



## LE DEVELOPPEMENT DE LA FINANCE ISLAMIQUE SUR FOND DE CRISE FINANCIERE MONDIALE

Paris, 26 Novembre 2008  
Salons de la Maison des Arts et Métiers  
9 bis, Avenue d'Iéna - 75116 Paris

### UN INTERET ACCRU POUR LES SUKUK ET LE TAKAFUL

M. **Alberto Brugnoli**, Directeur Général, Associazione per lo Sviluppo di Strumenti Alternativi e di Innovazione Finanziaria - ASSAIF, Italie

Mesdames et Messieurs,

dans l'année qui va bientôt s'écouler le marché des sukuk a été, comme les autres marchés obligataires, touché par la détérioration des conditions sur les marchés mondiaux. Cette détérioration s'est traduite par une baisse d'intérêt de la part des investisseurs dans l'achat des émissions et, surtout, par l'écartement des *spreads* qui en est découlé. Les *spreads* des sukuk ont, en effet, suivi la même tendance que pour les obligations conventionnelles avec un élargissement marqué au cours des 12 derniers mois. Par conséquent, à la fin de septembre, les émissions de sukuk avaient baissé de 40% à 14 milliards de dollars par rapport aux 23 milliards de dollars pendant la même période de l'année passée. Dans la première moitié de 2008, seulement 2 sukuk ont été émis pour plus de 1 milliard de dollars par rapport aux 14 au cours de l'année 2007. La plupart des sukuk dans les pays du Conseil de Coopération du Golfe (CCG) ont été de plus de 100 millions de dollars tandis que les émissions en Malaisie ont été d'une taille plus petite. Les quatre plus grands sukuk ont été émis par SABIC, Aldar Properties, Nakheel Properties et DEWA pour un total de 4.2 milliards de dollars. Aussi à mentionner, le programme des sukuk 'Tadamun' de la Banque Islamique de Développement lancé en juillet qui a été la première transaction de sukuk de cette institution de prêt multilatérale

Sur le premier semestre 2008 la plupart des sukuk ont été émis sur les marchés où la liquidité reste abondante et/ou l'appétit pour des instruments compatibles avec la charia est élevé. Voilà donc que l'essentiel des émetteurs sont venus des pays du CCG et de la Malaisie. Ces deux pays ont été à l'origine des trois quarts des opérations. La Malaisie notamment, qui est le centre asiatique par excellence de la finance islamique, ne cesse pas de compter ses efforts pour promouvoir les sukuk, notamment grâce à un cadre réglementaire en constante adaptation. On se rappellera, par exemple, la mise en place en 2006 du Malaysian International Islamic Finance Centre (MIFC), dans le but de promouvoir le pays comme le chef de file de la finance islamique. L'un des principaux objectifs du MIFC a été à l'émission de nouveaux permis *offshore* de banques islamiques et des sociétés de Takaful. La Malaisie continue aussi d'être parmi les leaders mondiaux en matière d'innovation dans la structuration des sukuk et dans la titrisation. Cependant, tout en constituant le marché des sukuk le plus volumineux et le plus dynamique au monde - avec 66 milliards de dollars en stock - elle a assez peu de sukuk cotés sur les marchés

globaux. Le recours à des normes chariatiques qui sont plus libérales que dans les pays du CCG entrave, en effet, sa capacité d'internationaliser sa finance islamique. Il s'agit donc là essentiellement d'un marché de gré à gré. Les banques du pays font, par conséquent, connaître les sukuk surtout en Asie, en particulier aux *corporates* qui y voient un moyen de réduire leurs coûts de financement et d'obtenir les fonds dont ils ont besoin, alors que les conditions sont difficiles partout ailleurs.

Les *corporates* sont restées les principaux émetteurs avec les institutions financières et les souverains bien derrière. Les *corporates*, qui au 31 juillet étaient à l'origine de 87% des émissions, trouvent que les sukuk soient une source alternative de fonds pour le financement de leurs projets tandis que les institutions financières émettent des sukuk pour soutenir la croissance des prêts avec des sources de financement à plus long terme résolvant ainsi le problème de l'inadéquation des maturités

Autre particularité de l'année 2008, les émissions ont pour la plupart été libellées en monnaies locales avec le ringgit malaisien tombant derrière le dirham des Émirats Arabes Unis, bien que légèrement, en tant que monnaie de choix pour les émetteurs. Le dollar représentait moins de 15% des montants émis au premier trimestre 2008 contre 45% en 2007 et 85% en 2002. La faiblesse du billet vert et les spéculations concernant une désindexation (*depegging*) des monnaies des cinq pays du Golfe qui sont en régime de taux de change fixe par rapport au dollar explique en partie ce revirement. Une autre raison étant que après le début de la crise mondiale les émetteurs des sukuk ont déserté les marchés mondiaux et se sont concentrés sur leur marchés intérieurs où la liquidité est disponible et l'appétit pour ces instruments fort. Les émetteurs continueront à utiliser ces monnaies surtout si les sukuk *asset-backed* prennent le dessus, avec des actifs sous-jacents qui génèrent des flux de trésorerie en monnaies locales

Mais en 2008 le marché des sukuk a aussi été touché par des raisons à lui propres. On se rappellera, en effet, que la conformité avec la charia d'un grand nombre de sukuk avaient été mise en doute à la fin de l'année dernière par sh. Taqi Uthmani. Sans vouloir entrer dans les complexités techniques de cette *fatwa* il suffise de dire ici que les recommandations de AAOIFI, qui en sont découlées, n'auront pas d'effet rétroactif et les émetteurs n'auront pas à restructurer des sukuk déjà vendus pour se conformer aux nouvelles lignes directrices. D'autre part, les émetteurs que pour des considérations financières (les nouvelles règles signifient, en effet, des coûts légèrement plus élevés) ou de positionnement sur le marché, décidaient de continuer avec les structures existantes seraient perçu comme non conformes à la charia et perdraient à long terme de crédibilité. Tout ce débat sur la conformité a conduit la plus parts des émetteurs, notamment dans le Golfe, à revoir la structure de leurs émissions et souvent à les retarder. Aussi les structures de type *ijara* (terme que l'on pourrait peut-être traduire en français comme crédit-bail) ont compté pour plus de la moitié des émissions au premier semestre, au détriment des *musharaka* (capital-risque) qui sont passés de 43 % en 2007 à 17 % en 2008 Les autres structures utilisées ont été la *wakala*, *murabaha*, *istisna'*, *mudaraba* et le *salam*

Pour 2008 l'on pourra donc raisonnablement table sur un chiffre légèrement supérieur aux 16 milliards de dollars, les émissions qui auraient pu faire atteindre les 20 à 25 milliards de dollars ne s'étant, en effet, pas encore matérialisées. Ce volume se rapporte aux 32 milliards de dollars de l'année dernière quand 119 émissions (88 *corporates* et 31 souveraines) avaient été enregistrées, dont 58% dans les seuls pays du Golfe. L'ensemble du marché devrait donc bien dépasser la barre des 110 milliards de dollars à la fin de cette année. En d'autres termes, le marché des sukuk s'est déjà établis lui-même comme un créneau dans les marchés internationaux de capitaux et il va devenir bien plus que cela

Quel sont donc les perspectives pour 2009?

Pour les *corporates*, de plus en plus d'émetteurs s'intéressent aux sukuk et le marché primaire rebondira en 2009 à condition que la situation de la finance mondiale s'apaise. Le chef de la dette des marchés des capitaux pour le Moyen-Orient de BNP Paribas était à Dubai il y a quelques jours et il a bien résumé le consensus du marché en disant que les émissions de sukuk pourrait bien rebondir dans le deuxième trimestre de 2009 et dépasser les 50 milliards de dollars de l'année dernière aussi longtemps que les conditions du marché se stabilisent. D'autre part, CIMB-Islamic estime que, malgré un très vif intérêt de la part d'émetteurs potentiels, si les conditions générales ne s'améliorent pas rapidement il sera difficile de dépasser la barre des 16 milliards de dollars. Dans ce scénario, de nombreux émetteurs de sukuk prendraient des financements syndiqués en attendant que les conditions générales se stabilisent. Finalement, selon la recherche de Deutsche Bank Global Markets, la demande potentielle pour les sukuk devrait largement dépasser l'offre dans les prochaines années. Quelles sont les raisons de ces scénarios positifs? Du côté de la demande, les investisseurs du Moyen-Orient et de l'Asie musulmane riches en cash montrent un intérêt croissant pour les produits conformes à leurs croyances religieuses. Du côté de l'offre, les projets d'infrastructure dans le Golfe exigent d'énormes quantités de financement. Les banques également essaient de balancer l'augmentation des prêts immobiliers avec plus de financement à long terme. En dehors du Golfe les emprunteurs classiques sont prêts à diversifier leurs sources de financement et à attirer les investisseurs du Moyen-Orient en particulier dans le contexte actuel. Les régulateurs et les gouvernements dans le Golfe et en Asie musulmane soutiennent le développement de la finance islamique pour des raisons religieuses, politiques et d'affaires

Pour les souverains on continue de voir beaucoup d'appétit de la part des émetteurs dans un grand nombre de pays musulmans et non musulmans. Entités situées dans plus de 15 pays, principalement non musulmans, ont manifesté leur intérêt ou ont annoncé leur intention d'émettre des sukuk. La dernière entrée dans la ligue des pays émetteurs de sukuk étant la République de Gambie par le biais d'une série de transactions à vrai dire très petite en valeur absolue. L'on s'attend donc à que le marché des sukuk continue de s'internationaliser

Dans le détail, plusieurs pays asiatiques sont actuellement prêts à lancer leur sukuk ou étudient la possibilité de le faire. Les émetteurs souverains traditionnels au Moyen-Orient et en Asie du Sud-est ont été rejoints par des pays comme la Chine, le Japon et la Thaïlande qui ont établi un programme d'émission des sukuk. Le projet de loi de l'Indonésie sur le financement islamique de la dette, qui date d'avril 2008, permettra au gouvernement de financer une grande partie de son déficit budgétaire par l'émission de sukuk. Déjà la première émission de 4,7 milliards de Rupiah indonésienne (IDR) de fin août a été le catalyseur pour d'autres émissions souveraines d'Asie. Par exemple, le Pakistan a récemment annoncé qu'il émettra son premier sukuk de 15 à 20 milliards de roupies pakistanaises. Aussi des émetteurs potentiels de Singapour et Hong Kong, mais aussi de Taïwan et de la Corée du Sud, ont étudié le marché et ont entamé des discussions avec des arrangeurs. En août 2008, City Developments Ltd, le deuxième plus grand développeur de Singapour, a mandaté une banque pour arranger un programme de notes islamiques à moyen terme d'une valeur de 1 milliard de dollars de Singapour. Cambridge Industrial Trust, un fonds de placement immobilier (REIT) coté à Singapour, a annoncé en juillet 2008 son intention de devenir le premier REIT coté compatible avec la charia

En ce qui concerne l'Europe continentale la réduction des frottements juridiques et fiscaux qui sont plus au moins les mêmes dans tous les pays européens et qui freinent l'émergence

d'une finance islamique dans le vieux continent faciliterait une émission souveraine d'un pays européens. Cette émission serait symboliquement riche et donnerait un signal très fort au Moyen-Orient, au Golfe et aux millions de musulmans qui habitent l'Europe et aurait des retombées qui iraient bien au delà de la finance. Il est, d'ailleurs, difficile de comprendre pourquoi l'émission de l'état allemand de Saxe-Anhalt de 2004 pour un montant de 149 millions de dollars, et qui a été un succès, n'ait pas été suivi par d'autres émissions. Le Royaume-Uni, qui a pourtant bien adapté sa réglementation fiscale et envisagé d'émettre son premier sukuk en livres sterling durant l'année courante, semble pour l'instant avoir rebroussé chemin. D'autres gouvernements, le Japon qui prévoit l'émission de 300 à 500 millions de dollars de sukuk, Singapour et Hong Kong semblent pour le moment être mieux placés

Dans ce scénario, l'effet subprime, et surtout les causes bien connues qui ont déclenchée la crise mondiale actuelle, aura eu comme conséquence à moyen terme de favoriser la croissance d'un marché élargi et diversifié de titres d'investissement adossés à des actifs réels (biens et services) qui représentent une quote-part indivise de propriété sur les actifs générateurs de flux financiers. Autrement dit d'un marché des sukuk. De nouveaux émetteurs et des structures plus complexes (titrisation et convertibles en particulier) vont apparaître et le marché pourrait facilement avoisiner la barre des 150 milliards de dollars à la fin 2009

Les limites de cette croissance résident finalement dans le marché lui-même. La plus importante est la difficulté d'identifier les actifs sous-jacents de référence qui répondent aux besoins et, en même temps, offrent des rendements intéressants à la fois aux utilisateurs et aux fournisseurs de capitaux. Deuxièmement, la typique stratégie d'investissement «buy and hold» et la diversité limitée des investisseurs de sukuk a produit des marchés secondaires illiquides et inhibé une découverte des prix efficace. Le développement d'un marché secondaire liquide est, en effet, une question stratégique et dépendra de celle des sukuk comme instruments du marché monétaire interbancaire et de liquidité à court terme compatible avec la charia. Les seuls pays musulmans qui ont mis au point un marché interbancaire actif sont la Malaisie et le Bahrain, ce dernier ayant émis des sukuk à court terme avec une valeur cumulé de 287 millions de dollars avec échéances à trois ou six mois. Un troisième obstacle vient du fait que le peu de données sur le rendement historique des actifs compatibles avec la charia et l'existence de scénarios de stress non testés limitent la confiance lors de l'estimation du taux de recouvrement probables utilisés dans la fixation des prix et des notations de ces titres

En clôture un petit mot sur la France. La liquidité extraite des rentes pétrolières dans une vaste part du monde arabo-musulman est et restera gigantesque; pourtant, les entreprises françaises ne l'ont pas encore exploitée sous une forme conforme à la charia. De même les grandes banques françaises, pourtant globales et bien enracinées dans l'univers musulman, ne contrôlent qu'une part négligeable de l'émission et de la structuration des sukuk

La loi du 11 février 2007 qui a introduit la fiducie en droit français, notamment la fiducie-gestion, pourrait faciliter l'investissement et le financement immobiliers islamiques des personnes morales, voire l'émission de sukuk et rendre attractif l'immobilier, les actions pour les investissements en fonds propres; la dette des émetteurs français (publics et privés) sous forme de sukuk. Ces classes d'actifs sont les habitats préférés des investisseurs du Golfe. Cela faciliterait aussi la réflexion quant à la pertinence d'une émission de sukuk souverain. Merci pour votre attention