », est la mobilisation de ressources financières et leur allocation entre différents projets d'investissement. Toutefois, si les objectifs convergent, les principes qui régissent le fonctionnement du système financier islamique sont fondamentalement différents de l'esprit de la finance « conventionnelle ». Un système financier islamique s'organise autour de mécanismes, d'institutions et de produits qui doivent respecter l'ensemble des principes philosophiques édictés par le Coran.

Du point de vue de la finance moderne, l'interdiction du *riba* (taux d'intérêt) est, sur le papier, la principale différence entre la finance islamique et la finance traditionnelle. Mais ce n'est pas l'unique point de divergence.

Les acteurs de la finance islamique ont une vision différente du partage du risque et du rendement entre les différentes parties prenantes dans une transaction financière. La charia préconise ainsi un partage équitable des gains et des risques entre le créancier et le débiteur. Or, l'utilisation de taux d'intérêt prédéterminés transfère l'ensemble des risques associés à un projet d'investissement sur le seul débiteur. L'interdiction du *riba* est, ainsi, une condition *sine qua non* pour la mise en œuvre de cette philosophie.

\* Professeur à l'université Paris VIII.

\*\* Doctorante à l'université Paris IX.



Par ailleurs, les principes de la charia acceptent la prise de risque mais interdisent l'incertitude dans les termes d'une relation contractuelle. La spéculation est, par conséquent, condamnée. De même, en partant de l'idée que l'argent doit être utilisé afin de créer de la valeur réelle et ne doit pas être considéré comme objet d'échange en soi, toute transaction financière doit être adossée sur un actif tangible. La finance islamique interdit, enfin, l'investissement dans certaines activités économiques spécifiques (l'industrie du jeu d'argent, de l'armement, de l'alcool...).

Si ces principes fondamentaux sont universellement partagés par tous les acteurs de la finance islamique, il n'en reste pas moins que, dans la pratique, leur interprétation et leur mise en œuvre sont loin d'être homogènes. Depuis les années 1970, les institutions financières islamiques se sont dotées d'un conseil spécialisé, le *sharia board*, composé de spécialistes en loi islamique qui valident la conformité aux règles du Coran des produits financiers proposés. Le caractère plus ou moins « islamique » d'un mécanisme financier n'est donc pas défini par des règles précises et immuables mais est déterminé par l'appréciation de ces *sharia scholars*.

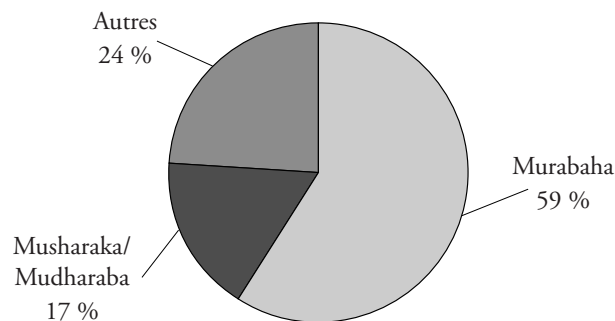
Il y a des différences d'interprétation des règles de la charia entre les pays. Ainsi, globalement, l'Arabie Saoudite se montre moins libérale que les pays d'Asie du Sud-Est ; le sultanat d'Oman interdit la finance islamique tandis que l'université d'Al-Azhar en Égypte a émis une *fatwa* autorisant les taux d'intérêt. Les frontières entre ces diverses positions sont, par ailleurs, instables. La création d'instruments islamiques de type obligataire (au cours des années 1980 en Malaisie) a été d'abord condamnée, puis copiée par les pays du Moyen-Orient.

Cette hétérogénéité explique la diversité des instruments financiers proposés par les institutions islamiques. Toutefois, la majorité des financements intermédiés par ces organismes s'appuient sur deux principaux mécanismes : la *murabaha* et la *musharakah*. On peut comparer, de manière très imparfaite, ces deux techniques aux deux modes de financement qui existent dans la finance traditionnelle : la dette et le financement en fonds propres.

Dans un contrat *murabaha*, le créancier (la banque) achète un actif qu'il revend par la suite au débiteur moyennant des paiements échelonnés sur une période donnée. Même si cette relation contractuelle rappelle singulièrement un contrat de dette classique, elle s'en distingue sur, au moins, deux points importants. D'un côté, la banque est, au départ, le propriétaire effectif de l'actif que le débiteur souhaite acquérir. De l'autre côté, il n'y a pas de référence explicite à un taux d'intérêt : le créancier se rémunère par le biais d'une commission (une majoration sur le prix d'achat du bien).

La *musharakah* de son côté est une technique de financement comparée, parfois, à une « joint-venture ». Les acteurs qui s'engagent dans ce type de relation contractuelle partagent autant les profits que les pertes potentielles du projet d'investissement au prorata de leur participation. Si cette deuxième technique est plus fidèle à la philosophie de la loi coranique, elle reste, pourtant, beaucoup moins utilisée.

**Graphique 1**  
**Répartition de l'activité selon le type de produit (2005)**



Source : Vernimmen.net.

199

### *Deux phases de développement*

Si le concept de finance islamique a une longue histoire (on peut tracer ses origines au VII<sup>e</sup> siècle), le renouveau d'intérêt pour cette forme particulière de finance est, lui, relativement récent. La finance islamique « moderne » est véritablement née dans les années 1960 et a connu, depuis, un développement aussi spectaculaire qu'hétérogène. L'évolution de la nature et des objectifs de la finance islamique permet de distinguer deux grandes étapes dans son évolution :

#### *Les années 1960 - 1970 : la naissance*

Dès les années 1950, un petit nombre d'érudits et de scientifiques musulmans théorisent la possibilité de créer un système financier alternatif à la finance traditionnelle et conforme aux enseignements du Coran. Quelques années plus tard, cette idée va se matérialiser concrètement en inspirant la création du Pilgrims' Administration and Fund (Tabung Haji) en Malaisie (1956) et l'expérience de Mit Ghamr en Égypte (1963). Ces deux premières expériences illustrent, d'ores et déjà, une spécificité qui marquera la finance islamique tout au long de son histoire : son hétérogénéité profonde.



En effet, si l'objectif affiché par les créateurs de Tabung Haji et de Mit Ghamr était le même (mettre en place des circuits financiers qui permettent de réduire l'exclusion bancaire et favorisent le développement des populations défavorisées tout en respectant la philosophie de la loi coranique), les deux expériences revêtirent des formes très différentes. Le Tabung Haji, impulsé et financé par les autorités publiques malaisiennes, était voué à investir les ressources collectées auprès d'un grand nombre de petits épargnants dans des grands projets industriels, agricoles ou de construction. Le développement de cette institution a été largement favorisé par la mise en œuvre d'une réglementation spécifique, même si elle a gardé une grande autonomie décisionnelle par rapport aux pouvoirs publics. À l'inverse, le Mit Ghamr, qui relevait d'une initiative entièrement privée, était composé de petites coopératives d'épargne/investissement qui opéraient dans les régions agricoles du nord de l'Égypte. L'objectif de leur fondateur, Ahmed al Najjar, était d'assurer l'intermédiation des ressources financières entre épargnants et petits investisseurs locaux.

Ainsi, les premières institutions islamiques étaient caractérisées par une grande diversité d'origines (locales, nationales et, dans certains cas, internationales) et de structures, mais aussi par une convergence d'objectifs et de philosophie. Les résultats obtenus par ces premières banques islamiques ont été mitigés. Si certaines, comme le Tabung Haji ou l'IDB (Islamic Development Bank), créée en 1974, ont réussi à s'installer durablement, d'autres furent éphémères (les coopératives islamiques d'Égypte, qui ont toutes disparu en 1967, ou bien la BCCI, Bank of Credit and Commerce International, liquidée en 1991). En effet, ni les infrastructures existantes, ni la culture ne favorisaient, à ce stade, l'émergence d'une finance exclusivement basée sur le principe de « profit-and-loss-sharing ».

*De la fin des années 1970 à la fin des années 1990 : le renouveau de la finance islamique*

Malgré le succès tout relatif des premières expériences, la finance islamique a connu, au cours des deux décennies suivantes une poussée de croissance remarquable. Le renouveau religieux et les déboires des institutions financières « classiques » dans les années 1980 ont ressuscité l'intérêt pour cette forme de finance « éthique ». Certaines évolutions dans l'environnement économique ont également favorisé la prolifération de ces instruments financiers :

- la structure des revenus des grands établissements de crédit s'est modifiée, le déclin des revenus d'intermédiation laissant une place de plus en plus grande aux commissions et autres types de revenus ;
- le mouvement de libéralisation et de déréglementation a été accom-



pagné par une accélération de l'innovation financière. Les progrès réalisés dans le domaine de l'ingénierie financière ont facilité l'élaboration de produits financiers qui intègrent les exigences de la finance islamique.

Plusieurs facteurs semblent ainsi favoriser non seulement le développement de la finance islamique mais aussi l'interpénétration de plus en plus poussée entre la finance traditionnelle et la finance islamique.

Cette deuxième phase dans le développement de la finance islamique est marquée par des mutations profondes dans le fonctionnement et l'organisation de ces institutions financières : elles se développent de manière plus diversifiée et plus décentralisée, à l'image du monde musulman. Si la « jeunesse » de la finance islamique a été dominée par un petit nombre de pays (essentiellement l'Arabie Saoudite, l'Égypte et le Pakistan), au cours des années 1980-1990, de nouveaux centres de finance islamique apparaissent, notamment dans certains pays de l'Asie du Sud-Est, mais aussi au sein des communautés musulmanes dans certains pays occidentaux. La finance islamique repousse aussi ses frontières industrielles : après s'être développée exclusivement sur le métier bancaire, elle commence à pénétrer de nouveaux marchés comme l'assurance ou les fonds communs de placement.

De même, si l'idée d'origine est conservée - la conformité aux principes de la charia - les objectifs de ces institutions financières évoluent progressivement. Elles ne sont plus considérées comme un simple outil de développement mais acquièrent le statut d'intermédiaires financiers à part entière (avec comme objectif de maximiser leur profit). Sous l'impulsion d'une demande de plus en plus sophistiquée et dynamique, la finance islamique devient plus pragmatique et ses pratiques convergent progressivement avec celles de la finance traditionnelle. Parallèlement à cette convergence, les institutions financières revendiquent de plus en plus leur spécificité, en mettant en place, par exemple, des « sharia boards » qui servent à la fois de garants du caractère islamique des instruments financiers proposés et d'« arguments marketing » auprès des investisseurs musulmans.

201

### *LA FINANCE ISLAMIQUE APRÈS LE 11 SEPTEMBRE 2001 : LA CONSÉCRATION ?*

#### *Un environnement financier qui change*

La date du 11 septembre 2001, qui a laissé une empreinte indélébile sur l'ensemble du monde musulman, a marqué également un tournant important dans le développement de la finance islamique. La croissance de celle-ci s'est fortement accélérée au cours des dernières années sous l'impulsion de deux phénomènes :

- le rapatriement de certains capitaux des investisseurs musulmans après le 11 septembre 2001 ;
- le gonflement de l'épargne des pays du Proche-Orient.

Ces deux facteurs expliquent, aujourd'hui, l'apparition de poches d'épargne considérables dans les pays musulmans.

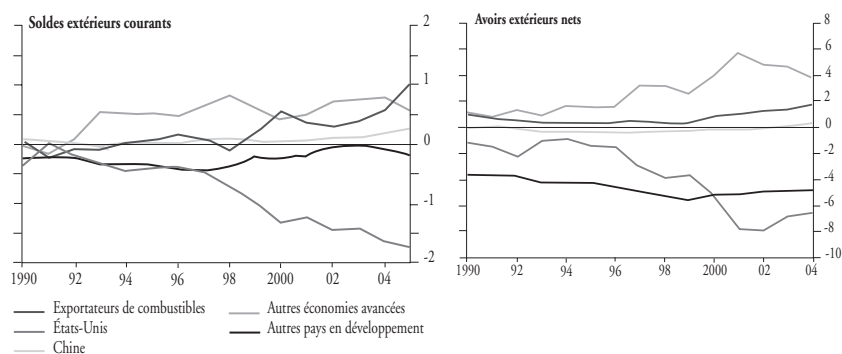
L'accroissement du taux d'épargne est un phénomène commun à un grand nombre de pays émergents. Si les taux d'épargne et d'investissement mondiaux ont fortement diminué au cours des trente dernières années, ces tendances mondiales masquent des évolutions très différentes de ces agrégats entre les pays industrialisés et les pays émergents (graphique 2).

Dans les pays industrialisés, l'épargne et l'investissement sont sur une trajectoire décroissante depuis les années 1970. L'évolution de l'endettement des États-Unis illustre parfaitement les conséquences de ces évolutions. Le creusement à la fois du déficit public et de l'endettement des ménages a entraîné une dégradation durable du compte courant américain.

À l'inverse, pendant la même période, le taux d'épargne n'a cessé d'augmenter dans les pays émergents. Par ailleurs, le taux d'investissement dans ces pays s'est brutalement contracté depuis la crise asiatique. Ainsi, il n'est pas surprenant de constater que la part des pays industrialisés dans l'épargne mondiale est passée de 85 % en 1970 à 70 % en 2005.

202

**Graphique 2**  
**Soldes extérieurs nets et avoirs extérieurs nets**  
(en % du PIB mondial)



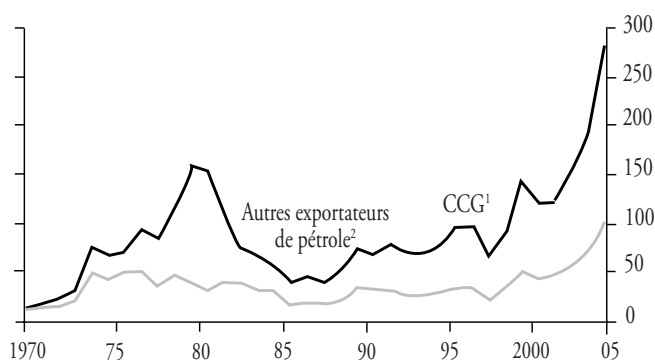
Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, avril 2006.

Cette déconnexion de plus en plus importante entre épargne et investissement national, dans les pays en voie de développement en général, et dans les pays musulmans en particulier, a transformé ceux-ci

d'importateurs nets en exportateurs nets de capital. Une telle situation cadre mal avec les prédictions de la théorie économique ou avec la configuration historique des flux de capitaux internationaux. Mais elle est compréhensible si l'on examine la faiblesse des flux d'investissement vers le monde émergent à la lumière des faiblesses du cadre institutionnel dans ces pays : insuffisance des infrastructures et de l'éducation, lacunes dans le cadre réglementaire...

Ce phénomène d'accumulation d'épargne a été particulièrement marqué dans les pays exportateurs de pétrole, dont les pays du Proche-Orient. En effet, en l'espace de seulement cinq ans, les revenus tirés des exportations de pétrole ont presque doublé dans ces pays (graphique 3).

**Graphique 3**  
**Recettes tirées des exportations du pétrole**  
(milliards de dollars)

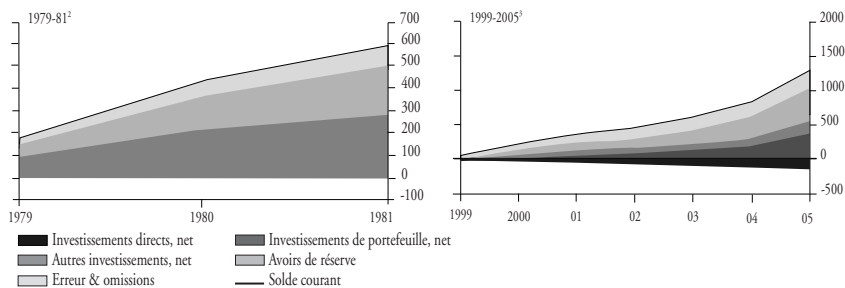


Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, avril 2006.

Cette situation des pays pétroliers n'est pas inédite. On l'a déjà observée au moment des deux chocs pétroliers en 1973 et en 1979. Cependant, elle diffère fortement des situations précédentes sur, au moins, deux points. L'allocation des capitaux investis à l'étranger par les pays exportateurs de pétrole s'est profondément modifiée. Les IDE et les investissements de portefeuille représentent, en 2005, près de la moitié de l'excédent du compte courant des pays producteurs de pétrole. Or, dans les années 1980, la part de ces actifs était insignifiante dans les flux de capitaux extérieurs des pays pétroliers (graphique 4).

Par ailleurs, les tensions sur le plan politique qui ont suivi le 11 septembre ont poussé les investisseurs musulmans à rapatrier une partie de leur épargne ou, au moins, à modifier la composition de leur portefeuille de placements.

**Graphique 4**  
**Soldes extérieurs courants et flux de capitaux cumulés**  
**des pays exportateurs de combustibles**  
 (Milliards de dollars EU de 2005, chiffres cumulés)

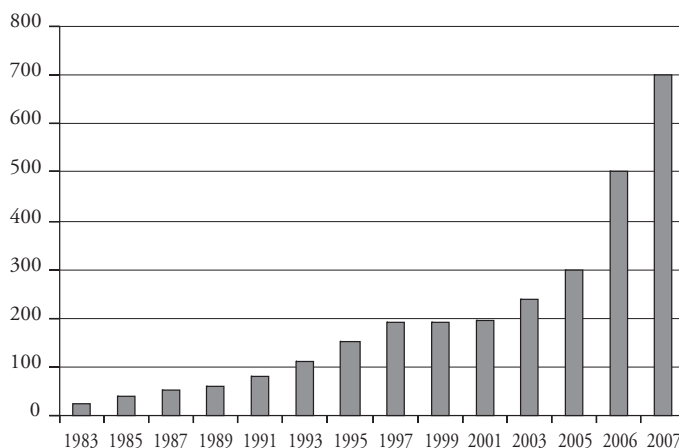


Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, avril 2006.

### *Une croissance très rapide*

Au cours des cinq dernières années, la finance islamique a ainsi connu une évolution spectaculaire (graphique 5). Selon les différentes estimations, les actifs islamiques ont crû à un taux de croissance annuel moyen entre 10 et 15 % depuis 2000 et on prévoit que ce rythme se maintiendra dans les 4 ou 5 prochaines années. Aujourd'hui, la valeur estimée de l'ensemble des actifs islamiques dépasse 700 milliards de dollars (Standard & Poor's).

**Graphique 5**  
**Taille du marché de la finance islamique**  
 (total des actifs, milliards de dollars)



Source : Rapport moral sur l'argent dans le monde (2005), Association d'économie financière ; Standard & Poor's.



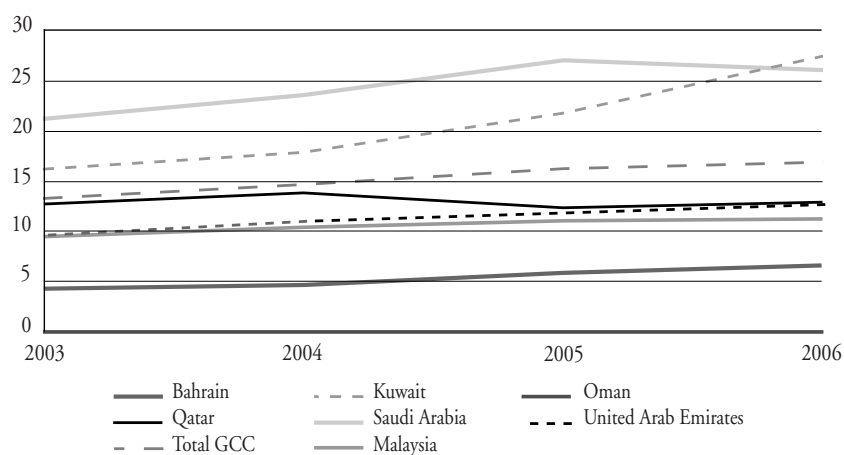
Le nombre total des banques islamiques est passé de 1 en 1975 à plus de 300 aujourd'hui, auxquelles il faut ajouter les guichets islamiques dont se sont dotées certaines des grandes banques internationales. La plupart de ces institutions sont concentrées dans le Proche et Moyen-Orient et en Asie du Sud-Est, mais de plus en plus d'établissements pénètrent les marchés des pays industrialisés. Par ailleurs, certaines banques islamiques, historiquement domiciliées au Moyen-Orient, élargissent, aujourd'hui, leur activité à l'international en visant, avant tout, les marchés asiatiques : l'Asie du Sud-Est, l'Inde et, plus récemment, la Chine.

Le champ d'action des banques islamiques diffère d'un pays à l'autre : dans quelques rares pays, le secteur bancaire est entièrement islamique (Iran, Soudan) ; dans d'autres, les deux systèmes, conventionnel et islamique, coexistent (Émirats arabes unis, Indonésie, Malaisie, Pakistan), et, dans d'autres encore, il existe seulement quelques banques islamiques. Si certains pays ont opté pour une séparation nette entre les deux secteurs, d'autres ont autorisé des banques classiques à ouvrir des guichets islamiques.

Une évaluation de l'importance de la place de la finance islamique dans le financement des économies nationales doit donc tenir compte de ces différences. Dans certains pays du Conseil de coopération du Golfe (CCG), le poids de la finance islamique sur le marché bancaire dépasse 20 % (graphique 6).

205

**Graphique 6**  
**Part du marché des banques islamiques dans les pays du CCG et la Malaisie**  
(en % du total des actifs bancaires)

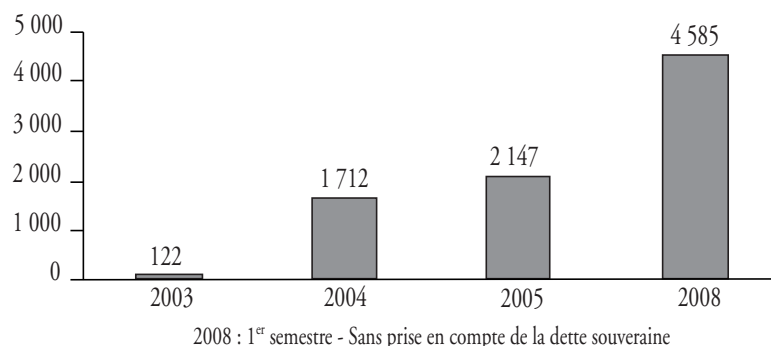


Source : GCC.

Aujourd'hui, les techniques et les principes de la finance islamique investissent de plus en plus de nouveaux marchés et sont déclinés sur un nombre croissant de produits inspirés des instruments financiers conventionnels. Beaucoup de nouveaux produits islamiques ont ainsi vu le jour au cours des dernières années dans des domaines aussi divers que le négoce, l'investissement en actions ou obligations, l'assurance et la réassurance, les prêts consortiaux, les plans d'épargne collective et autres produits de gestion de portefeuille et de patrimoine.

Le marché des obligations islamiques (*sukuks*) internationales est un secteur particulièrement innovant qui connaît une croissance rapide. En 2002, la valeur totale des obligations islamiques ne dépassait pas le milliard de dollars. En 2005 elle représente 10 milliards de dollars. Dans la seule région du Golfe, la valeur totale des émissions de *sukuks* en 2006 s'élève à 4,6 milliards de dollars, soit deux fois plus que l'année précédente (graphique 7). Ainsi, au premier semestre 2006, ces émissions représentent 81 % des émissions obligataires de la région, contre 26 % en 2005.

**Graphique 7**  
**Émission de sukuks dans la région du Golfe**  
(millions de dollars)



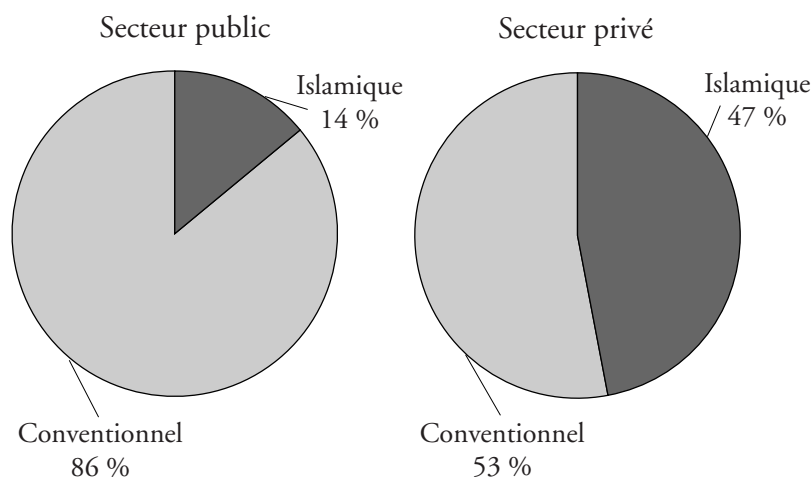
Source : Trowers&Hamblins / Financial Times.

Cette croissance dynamique concerne, bien évidemment, la dette souveraine, mais aussi, de plus en plus, la dette privée. En Malaisie, qui est, pour le moment, le marché d'obligations islamiques le plus important, les obligations islamiques représentent 25 % du total des obligations en circulation et 42 % des obligations privées (graphique 8). Le dynamisme de ce marché attire de plus en plus de nouveaux émetteurs même au sein des pays industrialisés. Ainsi, en 2004, le Land de Saxe-Anhalt a été le premier emprunteur souverain non-musulman à solliciter le marché obligataire islamique en levant près

de 100 millions d'euros par une émission de *sukuks*. En 2005, le gouvernement japonais et le gouvernement britannique ont également fait appel à ce type de financement. De même, aujourd'hui, certains emprunteurs privés, comme Loehman's Holding Inc (États-Unis), ont eu recours à ce type de produit.

Malgré ce dynamisme incontestable, le marché des obligations islamiques connaît encore quelques faiblesses structurelles susceptibles d'entraver son futur développement. Ainsi, pour l'instant, les souscripteurs se contentent de détenir les titres jusqu'à l'échéance sans véritable marché secondaire.

**Graphique 8**  
**Répartition du marché obligataire de la Malaisie**



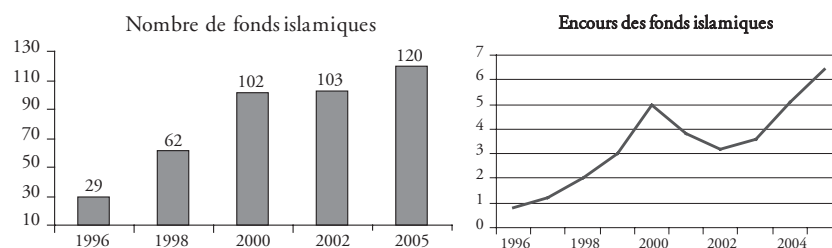
Source : Malasya's Securities Commission.

Les fonds d'investissements islamiques sont un autre secteur qui attire l'attention des investisseurs. Leur nombre a été multiplié par quatre et leurs encours par six en l'espace de dix ans. Dédiés à l'origine à l'immobilier, ces fonds ont, progressivement, diversifié leur portefeuille d'investissements. Les fonds d'investissements en actions progressent à un rythme annuel de 25 %. Selon les observateurs, cette tendance se poursuivra dans les cinq à sept prochaines années.

La montée en régime des fonds islamiques a incité certaines plateformes financières à mettre en place un certain nombre de dispositifs afin d'attirer ce type d'investisseurs institutionnels. Ainsi, en 1999, le Dow Jones Islamic Market Index (DJIMI) et le Global Islamic Index Series (GIIS) ont été créés à New York (suivis en 2007 par le

SP500 Charia) dans le but d'offrir une référence sur le marché financier pour les valeurs boursières qui correspondent aux principes de la finance islamique.

**Graphique 9**  
**Le nombre des fonds islamiques et leurs encours**  
(milliards de dollars)



Source : Sumaiyaa Samdani, 2006.

### *Des tendances centrifuges et centripètes*

#### *Les éléments de divergence*

L'univers de la finance islamique est un univers extrêmement hétérogène. Cette hétérogénéité se manifeste dans le temps, mais aussi dans l'acceptation de ce qui relève ou non du champ de la finance islamique.

Les premiers établissements islamiques, soumis à un objectif de développement et financés, en partie, par des fonds publics ou des donations privées, proposaient une gamme de produits étroite afin de répondre aux besoins des vastes couches de la population exclues des circuits de financement traditionnels (un peu à l'image des banques de l'économie sociale du XIX<sup>e</sup> siècle). À l'opposé, les banques islamiques du début du XXI<sup>e</sup> siècle fonctionnent comme de véritables établissements de crédit commerciaux et, si les principes de la charia restent un facteur majeur dans la détermination de leur offre, d'autres critères, telles la rentabilité ou la compétitivité des produits proposés, sont également pris en compte.

Dans un autre registre, les obligations islamiques, marché très prometteur, ont dû surmonter beaucoup de réticences avant de s'imposer comme un instrument de financement majeur. Apparues pour la première fois en Asie du Sud-Est dans les années 1980, elles ont été condamnées, dans un premier temps, puis adoptées par les acteurs du Proche et Moyen-Orient. Aujourd'hui, certains pays de cette région, comme Bahreïn, sont parmi les premiers émetteurs mondiaux de *sukuks*.



Mais, les contradictions propres à la finance islamique se manifestent avant tout dans les différentes définitions de la notion de *sharia-compliant* qu'on peut recenser auprès des acteurs de ce marché. Certains puristes militent pour une finance islamique basée exclusivement sur des instruments *risk-and-profit-sharing*. Ils accusent la finance islamique d'aujourd'hui de dévier de l'idéal islamique de « capital-risque », alors que, aujourd'hui, moins de 20 % des actifs islamiques sont alloués à des instruments de ce type. En revanche, les « pragmatiques » encouragent la diversification des instruments financiers, voire l'utilisation de certains instruments qui s'apparentent à de la dette, à condition que cette diversification réponde à des besoins concrets des clients et qu'elle respecte un certain nombre de grands principes.

Les divergences dans la mise en œuvre des principes de la charia sont importantes entre les différents pays musulmans mais aussi, de plus en plus, à l'intérieur de chaque pays musulman. L'interprétation de la charia s'apparente au droit coutumier : elle varie d'un *sharia board* à l'autre. Cette hétérogénéité est favorisée par l'existence de deux épïcêtres distincts (le Golfe persique et l'Asie du Sud-Est) qui ont chacun leur propre vision de la loi coranique et l'absence d'une autorité de référence véritablement mondiale sur ce marché.

#### *Les éléments de convergence*

La finance islamique revendique, aujourd'hui, haut et fort sa spécificité. Il n'en reste pas moins qu'on peut observer plusieurs points de convergence entre le « business model » des banques islamiques d'aujourd'hui et celui des banques conventionnelles. Face à une demande croissante et de plus en plus sophistiquée de produits financiers islamiques, et dans un environnement de plus en plus concurrentiel, les banques islamiques s'approprient un nombre croissant de produits financiers conventionnels. L'apparition récente d'instruments « spéculatifs » islamiques témoigne du fait que les frontières entre la finance islamique et la finance traditionnelle s'estompent de plus en plus. Les grandes banques internationales, telle Citigroup, HSBC ou Deutsche Bank, qui ont développé leur propre offre de produits islamiques, sont un moteur important de cette convergence.

#### *LES DÉFIS POUR LES PAYS MUSULMANS*

La situation économique de nombreux pays musulmans est assez facilement prévisible pour l'avenir à moyen terme : d'une part, pour les pays pétroliers, une accumulation de réserves que les évolutions prévisibles du prix de l'« or noir » devraient contribuer à gonfler de manière très significative ; et, d'autre part, une recherche de diversification des placements, aussi bien en termes géographiques qu'en



termes de produits. La finance islamique peut contribuer à ce que cette réorganisation des flux de capitaux à l'échelle mondiale se fasse pour le plus grand bien des pays musulmans. Ceci nécessite, toutefois, qu'un certain nombre de réformes soient accomplies.

*Créer des passerelles financières  
et trouver des dossiers d'investissements*

Le champ d'action traditionnel de la banque islamique dans les pays musulmans a été la banque de détail. Aujourd'hui, ces institutions financières s'affranchissent progressivement de ce marché d'origine et commencent à investir de nouveaux territoires. Les progrès réalisés dans ce domaine sont, pour autant, encore modestes.

Une part significative de l'épargne islamique devrait à l'avenir s'investir dans les pays musulmans. Un premier handicap à cette évolution tient à ce que les premiers investissements dans cette zone ont, pour beaucoup d'entre eux, été des échecs, faute, pour les autorités locales, d'avoir sélectionné des investissements emblématiques (comme l'a été le dossier « Berges du Lac » en Tunisie) et rentables (trop d'hôtellerie et pas assez d'industrie).

Les véritables enjeux pour les années à venir sont les suivants :

- Trouver des cibles d'investissement

Le marché financier dans les pays musulmans n'est pas, à ce jour, capable d'absorber le surplus d'épargne émanant des investisseurs musulmans, comme en témoignent les récentes turbulences financières sur les marchés du Proche-Orient. Ces marchés doivent donc être développés, à la fois par voie de privatisation et par voie de cotation d'entreprises privées (cotation qui pourrait être encouragée fiscalement).

Mais cela ne suffit pas. Il faut aussi encourager le développement du marché du *private equity*. Pour cela aussi, les autorités locales doivent encourager fiscalement ce type d'investissement, à la fois facteur d'opportunités d'investissement pour les capitaux islamiques et de renforcement des fonds propres pour les PME locales, principal effet de levier pour ce type d'entreprises.

- Créer des « passerelles financières »

Par ailleurs, il faut encourager la création de « passerelles financières » pour permettre une meilleure allocation des actifs islamiques. De trop nombreux pays islamiques sont à la fois surbancaisés (trop de banques) et sous-bancaisés (pas assez de services, notamment en matière d'ingénierie financière). Il est donc de l'intérêt de la finance islamique de créer des institutions financières spécialisées (fonds de *private equity*, banques d'affaires...) permettant d'aider à détecter les opportunités d'investissement et à sécuriser les montages financiers.



Il est clair que tous ces efforts n'auraient pas de sens s'ils ne s'accompagnaient, pour toutes les institutions financières, d'une plus grande transparence et d'une amélioration du contrôle interne.

#### *Assurer une meilleure standardisation des produits*

L'absence d'homogénéité freine le développement de la finance islamique. Sans davantage de standardisation, et malgré l'intérêt croissant pour ce type de produits, la finance islamique ne pourra pas jouer à long terme un rôle significatif sur le marché financier global et dans le financement des économies nationales.

La question de la standardisation est, aujourd'hui, mal posée. Pour les produits, cela n'aurait pas de sens, la diversité faisant partie intégrante de l'innovation financière. La standardisation n'aurait pas de sens non plus pour les principes sous-jacents des produits. Mais, dans un marché globalisé, la standardisation devient indispensable quant aux caractéristiques techniques des produits.

Un certain nombre de tentatives d'harmonisation ont été entreprises. L'AAOIFI (Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions), par exemple, travaille à la fois sur l'élaboration de normes comptables concernant les opérations financières islamiques et sur une harmonisation des grands principes de conduite de cette activité. Toutefois, ces initiatives restent, au mieux, régionales et ont un caractère plus consultatif que normatif.

#### *Définir un cadre institutionnel*

La promotion de la finance islamique passe, enfin, par l'amélioration du cadre institutionnel dans lequel opèrent ces institutions. L'absence d'informations homogènes et comparables est aujourd'hui un frein puissant au développement des fonds d'investissement islamiques, et en particulier des fonds d'actions. Afin de décider de l'allocation de leurs ressources, ces institutions ont besoin non seulement d'informations financières traditionnelles sur les sociétés cibles, mais aussi d'un certain nombre d'informations particulières qui permettent de vérifier leur conformité aux principes islamiques (leur niveau d'endettement, la composition exacte de leur portefeuille d'activités, l'utilisation de leur trésorerie, etc.). La création d'indices boursiers *sharia-compliant* est un premier pas dans cette direction mais ne suffit pas.

Par ailleurs, se pose le problème du traitement réglementaire des institutions financières islamiques. Doivent-elles être traitées comme des intermédiaires financiers « classiques » et donc être assujetties aux mêmes normes prudentielles et aux mêmes règles légales que les autres ? Ou, au contraire, faut-il créer une réglementation spécifique ?

Les opposants à une réglementation spécifique considèrent qu'une



telle segmentation du cadre réglementaire serait néfaste pour la concurrence entre les différentes institutions financières et protégerait indûment les banques islamiques. Il semble pourtant légitime de s'interroger sur un traitement légal non différencié des institutions financières classiques et islamiques. Si la plupart des instruments financiers islamiques ont une contrepartie dans la finance traditionnelle, ils ne s'imbriquent pas parfaitement dans les régimes réglementaires existants. Ils comportent des techniques de contractualisation spécifiques et répartissent les risques différemment entre les parties prenantes. Ainsi, du point de vue de la propriété et du contrôle, la supervision actuelle, sur une base consolidée, est-elle défavorable pour les banques islamiques. Autre exemple, l'absence de garantie des dépôts pour les banques islamiques, qui revêt peu d'importance dans un environnement global favorable, peut devenir une préoccupation centrale si la conjoncture économique et bancaire se dégradait, hypothèse qui devient, depuis l'éclatement de la crise des « subprimes », de plus en plus vraisemblable.

Tous ces points méritent d'être approfondis et doivent déboucher sur un environnement réglementaire clair et, surtout, stable.

#### *Développer la formation*

212

Un autre problème majeur, auquel doivent faire face, dans les années à venir, les institutions islamiques est l'insuffisance de capital humain. La création de produits financiers islamiques exige des compétences doubles : à la fois dans la sphère financière mais aussi dans le domaine de l'interprétation de la charia. De considérables efforts doivent être faits très vite dans ce domaine.

#### *CONCLUSION : ET LA FRANCE DANS TOUT CELA ?*

Dans ce domaine, la France risque de « rater le coche » de la finance du XXI<sup>e</sup> siècle. Les enjeux sont doubles et d'ampleur supranationale.

En premier lieu, on assiste dans les pays du Golfe, prix du pétrole aidant, à la formation d'une poche d'épargne d'une ampleur sans précédent. Le montant total des actifs islamiques sous gestion devrait atteindre 1 000 milliards de dollars dans les deux ans à venir. Mais ce qui a changé - 11 septembre oblige - c'est que ces capitaux ne veulent plus s'investir exclusivement en bons du Trésor américain. Les bourses locales ayant une capacité d'absorption limitée (comme l'a démontré le récent krach de la Bourse de Riyad), ces capitaux cherchent désespérément de nouvelles opportunités d'investissement.

Dans un genre très différent, l'épargne des résidents maghrébins à l'étranger (RME) représente un flux régulier de 5 à 10 milliards d'euros par an.





Face à de tels enjeux, que fait la France ? Rien ou presque. Du côté de l'épargne du Golfe, leurs principaux détenteurs viennent régulièrement à Paris pour faire leurs courses mais placent leurs capitaux à Genève ou à Londres...

La finance islamique a ses codes mais ce n'est que de la finance. La *murabaha* et la *musharakah* ne sont que des formes de crédit adaptées aux couleurs d'un capital-risque de convenance. Les grandes banques internationales l'ont bien compris. HSBC a créé une direction à compétence mondiale pour optimiser la gestion de ce type d'épargne. Deutsche Bank est de plus en plus présente sur le marché des émissions obligataires *sharia-compliant*. Et Citigroup vient même de lancer un indice destiné à suivre la performance des obligations islamiques en dollars (preuve, s'il en était besoin, que les banques américaines savent gérer les suites du 11 septembre...). « BNP Paribas et la Société Générale développent ce type d'activité à partir de Londres », me direz-vous ? Oui, mais « à partir de Londres », pas à partir de Paris...

Quant à l'épargne des résidents maghrébins à l'étranger, c'est encore plus affligeant. Cette épargne est gérée aujourd'hui comme elle l'était dans les années 1960. Les banques françaises, dans leur ensemble, considèrent que les RME sont une population homogène alors que celle-ci est doublement hétérogène : géographiquement, chaque pays du Maghreb ayant des besoins spécifiques ; et démographiquement, chaque génération d'immigrés ayant un profil patrimonial parfaitement typé. D'où une multibancarisation de cette clientèle atypique, ce qui fait le bonheur de Fedex, de Western Union et surtout, malheureusement, de l'économie parallèle.

Que faire pour mettre un terme à ce gâchis ? Rien de plus simple : assumer notre avantage comparatif (géographique et politique) vis-à-vis des pays arabes dans leur ensemble et se doter d'instruments permettant de mieux canaliser et de mieux gérer cette épargne. Cela passe peut-être par la création d'un produit d'épargne nouveau, comme le propose le récent rapport Milhaud remis à Nicolas Sarkozy.

Mais cela passe sûrement par d'autres voies moins coûteuses budgétairement : assurer quelques modifications réglementaires et fiscales permettant de supprimer les « désavantages compétitifs » (peu nombreux au demeurant) de la Place de Paris ; attirer en France les banques les plus solides du Moyen-Orient (qui ne demandent que cela) ; se servir du levier du « pôle de compétitivité financière » récemment créé par Paris Europlace pour développer cette « french touch » ; mobiliser les très nombreux salariés d'origine méditerranéenne des banques françaises pour créer des équipes de gestion dédiées. Toutes ces pistes de réflexion ne reviennent, pour la France, qu'à lui faire assumer son histoire et assurer son avenir.

