

# **Les opportunités du développement de la finance islamique et de la pensée post keynésienne pour penser la réforme du système bancaire : Etude la crise de 2007.**

**Hinda Fadhlaoui**

**Université de Bourgogne / CEMF.**

## **Résumé :**

La crise de 2007 réactualise le débat en matière de refonte systémique. A ce titre, la commission d'experts de l'ONU, réunie à New York sous la présidence de Joseph Stiglitz, met en exergue la nécessité vitale de réformer les systèmes bancaires nationaux pour éviter de nouvelles crises. Lors de cette conférence, Joseph Stiglitz formule deux lignes directrices. A ses yeux, la refonte systémique consiste en premier lieu à réitérer les principes keynésiens. En second lieu, Joseph Stiglitz ouvre une nouvelle porte qui s'inspire des principes propres à la finance islamique.

Mots clés : monnaie – crédit – finance islamique.

## **Abstract:**

The crisis of 2007 updates the discussion on systemic reform. As such, the Committee of Experts of the United Nations Organization, meeting in New York under the chairmanship of Joseph Stiglitz, highlights the vital need to reform national banking systems to avoid news crisis. At the conference, Joseph Stiglitz makes two guidelines. In his eyes, systemic reform consists to reiterate the Keynesian principles. Secondly, Joseph Stiglitz opens a new door with Islamic finance.

Keywords: money – credit – Islamic finance.

## 1. Introduction

La crise de 2007 réactualise le débat en matière de refonte systémique. A ce titre, la commission d'experts de l'ONU, réunie à New York sous la présidence de Joseph Stiglitz, met en exergue la nécessité vitale de réformer les systèmes bancaires nationaux pour éviter de nouvelles crises. Lors de cette conférence, les membres de la commission formulent deux lignes directrices.

A leurs yeux, la refonte systémique consiste en premier lieu à réitérer les principes keynésiens<sup>1</sup>. En second lieu, la Commission ouvre une nouvelle porte en accordant un intérêt particulier à la finance islamique.<sup>2</sup> Pourquoi Joseph Stiglitz fait-il référence à la finance islamique ? Au regard des faits, il semblerait que les banques islamiques ont moins été touchées par la crise que les banques conventionnelles.

L'intérêt de ce papier est de mettre en exergue les contributions de la finance islamique et de la pensée post-keynésienne en matière de refonte systémique.

---

<sup>1</sup> « Selon lui, la crise redonne à des principes keynésiens presque centenaires une nouvelle jeunesse, si l'on entend par là la nécessité vitale de revenir expressément aux fondamentaux économiques. » - rapport de l'ONU.

<sup>2</sup> « Joseph Stiglitz a reconnu l'intérêt que porte la Commission à la finance islamique » - rapport de l'ONU.

## **2. La finance islamique.**

Née dans les années 70, la finance islamique connaît une croissance très forte (2.1.) La finance islamique s'articule autour de principes cardinaux négatifs et positifs (2.2).

### **2.1. La finance islamique : une concurrente de la finance conventionnelle.**

Née dans les années 70, la finance islamique s'est développée dans les pays pétroliers. Aujourd'hui, elle reste encore très concentrée dans le Golfe persique et en Asie du Sud-Est. Depuis peu, elle s'exporte aux Etats-Unis et en Europe suite à la très forte augmentation du prix du pétrole ces dernières années. En effet, l'excès de liquidités en provenance des pays du Golfe a, en partie, afflué vers les grandes places financières mondiales, suscitant ainsi un intérêt croissant pour ce système économique. En Europe, le Royaume-Uni fait figure de pionnier avec l'adoption rapide de mesures juridiques et économiques destinées à favoriser l'émergence de la finance islamique. A ce titre, la place londonienne propose des services et des produits compatibles avec l'esprit de la finance islamique (ouverture de la première banque islamique en Europe en 2004). De même, en Allemagne, la prise en compte de ce marché est effective comme le démontrent les initiatives prises sur le marché des « sukuk » (produit obligataire islamique). Prenant pleinement conscience de ces phénomènes, un grand nombre de pays européens examinent les opportunités de la finance islamique dans les pays industrialisés.

La finance islamique connaît aujourd'hui un essor important. « Le taux de croissance annuel des activités liées à la finance islamique est proche de 15% depuis plus de trois ans, le total des actifs gérés par les banques et les compagnies d'assurance se serait élevé à 500 milliards de dollars fin 2007 et si l'on tient compte des actifs hors bilan et des fonds conformes à la loi coranique, le marché de la finance islamique représenterait environ 700 milliards de dollars à l'heure actuelle. »<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Rapport d'information fait au nom de la commission des finances, du contrôle budgétaire et des comptes économiques et de la nation sur la finance islamique et dont le président est Jean Arthuis. Rapport n°329 P 7 session ordinaire de 2007 – 2008.

## 2.2 Les principaux cardinaux de la finance islamique

L'esprit de la finance islamique s'articule autour de principes cardinaux négatifs et positifs.

Un des principes qui gouverne les activités bancaires propres à la finance islamique est la prohibition des prêts contre intérêt et usure. L'intérêt et l'usure relèvent de pratiques très anciennes. En soi, l'intérêt et l'usure consistent à percevoir une rémunération déterminée en fonction de l'écoulement du temps en contrepartie de l'argent prêté. Ce premier principe trouve son explication dans la définition de la nature de la monnaie. En rupture avec la théorie dominante, la monnaie n'est pas une marchandise qui se vend et se loue moyennant le paiement d'un intérêt. En effet, la monnaie n'a pas de valeur en soi, puisqu'elle n'est pas directement un bien de consommation, ni un bien de production mais seulement, un intermédiaire ou encore un véhicule chargé de transporter la charge réelle. À l'image de la métaphore d'Adam Smith, la monnaie n'est qu'une grande roue chargée de déplacer les richesses réelles. C'est pourquoi, la monnaie ne doit pas devenir l'objet de l'échange en soi.

Ce principe se retrouve chez Platon, Aristote ou encore Saint-Thomas qui voient dans l'intérêt, une altération de l'échange. A ce titre, Platon assimile l'intérêt à un détournement. Dans ses écrits, l'auteur récuse ouvertement les « prêts contre intérêt ». Quant à Aristote, il estime que l'intérêt n'a aucune justification légitime du fait que cette rémunération n'est pas issue du facteur travail. Or, toujours selon Aristote, seul le travail doit être rémunéré. Donc, il écarte toute rémunération en dehors du travail. Selon l'auteur l'intérêt est parmi les pratiques du gain, celles les plus contre nature.<sup>4</sup> Une telle position nous pousse à penser qu'Aristote se situe plus sur le plan moral qu'économique. Enfin, Saint Thomas considère que « *recevoir un intérêt pour de l'argent prêté (...) c'est faire payer ce qui n'existe pas* »<sup>5</sup>. A son sens, la monnaie n'est pas un bien et de ce fait, on ne peut établir une cession distincte de l'usage et de la propriété. A titre d'illustration, on peut « céder l'usage d'une maison mais en garder la nue propriété ».

Or, en prêtant de la monnaie moyennant le versement d'un intérêt, le prêteur « vendrait deux fois la même chose ». Plus précisément, en prêtant de l'argent, « on exige deux compensations, l'une à titre de restitution équivalente à la chose elle-même, l'autre pour prix de son usage. »<sup>6</sup>

---

<sup>4</sup> « N'est-ce pas là le summum de ce qui va contre nature ? L'argent n'est d'ailleurs même pas une chose, ce n'est rien d'autre qu'un symbole... et on donne à ce symbole un caractère de réalité. D'une convention on fait une chose. Les prêts contre intérêt sont aussi une perversion de l'échange... » « Rapport Jouini et Pastre « Enjeux et opportunités du développement de la finance islamique pour la place de Paris. » décembre 2008 p 26

<sup>5</sup> Saint Thomas d'Aquin, Somme théologique. Edition du Cerf, tome III, p 491.

<sup>6</sup> Saint Thomas d'Aquin, Somme Théologique, édition du Cerf, Tome III, p 491-492

Ce premier principe exclut également l'usure. Dans son esprit, cette rémunération est considérée comme socialement destructrice. Pour illustrer cette proposition, nous pouvons nous référer au crédit à la consommation (avec l'accroissement des dossiers de surendettement).

En somme, quel que soit la performance de l'actif sous-jacent dans lequel on investit, l'intérêt et l'usure sont exclus des activités de la finance islamique.

Toutefois, rien n'interdit aux banques de percevoir une rémunération. En l'occurrence, le principe de partage des profits et des pertes prévoit que les banques sont en droit de percevoir une rémunération en fonction de la performance de l'actif sous-jacent dès lors qu'elles sont mises en contribution pour les pertes éventuelles. Ces dernières ont pratiquement un statut d'actionnaire ou d'associé et son revenu prend en quelque sorte la forme de dividende.

Au niveau macroéconomique, il apparaît que ce principe contribue à renforcer la stabilité du système bancaire du fait qu'il est moins vulnérable aux effets de la spéculation. A ce titre, l'esprit de la finance islamique développe des activités qui récusent toutes pratiques spéculatives. Les institutions de prêt à intérêt basées entre autres, sur le principe que l'on peut acheter sans payer et vendre sans détenir, alimentent constamment la spéculation et portent préjudices à la stabilité du système bancaire. A titre d'illustration, on peut citer la crise d'Argentine<sup>7</sup>.

Enfin, dans son esprit, la finance islamique attache un intérêt particulier au principe d'*asset backing*. Cette pratique contraint le système bancaire à adosser tout financement à un actif tangible. Nous préciserons ce point lorsque nous aborderons la titrisation.

En somme, nous pouvons constater que ces pratiques propres à la finance islamique existent dans de nombreux pays développés et particulièrement en France. Toutefois, elles demeurent marginales en proportion dans les activités propres à la finance conventionnelle. La finance islamique offre des opportunités non négligeables. C'est ce que nous tenterons de démontrer lorsque nous aborderons la crise de 2007.

---

<sup>7</sup> Au début des années 80, les Etats-Unis ont augmenté leur taux d'intérêt (fin des années 70, le taux d'intérêt réel était négatif). L'Argentine s'est trouvée dans l'impossibilité de respecter ces engagements.

### **3. Théories post-keynésiennes et finance islamique : des approches complémentaires.**

La théorie post-keynésienne et le modèle de la finance islamique sont des approches complémentaires. Dans le même esprit que la finance islamique, la théorie de l'endogénéité considère que la monnaie n'est pas une marchandise. De plus, toutes deux admettent que la monnaie est un instrument nécessaire à la création de richesse et le crédit un moyen de financer les investissements productifs. Bien que la finance islamique ne détermine pas théoriquement, la formation du revenu, toutefois, dans son esprit, la distinction entre la monnaie et le crédit apparaît implicitement dans la littérature. En effet, nous savons que la monnaie est destinée à créer de la richesse réelle. Ainsi, nous nous appuyerons sur l'approche circuitiste pour expliquer l'intégration de la monnaie dans l'économie en vue de mettre en exergue que le financement des biens d'investissement est assuré d'un point de vue macroéconomique par un revenu déjà formé, i.e. un stock et non par voie de création monétaire i.e. un flux.

#### **3.1 La fonction monétaire des banques : créer de la monnaie pour financer une nouvelle production.**

Bien que la littérature, développée par les tenants de la finance islamique, ne précise pas explicitement la formation du revenu et donc l'intégration de la monnaie dans l'économie, ils admettent toutefois, sans l'expliquer que la monnaie est destinée à créer de la richesse (biens de consommation et biens d'investissement).

Ainsi, la théorie keynésienne constituera notre point de départ. Les banques exercent un rôle monétaire lorsqu'elles créent de la monnaie pour financer la production i.e. rémunérer le facteur travail. A ce titre, on peut se référer à l'analyse présentée par Keynes dans la Théorie Générale. Il explique que la monnaie est émise, par les banques, à la demande des entrepreneurs pour rémunérer les facteurs et plus précisément le facteur travail. En d'autres termes, la monnaie créée est destinée aux paiements des salariés en échange de leur contribution à la création de richesses réelles (biens de consommation et biens d'investissement). Dans le même esprit, Bernard Schmitt met en exergue que « la production et la monnaie sont des émissions fusionnées qui s'inscrivent dans un mouvement ondulatoire. » Derrière cette expression, on retrouve l'idée selon laquelle la monnaie et le produit sont créés en même temps, dans un même mouvement, comme si la monnaie et le produit étaient conjointement rattachés l'un à l'autre. La conjugaison de ces deux

émissions donne pour résultat le produit dans la monnaie. En somme, les banques créent le véhicule et les entreprises la charge de ce véhicule (le produit).

Traduit en termes bancaires, (table 1) les banques créent<sup>8</sup> uniquement la monnaie nominale par double écriture. Illustrons notre propos. Imaginons qu'une entreprise emprunte x unités de monnaies. A cet effet, la banque crée x unités de monnaies à la demande des entreprises. Simultanément, une dette apparaît sur le compte de l'entreprise et sont instantanément déposées sur le compte des salariés sous forme de créance. Ainsi, la monnaie nouvellement émise est simultanément une dette et une créance. Autrement dit, la monnaie nouvellement émise dans la monétisation de la production est une dette des entreprises sur les salariés.

Table 1. Création monétaire

Banque de second rang	
Actif	Passif
Créances s/ salariés : x unités de monnaies	Dettes envers les salariés : x unités de monnaies

La rémunération des services producteurs conduit à une dissociation de l'actif et du passif en ce sens que l'entreprise conserve sa dette et les travailleurs perçoivent un actif monétaire positif (revenu). Ainsi, toute monnaie créée est simultanément détruite. En effet, la monnaie créée ex nihilo est détruite instantanément lorsqu'elle est reprise par son émetteur. En d'autres termes, la création - destruction instantanée de la monnaie suppose que chaque unité de monnaie créée à la demande des agents économiques est instantanément déposée chez son émetteur, dépôt qui vaut destruction. Ainsi, la monnaie créée est simultanément un actif et un passif et subséquemment, nous quittons la thèse de l'exogenité. Il est intéressant de noter que la monnaie bancaire n'existe que dans les écritures comptables sous la forme d'un montant d'unité de compte. Nous pouvons effectuer un rapprochement avec Léon Walras, qui écrivait déjà que la monnaie ou le franc n'est qu'un pur nombre.

<sup>8</sup> « Voilà ce qu'est notre système monétaire, s'il n'y avait pas de dette dans notre système monétaire, il n'y aurait pas d'argent. » Marriner Eccles, directeur du conseil d'administration et gouverneur du Federal Reserve Board.

Une fois que nous avons défini l'intégration de la monnaie et du produit, nous pouvons en déduire une identité entre la monnaie et le produit. Précisons notre propos. En premier lieu, la monnaie est créée à la demande des entreprises par les banques commerciales. A ce stade, la monnaie est une créance. Elle cesse d'être une créance lorsqu'elle se transforme en revenu monétaire i.e. lorsque la monnaie se dote d'une charge réelle. En d'autres termes, la monnaie est créée en même temps que la production de biens de consommations et d'investissements, ainsi elle se dote d'une charge réelle qui lui octroie le pouvoir d'acquérir des biens issus du facteur travail. Il s'ensuit une identité entre le revenu monétaire et les biens au niveau macroéconomique. En d'autres termes, chaque unité de monnaie créée dans les émissions est associée à un produit et de ce fait, le revenu macroéconomique permet à lui seul d'écouler les biens de consommations et les biens d'équipements.

### **3.2 La fonction financière des banques : mettre à la disposition des agents en besoins de financement, les fonds nécessaires pour acquérir des biens d'investissement.**

La théorie de l'intégration de la monnaie nous permet de préciser la fonction financière des banques. Dans son rôle financier, la banque met à la disposition des agents en besoin de financement fonds nécessaire en vue de financer l'acquisition des biens déjà existants dans l'économie. Comment finance-t-on ces biens d'investissement ? Quelle est l'origine de cette liquidité ? Nous illustrerons notre propos en nous intéressant plus particulièrement à l'acquisition des biens d'investissement.

En la matière, il existe une controverse. Pour certains, le financement des investissements résulte d'une opération de création monétaire. Pour d'autres, les investissements sont financés par voie de crédit. Or, on peut se demander si d'un point de vue macroéconomique, il est nécessaire d'ajouter une quantité additionnelle de monnaie pour financer les achats de biens d'investissement.

On peut répondre à cette question en s'appuyant sur la théorie de l'intégration de la monnaie qui prend le soin de distinguer, sur le plan analytique, la monnaie et le crédit.

La banque dispose de dépôts. A l'aune de la théorie de l'intégration de la monnaie, le dépôt correspond tout simplement à une fraction du revenu non consommé. En qualité d'intermédiaire financier, la banque peut prêter ce dépôt sous certaines contraintes déterminées entre autres, par le taux de réserve légal. Imaginons, une banque dispose d'un dépôt de 1000 Euros. Dans le cas d'un taux de réserve de 20%, elle ne peut prêter que 800 euros. Il est intéressant de constater ici,

que la banque ne crée aucune monnaie, elle ne fait que transmettre ce qu'on lui a remis. Conservant 200 euros en caisse, elle s'engage pour 800 euros. Son prêt implique un décaissement i.e. une utilisation du dépôt. (Table 2)

Table 2. Intermédiation bancaire.

<b>Banque de second rang</b>	
<b>Actif</b>	<b>Passif</b>
Prêt 800	Dépôt 1000
Caisse 200	

En qualité d'intermédiaire financier, les banques, parviennent à se saisir de l'épargne des titulaires de revenu afin de l'acheminer aux particuliers ou aux entreprises. Bernard Schmitt parle dans ce cas, d'intermédiation ordinaire. Cette opération consiste à avancer aux agents en besoin de financement, une partie de leur revenu futur. Plus précisément, l'intermédiation ordinaire est une opération par laquelle la banque se saisit de l'excédent de liquidité (l'épargne) pour le transférer aux agents en besoin de financement (et plus précisément aux agents qui souhaitent acheter des biens existants dans l'économie). Pour ce faire, la banque détruit le revenu sur l'épargne et le crée sur l'emprunteur.

Il est intéressant de constater que cette opération est simultanément positive et négative<sup>9</sup> puisque le même revenu est prêté ou détruit d'un côté et empruntée ou créée de l'autre. En somme, l'intermédiation ordinaire ne se traduit pas par une création monétaire ou l'ajout d'une quantité additionnelle de monnaie. Le financement des achats des biens d'investissement est assuré par voie de crédit et non par voie de création monétaire<sup>10</sup>.

On en déduit que le revenu associé aux biens d'investissement existe dans l'économie sous la forme d'un stock monétaire et réelle. Ainsi, il n'est pas nécessaire de créer de la monnaie pour financer les achats des biens d'investissement, c'est-à-dire d'ajouter une quantité additionnelle de

<sup>9</sup> « En plus des émissions positives et des émissions négatives de salaires, il existe des émissions qui sont à la fois positives et négatives : ce sont les transmissions ou les intermédiations ordinaires (non quantique). Bernard Schmitt, Synopsis de la macroéconomie quantique, Dijon, 1983,

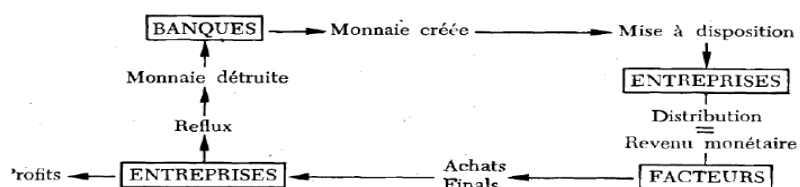
<sup>10</sup> Toute opération de crédit suppose au préalable la formation d'un revenu.

monnaie au revenu puisque la forme nominale des biens d'investissement existe déjà dans l'économie sous forme de dépôt.

### 3.3. Synthèse de la pensée post – keynésienne.

Pour comprendre la pensée post - keynésienne, il me semble judicieux de reprendre les mutations de la monnaie et les fonctions bancaires. La monnaie subit une mutation. En premier lieu, la monnaie est créée. A ce stade, la monnaie est une créance. Elle cesse d'être une créance lorsqu'elle se transforme en revenu monétaire i.e. lorsque la monnaie se dote d'une charge réelle. La monnaie est créée en même temps que la production, ainsi, elle se dote d'une charge réelle qui lui octroie le pouvoir d'acquérir des biens issus du facteur travail. Il s'ensuit une identité entre le revenu et les biens au niveau macroéconomique. Ce revenu monétaire peut être dépensé pour acquérir des biens de consommations et des biens d'équipements. A ce niveau, la dépense du revenu monétaire provoque le reflux de la monnaie i.e. la monnaie disparaît lorsque les banques annulent la dette. Précisons notre point de vue, schématiquement. (Schéma 1)

Schéma 1 (extrait de la nature de la monnaie - François Rachline)



En somme, la monnaie subit des mutations. Lors de sa création elle est une reconnaissance de dette, mise à la disposition des entreprises pour rémunérer le facteur travail. Une fois versée aux salariés, elle se transforme en revenu monétaire. La dépense de ce revenu et plus précisément le reflux de la monnaie auprès des entreprises entraîne la disparition pure et simple de la monnaie puisque la dette est annulée.

Cette définition de la monnaie nous permet de préciser les fonctions des banques. Les banques exercent des rôles monétaire et financier. Dans son rôle monétaire, la banque crée de la monnaie pour financer la production i.e. rémunérer le facteur travail. Dans ce cas, la création monétaire

s'accompagne d'une création de richesse réelle. En somme, les banques créent le véhicule et les entreprises la charge de ce véhicule (le produit).

Dans son rôle financier, la banque a pour vocation de mettre à la disposition des agents en besoin de financement (les entreprises) des fonds nécessaires (i.e. l'excédent d'épargne) pour financer leurs achats des biens d'investissement.

Quel est l'intérêt d'une telle scission dans une approche macroéconomique ? Imaginons que l'ensemble « banques » prête un revenu déjà formé pour lancer une nouvelle production et plus précisément rémunérer le facteur travail, il s'ensuivra un renforcement du réel par rapport au nominal. A présent imaginons qu'une banque crée de la monnaie pour financer l'achat des biens existants.

L'ajout d'une quantité additionnelle de monnaie, en dehors du lancement d'une nouvelle production, est déséquilibrant. Plus précisément, cela se traduit par un renforcement du nominal par rapport au réel. En effet, toute monnaie qui naîtrait sans produit i.e. dans une opération séparée du financement de la production serait une grandeur nominale dépourvue de forme réelle et algébriquement nulle. Ainsi, il n'est pas nécessaire de créer une quantité additionnelle de monnaie (qui s'ajoute au revenu national), pour financer l'achat de biens d'investissement.

#### **4. Une nouvelle grille de lecture pour comprendre la crise financière de 2007**

Le cadre théorique mis avant jusqu'à présent, constitue une base de travail solide pour comprendre les mécanismes qui ont contribué aux tensions sur les marchés financiers. La crise de 2007 est le résultat d'un enchaînement de déséquilibres à plusieurs niveaux. Toutefois, nous accorderons une attention particulière aux dysfonctionnements du marché du crédit.

##### **4.1. Rappel des enchaînements successifs de la crise.**

Depuis 2002, la Réserve fédérale (FED), mène une politique monétaire favorable à l'expansion des crédits pour relancer l'économie. Cette politique a permis à des millions de foyers modestes de devenir propriétaires, moyennant des prêts à surprime dits "subprimes". Plus précisément, par crédits subprimes, on entend les crédits hypothécaires accordés à des emprunteurs à risque, par opposition aux crédits primes qui sont souscrits par des emprunteurs qui offrent d'excellentes garanties de remboursement.

Ces fameux crédits subprimes sont des crédits dont le taux d'intérêt est ajusté au prix du collatéral (les biens immobiliers) : le taux d'intérêt est une fonction décroissante du prix des biens immobiliers. L'expansion du prix des biens immobiliers a favorisé la baisse des taux d'intérêt. Dans ce contexte, les banques accordent des crédits hypothécaires en masse.

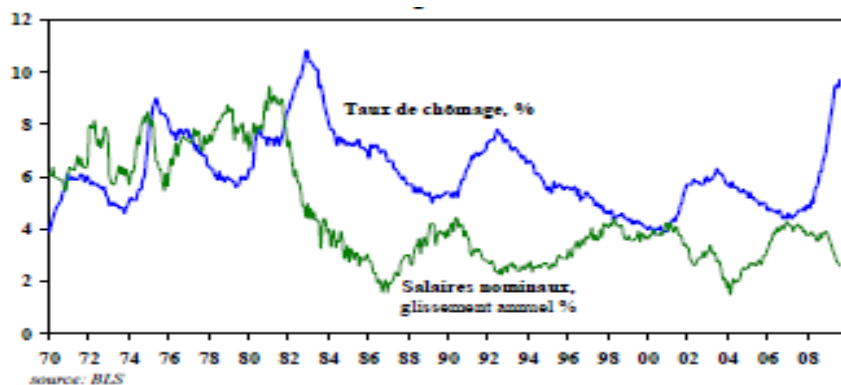
**Tableau 1 : Evolution prix des logements de 1997 à 2007**

Pays	Evolution des prix des logements
Etats-Unis	125%
Grande-Bretagne	210%
France	150%
Espagne	190%

Source : FMI, avril 2008

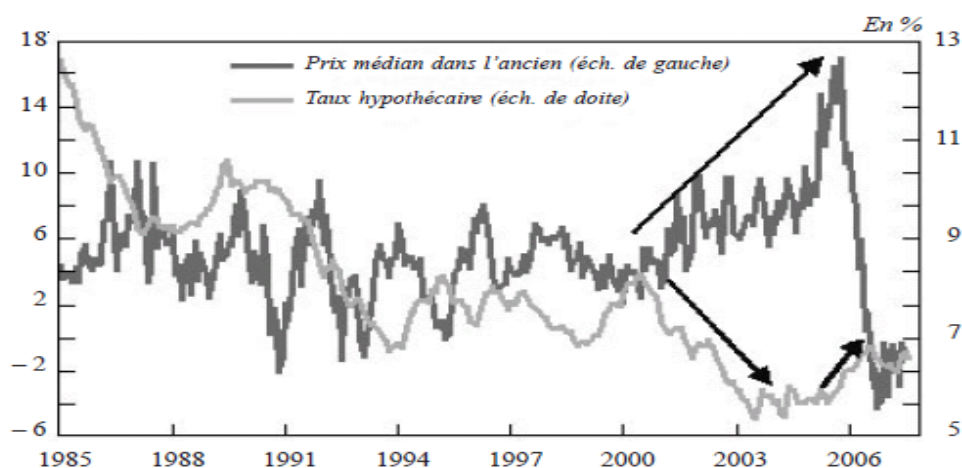
A partir de 2007, revirement de situation, les premiers signes d'inquiétudes commencent à apparaître. Les Etats-Unis sont touchés par un ralentissement de l'activité économique, qui se caractérise par une hausse du chômage à partir de 2007. Cette hausse du chômage contribue au déclenchement de la crise.

**Figure 1: Chômage et salaires**



A cela s'ajoute la montée du taux d'intérêt, accélérée par la baisse des prix de l'immobilier.

**Figure 2 : Evolution des prix de l'immobilier et des taux d'intérêt.**



Sources : NAR, Census Bureau et Crédit agricole.

On constate une coïncidence temporelle entre la baisse des prix, la hausse du taux d'intérêt et la montée du chômage, ce qui nous laisse penser que l'élément déclencheur de la crise est le ralentissement de l'activité économique. La conjugaison du ralentissement de l'activité économique et la hausse des taux d'intérêt augmente le taux d'endettement de ménages américains. Il atteint 140% en 2009.

**Tableau 2 : Taux d'endettement des ménages et des SNF**

	Ménages (en % du RDB)	
	Etats-Unis	Zone euro
2000	107	62,3
2009	140	92,2

Sources : BCE, Réserve fédérale, OFCE<sup>11</sup>

En somme, les ménages se retrouvent dans l'incapacité de rembourser les crédits et subséquemment les banques ne parviennent pas à récupérer les fonds engagés initialement.

<sup>11</sup> Revue de l'OFCE, N°110, juillet 2009, p.172, « Du chaos financier au K.O. économique » par Christophe Blot et Xavier Timbeau

Pour éviter la banqueroute, elles effectuent des opérations de titrisation. La titrisation est une opération financière qui consiste à transformer des prêts bancaires traditionnellement illiquides en titres aisément négociables sur des marchés, par l'intermédiaire d'une entité juridique ad hoc. Le plus souvent, la banque à l'origine des prêts les cède à un véhicule spécifique (special purpose vehicle ou SPV) qui finance cette acquisition en émettant des titres sur les marchés.

**Tableau 3 : Le marché de la titrisation aux Etats-Unis** (en milliards de dollars)

Années	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Titrisation	440	475	535	620	675	6800	735	8400	1005
	0	0	0	0	0		0		0

Sources: Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) Artus et al. (2008), pp.38-39<sup>12</sup>

Au regard des données qui nous sont présentées (tableau 3), on constate que les opérations de titrisation ont augmenté de 62 % entre 2002 et 2007. On peut noter que l'opérateur bancaire ou financier qui cède les crédits dont il est à l'origine, par une opération de titrisation, peut poursuivre ses opérations avec une base en fonds propres intactes. La titrisation permet ainsi, aux banques de renouveler leur fonds et également de transférer le risque des crédits sur les marchés financiers.

Les investisseurs qui achètent ces titres perçoivent en contrepartie les revenus (intérêts et remboursement du principal) issus des prêts. Ces titres très rémunérateurs ont attiré de nombreux spéculateurs. Ainsi, la plupart des établissements financiers y compris les banques se sont portés acquéreur de ces titres, adossés à des créances bancaires américaines, qui *in fine*, se sont avérées douteuses. Une fois que l'information relative à la valeur réelle des titres s'est diffusée sur tous les marchés financiers, la crise s'est propagée sur les autres compartiments. C'est ainsi que commence la contagion. De grands établissements bancaires, comme BNP-Paribas en France ou IKB en Allemagne, ont perdu une bonne partie de leurs placements dans la crise des "subprimes" en 2007. Par ailleurs, l'annonce de la faillite de plusieurs banques outre-Atlantique a provoqué une crise de confiance entre les établissements.

<sup>12</sup> Chiffres de Patrick Artus et al. (2008, pp.38-39), « La crise des Subprimes », Rapport réalisé par le Conseil d'Analyse Economique, année 2008

Les banques ne parviennent plus à se refinancer sur le marché interbancaire, si bien, que rapidement certains établissements financiers ont manqué de liquidité. Par conséquent, certaines banques ont éprouvé des difficultés pour honorer leurs engagements financiers.

Afin de pallier ce manque de liquidité, certains établissements bancaires n'ont eu d'autres solutions, que de vendre leurs actions et obligations. Cette réaction en masse provoque une chute brutale des valeurs boursières. Toutes les places boursières (européenne, asiatique, américaine) sont touchées. C'est ainsi que la crise devient boursière. « En une semaine, du 9 au 16 août 2007, les principaux indices boursiers connaissent une correction à la baisse brutale : Dax (Allemagne) : - 4,42 % ; Dow Jones (Etats-Unis) : - 5,95 % ; Nasdaq (Etats-Unis) : - 6,16 % ; FTSE 100 (Royaume-Uni) : - 8,37 % ; CAC 40 (France) : - 8,42 % ; Nikkei (Japon) : - 10,3 % »<sup>13</sup>

En somme, on constate que la crise est le résultat d'un enchaînement. D'origine économique, la crise prend une ampleur plus forte, qui s'explique entre autres par le comportement à haut risque des banques.

## **4.2. La responsabilité des banques dans la bulle immobilière.**

Le cadre théorique mis en avant jusqu'à présent, constitue une base de travail solide pour comprendre les mécanismes qui ont contribué aux tensions sur les marchés financiers. La crise de 2007 est le résultat d'un enchaînement de déséquilibres à plusieurs niveaux. Toutefois, nous accorderons une attention particulière aux dysfonctionnements du marché du crédit.

*a) Le financement des biens immobiliers par voie de création monétaire à l'origine de la bulle immobilière.*

L'octroi massif de crédits à des ménages modestes désireux d'acquérir des biens immobiliers a contribué à renforcer l'ampleur de la crise.

En premier lieu, il convient de définir les caractéristiques de ces biens à l'aune de la théorie de l'endogénéité de la monnaie. Ces biens présentent certaines particularités. A l'origine, ces biens immobiliers étaient des biens de production. A la différence des biens de consommations, ces biens immobiliers ne sont pas détruits à chaque cycle de production.

---

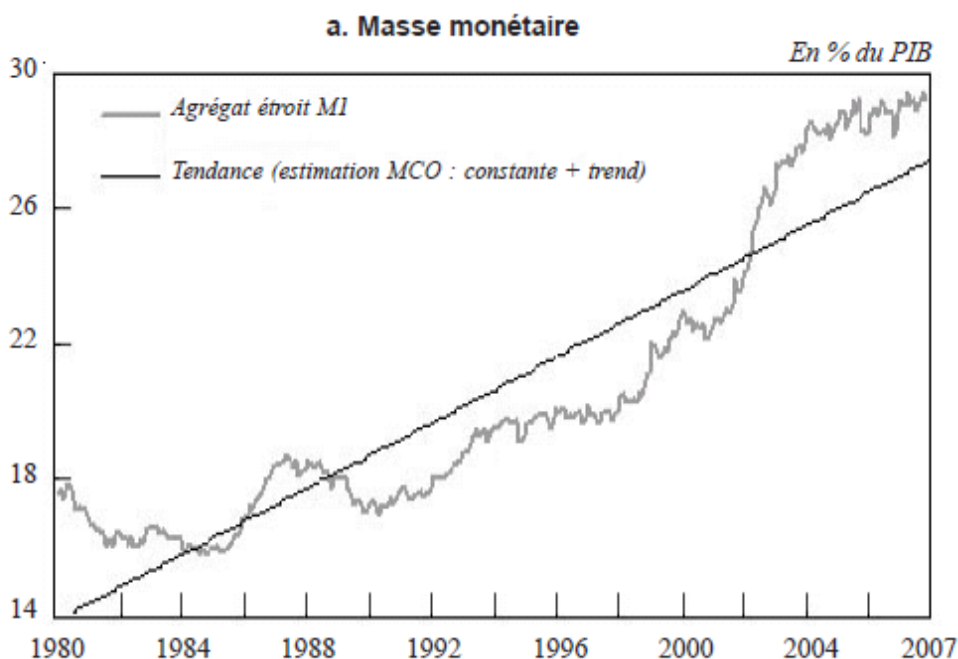
<sup>13</sup> <http://www.linternaute.com/actualite/economie/international/crise-financiere/2-contagion-mondiale.shtml>

En somme, ceux sont des biens d'investissement issus d'une production antérieure. Une fois que nous avons rappelé la particularité de ces biens, il convient, à présent, de s'interroger sur le financement de ces biens ?

Précédemment, nous avons pris le soin de distinguer le financement des biens d'investissement et le financement d'une nouvelle production et nous avons démontré que les biens d'investissement doivent être financés par voie de crédit. En effet, la monnaie associée aux biens d'investissement est déjà disponible dans l'économie sous forme d'épargne réelle. Lors de la cession du bien, cette épargne réelle devient monétaire. Plus précisément, la cession des biens immobiliers se traduit par un transfert du revenu (futur) de l'acheteur au vendeur.

Dans une logique keynésienne, le système bancaire, en qualité d'intermédiaire ordinaire, aurait dû se saisir d'une partie de l'épargne des agents en capacité de financement, et le transférer aux acheteurs des biens immobiliers. Or, le système bancaire américain a eu recours à la création monétaire pour financer les achats des biens immobiliers. (Figure 3)

**Figure 3 : Une ample liquidité depuis 2002.**



*Lecture* : Calcul sur six pays (États-Unis, UEM, Royaume-Uni, Japon, Canada et Chine).

*Source* : Datastream.

« Si l'on prend, par exemple, le rapport entre la masse monétaire au sens strict et le PIB (figure 3) pour six grands pays ou zones monétaires (États-Unis, zone euro, Japon, Chine, Royaume-Uni et Canada) on voit qu'il passe de 18 à 20 % en moyenne sur la période 1980-2000 à plus de 26 % à partir de 2002, pour atteindre près de 30 % en 2006-2007. »<sup>14</sup>

En somme, le financement des achats de biens d'investissement, par voie de création monétaire s'est traduit par un renforcement du nominal par rapport au réel (une bulle immobilière).

b) Les opérations de titrisation adossées à des titres de dettes et la bulle immobilière.

Les règles prudentielles prévoient que toute augmentation du volume de crédits doit s'accompagner d'une augmentation des besoins en fonds propres des banques, ce qui a pour effet, normalement, de contraindre ces dernières dans leur offre de prêts. Par fonds propres, on entend des dépôts. Mais ces dernières années, ce mécanisme stabilisateur n'a pas pleinement joué. Les institutions financières se sont très bien adaptées à cette contrainte en innovant, et plus particulièrement, en élaborant de nouveaux véhicules de titrisation<sup>15</sup>. Cette innovation permet aux institutions financières de regrouper des titres pour les vendre ensuite aux investisseurs. L'intérêt d'une telle opération est d'augmenter les fonds propres de ces dernières pour octroyer de nouveaux crédits. Ces opérations peuvent se multiplier, sans contrainte, du fait que, ces opérations portent sur des titres de dettes et non sur des titres de dettes adossées à des actifs tangibles. De telles opérations renforcent le nominal par rapport au réel. En somme, le financement des biens d'investissement par voie de création monétaire et les opérations de titrisations (portant sur des titres de dettes) ont eu pour corollaire de renforcer le nominal par rapport au réel. La conjugaison de ces deux phénomènes explique en partie la bulle spéculative sur les biens immobiliers.

De plus, la titrisation a eu pour corollaire de fragiliser l'ensemble des systèmes bancaires nationaux, notamment en transférant le risque de ces créances douteuses sur les banques acquéreuses de ces actifs.

---

<sup>14</sup> Rapport du conseil d'analyse économique - « La crise des subprimes » 2008.

<sup>15</sup> La titrisation est une opération financière qui consiste à transformer des prêts bancaires en titres. On distingue deux types de titres : les titres adossés à des biens tangibles et les titres adossés uniquement à des dettes.

Toutefois, les banques islamiques souffrent moins que le secteur conventionnel,<sup>16</sup> du fait que la plupart des instruments financiers à l'origine de la crise actuelle, c'est-à-dire les créances hypothécaires et leurs dérivés « repackagés » par des opérations de titrisation sont des activités étrangères au modèle de la finance islamique (puisque ces produits financiers reposent sur le principe de l'intérêt). Par conséquent, les banques islamiques ne portent à leur bilan aucune des classes d'actifs qui ont alimenté la crise dite des « subprimes ».

## **5. Solutions apportées par le modèle de la finance islamique : le financement des biens d'investissement par voie de crédit et la titrisation adossée à des actifs tangibles.**

### **5.1. Le crédit est au service de l'acquisition des biens d'investissement.**

L'esprit de la finance islamique accorde une place importante à la distinction entre monnaie et crédit. C'est pourquoi, les biens d'investissement sont financés par un revenu préexistant, formé dans la phase de création du revenu et de la production.

A la différence des banques dites conventionnelles, les banques islamiques agissent en qualité d'investisseur. En d'autres termes, elles ont un statut comparable à celui des actionnaires ou des associés.

D'une manière générale, les instruments financiers présentent des caractéristiques contractuelles communes. Les parties aux contrats sont généralement une banque (la *mudaraba*), qui en qualité d'*associé*, apporte les fonds nécessaires au financement du projet d'investissement (apport en numéraire) et un *mudarib* qui apporte un savoir faire (apport en industrie). Ces contrats s'accompagnent de deux contraintes, l'investissement ne doit avoir lieu que dans des activités conformes à l'ordre public (*halal*), et dans des sociétés dont le ratio d'endettement est inférieur à 33 %. Il existe différents types de contrat.

---

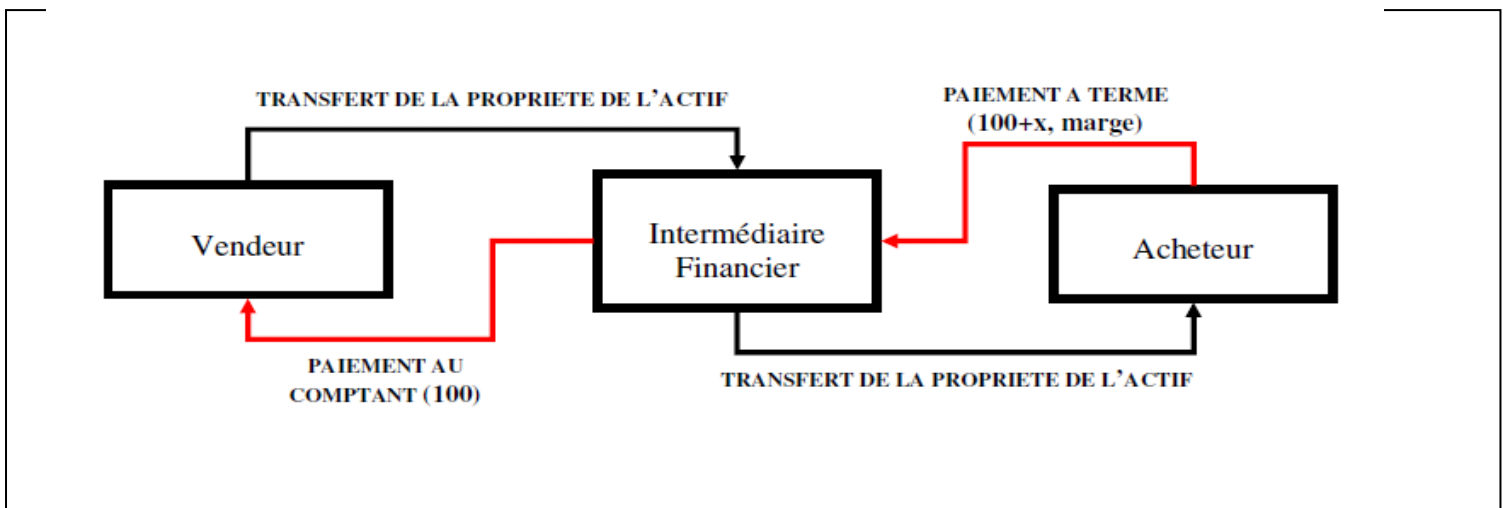
<sup>16</sup> Hassoune Anouar - Vice President - Senior Credit Officer at Moody's

### a) Première technique de financement : la Murabaha.

La *murabaha* est « un contrat de vente aux termes duquel un vendeur vend un actif à un financier islamique (une banque islamique ou une filiale *ad hoc* créée par elle ou par un tiers à l'investisseur) qui les revend à un investisseur (économiquement l'emprunteur) moyennant un prix (qui comprend une marge couvrant notamment la charge financière de l'intermédiaire financier) payable à terme (vente à tempérament) »<sup>17</sup>.

En somme, la murabaha est une technique de financement d'actifs (immobiliers, mobiliers, titres ou stocks) au moyen d'une opération d'achat-revente. L'institution financière achète des produits, équipements ou autres biens, pour le compte de son client moyennant le remboursement du collatéral et du d'une partie des bénéfices issus de cet achat (Schéma 2).

Schéma 2 : Principe de fonctionnement du Mourabaha.<sup>18</sup>



Le financier procède à l'achat initial du bien sur ordre et pour le compte du client, le mandant, lequel connaît et accepte le prix d'acquisition. A cet égard, le contrat peut prévoir la constitution d'un dépôt de garantie du client en faveur du financier. La revente du bien par le financier au client est concomitante, voire intervient dans un délai de trois à six mois, à compter de l'acquisition de ce bien auprès du tiers. Dans le système conventionnel, l'acheteur final s'approvisionne auprès du vendeur sur la base d'un crédit obtenu auprès d'une banque moyennant le remboursement du collatéral et des intérêts. Dans ce type d'opération, le vendeur cèdera son

<sup>17</sup>[http://www.minefe.gouv.fr/directions\\_services/dgtpe/secteur\\_financier/haut\\_comite\\_place/dev\\_fin\\_islam/fiche1a.pdf](http://www.minefe.gouv.fr/directions_services/dgtpe/secteur_financier/haut_comite_place/dev_fin_islam/fiche1a.pdf)

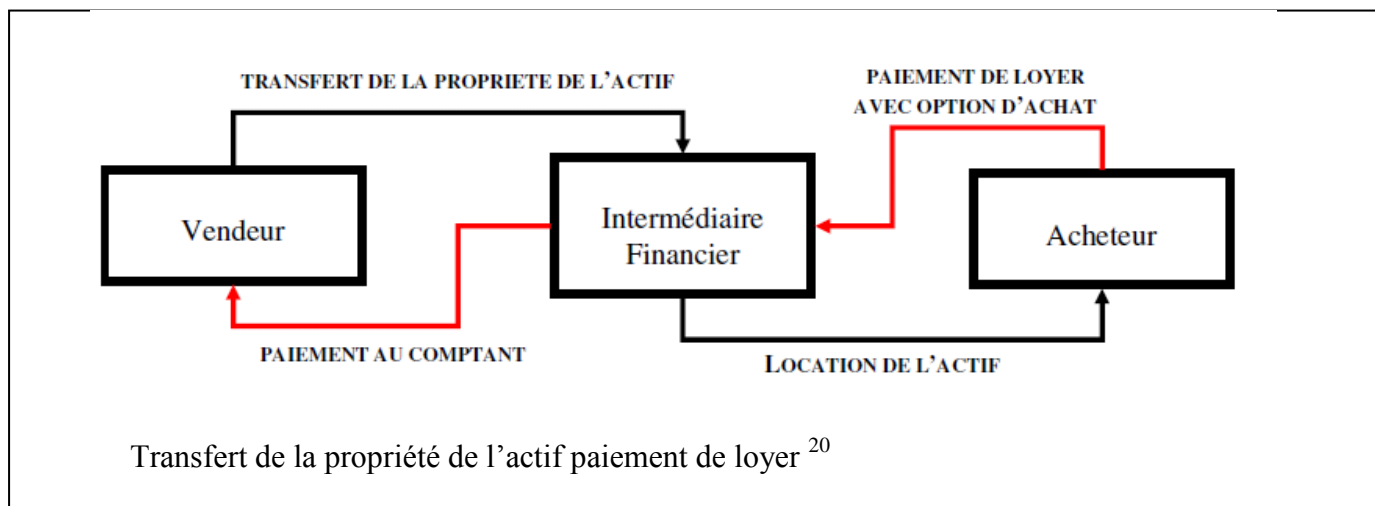
<sup>18</sup> « Rapport Jouini et Pastre « Enjeux et opportunités du développement de la finance islamique pour la place de Paris. » décembre 2008.

produit à un financier pour une somme X, lequel le revendra à un acheteur final pour un montant supérieur (collatéral + une partie des profits issus de cet achat) à X, payable à terme. A la différence du système du système classique, le murabaha prévoit une double cession.

### b) Deuxième technique de financement : l'ijara.

La deuxième manière de financer des biens d'investissement est l'ijara. C'est un contrat d'achat dans lequel une banque achète un équipement ou une propriété et le loue en crédit-bail à un client (entreprise ou particulier) (Schéma 3). L'Ijara peut prendre la forme d'Ijara-wa-Iqtina (crédit-bail avec promesse d'achat). A la différence de l'Ijara, le contrat Ijara-wa-Iqtina inclut une promesse d'achat du bien de la part du client à la fin du contrat. Enfin, une troisième variante de l'Ijara est l'Ijara avec Musharaka. Ce contrat peut être utilisé pour l'achat d'immobilier. La part de l'institution financière dans le bien loué diminue avec les paiements de capital que le client effectue en plus du paiement des loyers, l'objectif étant, à terme, le transfert de propriété du bien au client.

Schéma 3 : Principe de fonctionnement de l'Ijara <sup>19</sup> :



<sup>19</sup> « Rapport Jouini et Pastre « Enjeux et opportunités du développement de la finance islamique pour la place de Paris. » décembre 2008.

<sup>20</sup> Part du revenu qui revient au savoir faire si perte, aucun revenu

Cette technique s'apparente au crédit bail toutefois, il existe des divergences avec l'ijara.

Tout d'abord, l'institution financière est propriétaire du bien, tant que le bien n'a pas été payé. Dans un crédit-bail, en cas de retard dans les paiements, le contrat prévoit des pénalités (sous forme de pourcentage de la somme due). Cette condition est inapplicable dans un contrat islamique, pour deux raisons. D'une part, la pénalité fixe s'assimile à un taux d'intérêt puis d'autre part parce que la pensée musulmane réproouve toute provision qui pénalise un débiteur de bonne foi déjà en difficulté. Ensuite, dans un contrat d'ijara, les paiements ne peuvent pas commencer avant que le preneur ait pris possession du bien en question. A l'opposé, dans un contrat de crédit-bail, les paiements peuvent commencer à partir du moment où le bailleur achète l'actif sous-jacent. Enfin, dans un crédit-bail conventionnel, le risque de destruction ou de perte de l'actif peut être porté par le bailleur ou par le preneur (généralement c'est le preneur). En revanche, dans un contrat d'ijara, c'est le bailleur qui porte la responsabilité du bien, sauf cas de malveillance ou négligence du preneur. En cas de disparition de l'actif sous-jacent, certains contrats de crédit-bail prévoient le maintien des paiements. Cette clause est contraire aux principes islamiques : les contrats financiers et actifs sous-jacents sont inextricablement liés; la disparition du dernier entraîne automatiquement la nullité du premier.

A la différence des instruments de financement propres à la finance conventionnelle, on constate, que les banques islamiques engagent leurs responsabilités en contribuant éventuellement aux pertes. Elles ont un statut de quasi associé.

## **5.2. Les opérations de titrisation portent sur des titres adossés à des actifs tangibles.**

Dans la pensée islamique, les opérations de titrisation sont encadrées. La titrisation est une opération financière qui consiste à transformer des prêts bancaires en titres. On distingue deux types de titres : les titres adossés à des biens tangibles et le titres adossés uniquement à des dettes. Dans les pratiques de la finance islamique, les titres de dettes sont adossés à des actifs tangibles. A titre d'illustration, on peut présenter un instrument de titrisation : les sukuk.

« Les obligations islamiques dites « Sukuk » sont des titres représentant pour leur titulaire un titre de créances ou un titre participatif dont la rémunération et le capital sont indexés sur la performance d'un ou plusieurs actifs détenus par l'émetteur, affectés au paiement de la rémunération et au remboursement des « Sukuk ».

Leur porteur bénéficie d'un droit de copropriété indirect sur ce ou ces actifs qu'il peut exercer en cas de défaillance de l'émetteur. »<sup>21</sup>

Illustrons notre propos. Un groupe crée une société de droit français *ad hoc* (le SPV) pour financer l'acquisition d'un immeuble. Le SPV émet des obligations pour financer cette acquisition, les sukuk, qui sont souscrites par des investisseurs et la société mère du SPV. Ces SPV émettent les sukuk, collectent les fonds et les utilisent pour l'achat des actifs sous jacents. Une fois les obligations remboursées, soit en cours d'opération ou selon un échéancier préétabli, le SPV transfère la totalité de son patrimoine (immeuble, contrat de crédit-bail, option de vente, dette obligataire) à la société.

Aujourd'hui, le marché des sukuk est un des segments de la Finance Islamique les plus dynamiques et les plus prometteurs. Certes, il occupe une taille modeste. Toutefois, sa croissance est très forte. A titre d'illustration, « l'encours total des obligations islamiques dans « le monde s'élève à 97 milliards de dollars en 2007 contre moins de 10 milliards il y a dix ans. Le volume des émissions de sukuk a été multiplié par six entre 2005 et 2007 pour atteindre un total de plus de 32 milliards de dollars (soit une augmentation de plus de 70% par rapport à l'année précédente). Moody's prévoit que le rythme annuel de croissance de ce type de produit va se maintenir autour de 30 à 35 portant ainsi l'encours mondial de sukuk à 200 milliards en 2010. »<sup>22</sup>

---

<sup>21</sup>[http://www.minefe.gouv.fr/directions\\_services/dgtpe/secteur\\_financier/haut\\_comite\\_place/dev\\_fin\\_islam/fiche2a.pdf](http://www.minefe.gouv.fr/directions_services/dgtpe/secteur_financier/haut_comite_place/dev_fin_islam/fiche2a.pdf)

<sup>22</sup> « Rapport Jouini et Pastre « Enjeux et opportunités du développement de la finance islamique pour la place de Paris. » décembre 2008.

## **Conclusion :**

La commission d'experts de l'ONU, réunie à New York sous la présidence de Joseph Stiglitz, met en exergue la nécessité vitale de réformer les principes qui gouvernent les systèmes monétaires et financiers pour éviter de nouvelles crises. Lors de cette conférence, les membres de la commission formulent deux lignes directrices.

En premier lieu, la refonte systémique consiste à réitérer les principes keynésiens. Schématiquement, la banque crée de la monnaie à la demande des entreprises dans l'acte de rémunération des salariés. On observe ici que la création monétaire est associée à la création de richesse réelle. Dans son rôle financier, la banque met à la disposition des agents en besoin de financement les excédents de liquidités au service de l'investissement productif. La monnaie a pour finalité de créer de la richesse et le crédit suppose au préalable l'existence de liquidités réelles.

La finance islamique apporte sa contribution dans ces techniques de financement des biens d'investissement. Le point fort de la finance islamique est d'avoir gardé à l'esprit que le fonctionnement d'un système monétaire et financier respecte la distinction entre monnaie et crédit. A ce titre, elle propose des techniques de financements intéressants, sans remettre en cause la stabilité financière. En l'occurrence, les banques sont soumises à des contraintes telles que les comportements à haut risque sont endigués. (Ex. la titrisation de titres adossés à des actifs tangibles, pas de taux d'intérêt)

## **Bibliographie :**

**Bailly J.L. et Gnos C.** (2002), *La théorie monétaire post keynésienne*, édition Economica. p 243-258.

**Cencini A.** (2005): *Macroeconomic foundations of macroeconomics*. Routledge

**Conseil d'Analyse Economique**, « La crise des Subprimes », Rapport réalisé en 2008

**Davidson P.** (2009) - Quelle finance après le G20 ? – Economie politique- 2009 avril.

**Jouini et Pastre** (2008) Rapport « Enjeux et opportunités du développement de la finance islamique pour la place de Paris »

**Keynes J.M.** (1930): *Treatise on Money*, Vol. V in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, sous la direction de D. Moggridge et A. Robinson, New York, Cambridge University Press, pour la Royal Economic

**Schmitt B.** (1975) *Théorie unitaire de la monnaie, nationale et internationale*, Albeuve, Castella et Economica.

**Schmitt B.** (1984) *La France souveraine de sa monnaie*, Albeuve, Castella et Economica, Paris.

**Stiglitz J.** recommandation « *le prix Nobel d'économie, joseph stiglitz, propose la création d'une nouvelle facilité de crédit et d'un autre système mondial de réserves pour surmonter la crise* »  
[http://www.un.org/News/fr\\_press/docs/2009/AG10815.doc.htm](http://www.un.org/News/fr_press/docs/2009/AG10815.doc.htm)

