

LE REFINANCEMENT SUR LE MARCHÉ MONÉTAIRE ET LA GESTION DES RISQUES DE LIQUIDITÉ EN FINANCE ISLAMIQUE

THE REFINANCING ON THE MONEY MARKET AND THE LIQUIDITY RISKS MANAGEMENT IN ISLAMIC FINANCE

FENNASSI ADDOULI Intissar

Doctorante chercheuse Ecole Nationale de Commerce et de Gestion de Kénitra
(ENCGK), Université Ibn Tofail, Kenitra, Maroc.

Laboratoire de Recherche en sciences de gestion des organisations (RSGO)

ACHIBANE Mustapha

Enseignant-chercheur, Ecole Nationale de Commerce et de Gestion
Université Ibn Tofail, Kenitra, Maroc.

Laboratoire de Recherche en sciences de gestion des organisations (RSGO)

Résumé :

Le refinancement des banques participatives et la gestion des risques de liquidité revêt une importance particulière, du fait de la carence d'instruments pour la gestion du risque de liquidité et l'inexistence ou le manque de profondeur des marchés financiers islamiques dans le monde en général et au Maroc en particulier.

Pour mieux répondre à cette problématique, le présent travail a pour objectif d'étudier le système d'intermédiation financière comme activité produisant liquidité, de relever les indicateurs qui impactent le risque de liquidité et les enjeux des banques islamiques engendré par ce risque, d'étudier le marché des sukuku, d'analyser les instruments utilisés sur le marché monétaire au niveau international pour résoudre la demande irrégulière prévisible de liquidité, pour in fine, identifier les instruments appropriés pour un meilleur refinancement sur le marché monétaire islamique marocain.

Mots clés : risque de liquidité, instruments de liquidité, sukuku, marché monétaire, intermédiation financière.

Abstract

The Islamic banks refinancing and the liquidity risks management is particularly important because of the lack of liquidity risk management instruments and the inexistence or lack of depth of islamic financial markets around the world in general and particularly in Morocco.

To address this problematic, the present work will consist on studying the financial intermediation system as a producing liquidity activity, to determinate the indicators that impacts the liquidity risk and the islamic banks stakes generated by this risk, to study the sukuk market, to analyze the instruments used in the internationally money market in order to satisfy the predictable irregular demand of liquidity and finally, identify the appropriate instruments for a better refinancing on the Moroccan Islamic money market .

Keywords: liquidity risk, liquidity instruments, sukuku, money market, financial intermediation.

Introduction

L'intermédiation financière présente l'avantage majeur, d'être une activité produisant sécurité et liquidité. En ce sens, elle contribue à résorber les déséquilibres dans les comptes des agents économiques et à accroître le volume d'épargne dans l'économie.

Comme dans les banques conventionnelles, les banques participatives adaptent la capacité de financement de l'économie à leur besoin de financement. Cette transformation, fonction essentielle des intermédiaires financiers, s'effectue de plus en plus sur les marchés de capitaux.

Or, du fait des particularités de la finance islamique qui reposent sur l'interdiction de *riba* (intérêt), de la spéculation et le principe de partage de perte et de profit, le profil du risque de liquidité se modifie et l'accès au marché monétaire se complexifie.

Par conséquent, il est nécessaire de se poser un certain nombre de questions relatives aux besoins de liquidité et à la gestion des liquidités. Les instruments pour remédier aux problèmes de liquidité qui ne sont pas conformes à la *Shari'ah* rendent la gestion de la liquidité complexe pour les institutions financières islamiques spécifiquement dans l'inexistence d'un marché monétaire islamique développé. Ces instruments ont alors, toujours été un obstacle pour les banques islamiques.

De ce fait, l'un des nombreux défis auquel le secteur bancaire islamique est confronté est la création d'instruments qui doivent répondre aux mêmes besoins que les produits conventionnels, mais doivent être construits de manière différente. Dans ce cadre, plusieurs questions s'imposent :

- Comment les banques islamiques peuvent-ils se prémunir contre le risque de liquidité ?
- Quelles sont les techniques d'atténuations du risque de liquidité et quels sont les instruments appropriés ?
- Comment la finance islamique au Maroc pourrait-elle satisfaire le besoin de liquidité ?
- La dynamisation du marché des *sukuk* serait-elle une bonne alternative pour la gestion de la liquidité des banques ?

Pour répondre à ces questions et pour pouvoir se situer dans le cas marocain, il paraît nécessaire, dans un premier temps, d'étudier le système d'intermédiation financière et le risque de liquidité associé, d'analyser dans un deuxième temps, les techniques et instruments pour la gestion du risque de liquidité appliqués au niveau international et in fine, fonder à travers des indicateurs macroéconomiques et des expériences internationales, des conclusions pour le cas marocain.

1. REVUE DE LITTÉRATURE : LE SYSTEME D'INTERMEDIATION FINANCIERE ET LE RISQUE DE LIQUIDITE

1.1. LE MARCHE MONETAIRE

L'évolution du système financier s'est caractérisée par le développement des marchés des capitaux qui incite les entreprises non financières à recourir au financement par émission des titres et les banques à faire appel à un marché monétaire largement ouvert à tous les agents.

Ce marché monétaire est un lieu où s'échangent les titres de courte durée contre les liquidités. Il est réservé aux entreprises et institutions financières qui peuvent emprunter ou prêter des liquidités sur des durées courtes (MORVAN, J. 2014). Il permet de satisfaire les besoins de financement des banques, de l'État mais aussi des entreprises, grâce aux placements à courte échéance de tout investisseur. Les instruments privilégiés du marché monétaire en finance conventionnelle sont les titres de créances négociables (certificats de dépôts, billets de trésorerie, bons à moyen terme négociables, etc.) et les bons du Trésor.

En finance islamique, les études disponibles indiquent une absence significative d'une infrastructure de liquidité systémique efficace à cause principalement du manque de profondeur du marché monétaire islamique. Pour cela il est nécessaire de concevoir un marché monétaire islamique et des instruments conformes à la sharia comportant un risque relativement faible et favoriser le développement d'un marché des valeurs mobilières islamiques. Cela nécessite une approche intégrée reliant les dépenses publiques au programme d'émission de *ṣukūk* souverains¹ et de mettre en place des mesures incitatives en matière de surveillance dans le but d'assurer une gestion efficace par les institutions de services financiers islamiques (IIFS) du risque lié aux liquidités et au passif-actif. (SARKER & AWWAL, 2016).

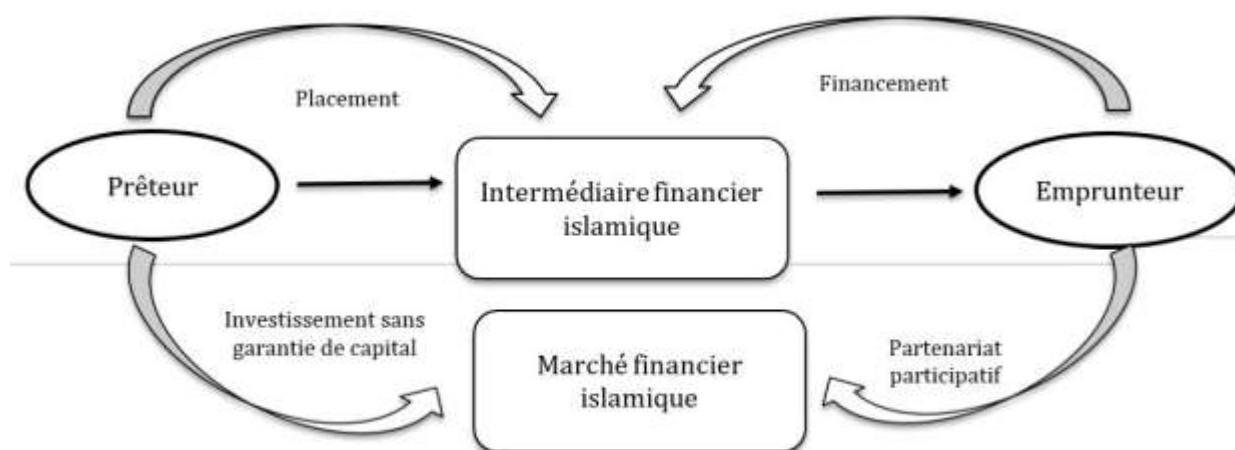
1.2. LE SYSTEME D'INTERMEDIATION FINANCIERE

Le cœur de métier des banques conventionnelles repose sur la transformation des dépôts de court terme par des actifs dominés par les crédits. Cette activité est accompagnée d'une gestion de la liquidité reposant sur la capacité de la banque à saisir des dépôts peu coûteux afin de maximiser sa marge d'intermédiation. Par ailleurs, cette notion de gestion de liquidité porte sur la capacité de la banque à avoir, rapidement sur le marché, des sources alternatives de cash sans faire trop de déduction sur les prix de ses actifs.

¹ Equivalents des bons du trésor en finance conventionnelle avec certaines différences techniques et opérationnelles.

Si pour les banques conventionnelles, l'intermédiation est fondamentalement fondée sur le principe de profit sous forme d'intérêt, l'intermédiation des institutions financières islamiques est fondée sur le principe de la participation via le partage équitable des profits et des pertes. Ainsi, la relation entre les institutions financières islamiques avec ses emprunteurs /prêteurs est conçue sur des valeurs de partage. De même, la finance islamique via l'émission des titres financiers (sukuk's) sur le marché permet également aux entrepreneurs de satisfaire leur besoin de financement en recourant à l'achat de la capacité de financement des épargnants en leur offrant des titres financiers respectant les préceptes de la sharia (BEN DAOUD, 2013). On peut considérer, alors, que l'intermédiation bancaire islamique présente un certain nombre d'aspects spécifiques, malgré le fait qu'économiquement, banques islamiques et conventionnelles organisent une forme équivalente de recyclage de sources diverses de financement. Le schéma ci-dessous explique ce fait :

Figure 1 : l'intermédiation financière islamique



Source : Mohamed NADIF, Mohammed AKAABOUNE et Omar ELASRI, (2012), les services financiers islamiques : aspects religieux, juridiques et économiques, impression : imp. El Maarif Al Jadida-Rabat page 54

La banque qui prête des capitaux aux investisseurs s'associe à eux pour partager les profits et les pertes, en contrepartie, les entrepreneurs apportent leurs savoir-faire (qualification, temps et effort). Les instruments financiers les plus utilisés sur les marchés de la finance islamique sont classés en produits de partage des pertes et des profits entre les parties et en produits de dette. Leur gestion devient plus complexe lorsque les banques recourent à une combinaison d'éléments de plusieurs instruments afin de répondre aux besoins de leur clientèle (M.EL QORCHI, 2005).

Dans la logique de partenariat participatif et d'investissement sans garantie de capital, il est percevable que le profil de risque de liquidité présente certaines dissemblances entre la

finance participative et la finance conventionnelle. Pour mieux appréhender ces différences, il paraît indispensable d'analyser en premier lieu, le profil de risque de liquidité, les sources d'incertitudes et les techniques d'atténuation de ce risque dans la finance classique.

1.3. LE RISQUE DE LIQUIDITE EN FINANCE CONVENTIONNELLE

Le règlement CRBF 97-02 définit le risque de liquidité comme le risque pour l'établissement de ne pas pouvoir faire face à ses engagements ou de ne pas pouvoir dénouer ou compenser une position en raison de la situation du marché.

Dans la pratique, les banques conventionnelles constatent régulièrement des déséquilibres (écarts) entre l'actif et le passif qui doivent être égalisés car, par nature, les banques acceptent des passifs liquides mais investissent dans des actifs illiquides. Si une banque ne parvient pas à équilibrer cet écart, un risque de liquidité pourrait se produire, suivi de certaines conséquences indésirables telles que le risque d'insolvabilité, le risque de renflouement du gouvernement et le risque de réputation (ARTUS & VIRARD, 2010).

Il existe, donc, trois sources d'incertitudes face au risque de liquidité qui poussent les banques à développer une gestion spécifique.

- La première, est le retrait massif des clients lors d'un choc macroéconomique ou une crise systémique.
- La deuxième source d'incertitude est le fait que l'arrivée de nouveaux clients et de nouveaux emprunts est incertain.
- Finalement, la banque peut avoir pris des positions dans des produits dérivés à effet de levier générateurs de grands besoins en liquidité dans des périodes de crises.

Par ailleurs, l'échec ou l'inefficacité de la gestion de la liquidité est dû à la vigueur de la pression de liquidité, à la préparation des instruments liquides d'une banque, à l'état de la banque au moment de la pression de liquidité et à l'incapacité de la banque à trouver des sources liquides internes ou externes.

Pour faire face à ce genre de risque, les banques conventionnelles utilisent plusieurs méthodes.

- Premièrement, elles peuvent faire appel au marché interbancaire où elles empruntent les fonds nécessaires au remboursement des dépôts ;
- Deuxièmement, elles peuvent utiliser leurs liquidités au bilan et réajuster les taux d'intérêt en fonction des estimations des déséquilibres ressource-emploi ;
- et troisièmement, vendre des actifs dont elles disposent.

L'ensemble de ces méthodes est défini sous l'acronyme GAP, Gestion Actif-Passif.

Il est également suggéré que, avant de racheter les instruments financiers pour la liquidité, les banques devraient déterminer les types de liquidités dont ils ont besoin et les types d'instruments à mettre fin.

Les instruments financiers s'appliquent effectivement pour résoudre la demande irrégulière prévisible et imprévisible de liquidité et la demande irrégulière prévisible de liquidité, les banques font certaines options, telles que:

- La vente d'instruments à court terme pour le besoin de liquidité à court terme;
- La vente d'instruments à long terme pour le besoin de liquidité à long terme et ;
- Emprunter les fonds à court terme.

En ce qui concerne la première option, sont des certificats de dépôts négociables (CDN), l'acceptation bancaire (AB), des bons du Trésor (BT) par l'open Market, des certificats de la banque centrale et des placements interbancaires. Il existe aussi l'émission de titres à court terme sur le marché monétaire, les emprunts bilatéraux entre banques et les emprunts de fonds de la banque centrale (KHOMSI, A., & BRITEL, F. 2018).

Mais les banques islamiques ne peuvent pas recourir à la majorité des instruments financiers de GAP basés sur l'intérêt, par exemple, ces banques ne peuvent pas recourir à un prêteur de dernier recours, (banque centrale) s'il adopte les techniques de la finance classique. De même l'absence d'un marché secondaire islamique ou les titres financiers pourraient se négocier de gré à gré et d'un marché interbancaire islamique, accentuent le risque de liquidité de ces institutions.

Pour mieux expliciter cette problématique, la partie qui suit sera consacrée à l'étude du risque de liquidité en finance participative, les facteurs qui accentuent ce risque et les techniques utilisées jusqu'à aujourd'hui pour atténuer ce type de risque.

1.4. LE RISQUE DE LIQUIDITE EN FINANCE PARTICIPATIVE

Comme cité précédemment, les banques classiques et islamiques reçoivent des dépôts à court terme et octroient des prêts à moyen ou à long terme. Cet écart de liquidité est suivi, par des méthodes de gestion actif-passif GAP. Parmi ces méthodes il y'a le recours au marché interbancaire, au réajustement des taux d'intérêt en fonction des estimations des déséquilibres ressource-emploi, etc.

Or, les banques islamiques sont incapables d'avoir accès aux produits de taux et aux produits dérivés classiques. Cette situation a un effet sur leurs notations. Ce que les BI gagnent en

matière de rentabilité, de financement bon marché, elles tendent à le perdre sur les terrains de la gestion de liquidité (HASSOUNE, 2012).

Par ailleurs, les banques islamiques sont confrontées d'une part au faible développement d'instruments de placement Sharia compliant de long terme et d'autre part à l'impossibilité de transférer l'excédent de liquidités à des organisations qui ne sont pas Sharia Compliant. Généralement les comptes d'investissement participatifs dépassent les capacités d'investissements des banques islamiques, ce qui les obligent à n'investir qu'une partie de ces dépôts.

En outre, les banques islamiques, comme les banques conventionnelles, doivent entrer dans le système financier et, en même temps conserver, plus que les autres banques leurs liquidités car elles sont nouvelles dans le marché par rapport aux banques conventionnelles. Ceci augmente automatiquement le risque dans les banques islamiques (DAMAK, 2014).

Il existe certains autres éléments et facteurs qui augmentent le risque au sein des banques islamiques. A titre d'exemple, on peut citer :

- Manque d'instruments et de moyens de couvrir le risque : l'interdiction de la riba et des différentes interprétations du gharar (risque excessif) ne permettent pas d'utiliser les nombreux moyens de couvrir le risque, comme les transactions volontaires (options)²; les transactions futures (futures)³ et les salf⁴ (forwards) qui ne sont pas très encore développées pour couvrir toutes sorte de risque dans le marché financier.
- Dans plusieurs pays, les banques islamiques ne sont pas nombreuses ce qui ne permet pas la création d'un tel marché (SALMAN, 2013). D'autant plus que, à part les groupes Dallah, AlBaraka et le Faysal Banking, les banques islamiques n'ont pas encore atteint la masse critique même dans des systèmes bancaires de petite taille. Elles demeurent essentiellement impliquées sur des marchés nationaux, relativement étroits en général. Elles restent faiblement diversifiées, tant d'un point de vue géographique qu'en termes de métiers et de secteurs. Les banques islamiques sont de petite taille, même selon les standards régionaux, et même dans les pays qui ont

² Option ou khiyar en arabe littéralement signifie le pouvoir. En droit des contrats islamique khiyar est le pouvoir d'annuler ou de résilier le contrat.

³ Future est une méthode de la finance islamique pour un paiement à l'avance avec livraison différé . comme par exemple les contrats de salaf ou salam.

⁴ Salf ou salaf est le paiement à l'avance avec livraison différé. C'est une sorte de vente où le prix des marchandises est payé à l'avance, tandis que les biens ou la contre-valeur est fournie à l'avenir , ainsi le contrat crée une responsabilité pour le vendeur jusqu'à ce qu'il livre la marchandise à temps prévu

islamisé l'intégralité de leur système bancaire (à savoir l'Iran, le Soudan et le Pakistan) (SOUDI, 2016).

- Les marchés financiers et interbancaires et le marché de sukuk ne sont pas tellement développés dans la finance islamique : c'est en raison principalement d'un problème de planification d'instruments à court terme pour fournir les ressources financières publiques de l'Etat sur la base du PLS⁵. Ceci met en difficulté la gestion de liquidité des banques islamiques et va causer la discordance entre l'actif et le passif des banques islamiques.
- Malgré l'existence d'un large éventail d'instruments mis au point dans diverses juridictions, la négociabilité de ces titres est généralement limitée. La plupart des banques islamiques achètent ces instruments et tendent à détenir les titres jusqu'à l'échéance, plutôt que de les échanger sur le marché secondaire.
- Par référence aux études réalisées par KHAN et HABIB et celle menée par KHAN et BHATTI en 2008, les banques islamiques de manière générale, souffrent du phénomène d'excès de liquidités. L'étude montre que ces dernières possèdent en moyenne plus de 40% de liquidités comparées aux banques conventionnelles. Ceci démontre l'extrême richesse des pays du golf persique qui ont des rentrées d'argent de plusieurs milliards de pétrodollars. En effet, le problème de refinancement est un faux problème pour les banques dans des pays qui vendent le pétrole notamment celles du Golfe et de l'Algérie⁶, mais en contrepartie il représente un problème très grand et persistant pour les autres banques des autres régions du monde comme pour les banques africaines islamiques locales qui sont des petites banques et qui ont des problèmes de financement avant d'avoir des problèmes de refinancement. Ceci dit, le rattachement aux pétrodollars est en lui-même un problème majeur car le prix de cette matière première peut vaciller et causer subitement des troubles saccageant.

Face à ces risques et aux autres, les banques islamiques ont été dans l'impossibilité, dès le départ, de sauvegarder une partie importante de leurs réserves dans les banques conventionnelles ou dans la banque centrale du pays. Or, la banque centrale en respectant la sharia, ne permet pas de fournir un intérêt élevé. En conséquence, la rentabilité des banques

⁵ PLS : Prêt locatif social

⁶ Les banques islamiques algériennes disposent d'une liquidité accrue dû aux deux millions de baril vendus par jour.

islamiques est largement affectée et le jeu de concurrence affaiblit leurs positions (KHOUTEM & MOULDI, 2013).

Cependant, nous remarquons que le risque de liquidité peut joué un rôle dans la détresse financière des banques islamiques et certains peuvent être forcés de fermer⁷. La récente crise financière a souligné avec force l'importance du risque de liquidité et de sa gestion (AKKIZIDIS & KHANDELWAL, 2008).

C'est pour cette raison que la Malaisie a mise en place en octobre 2010 une structure nommée IILM (International Islamic Liquidity Management Corporation)⁸ pour améliorer la gestion de liquidité des Banques Islamiques.

L'IILM a pour objectif d'améliorer les flux d'investissement transfrontaliers, les liens internationaux et la stabilité financière en créant des marchés financiers plus liquides et conformes à la Charia pour les institutions proposant des services financiers islamiques.

Le 26 août 2013, l'IILM a franchi une étape importante en publiant le premier Sukūk⁹ échangeable, à court terme, très bien noté et libellé en dollars américains, conforme à la Shari'ah. Les premiers IILM Sukūk, d'un montant de 490 millions de dollars américains, notés A-1 par Standard & Poor's Rating Services, ont été émis à une durée de trois mois et entièrement souscrits.

Les membres actuels de cette organisation internationale sont les banques centrales d'Indonésie, du Koweït, du Luxembourg, de Malaisie, de Maurice, du Nigéria, du Qatar, de Turquie et des Émirats arabes unis, ainsi que l'agence monétaire société islamique pour le développement du secteur privé.

En sus de cette initiative, plusieurs techniques existent aujourd'hui pour gérer la demande régulière, la demande irrégulière imprévisible et la demande irrégulière prévisible de liquidité.

⁷ Un exemple est la fermeture d'IhlasFinans en Turquie en 2001 suite à une crise de liquidité qui a touché l'ensemble du secteur bancaire du pays. Les banques conventionnelles ont eu plus de problèmes que les banques islamiques au cours de cette crise. Au cours de la crise financière mondiale de 2007-2009, de nombreuses banques conventionnelles ont subi une détresse, une insolvabilité et certaines importantes ont été fermées. Les banques islamiques en général ont survécu, cependant, celles qui dépendent principalement du financement de gros, comme les banques d'investissement islamiques, ont également eu des problèmes.

⁸ The International Islamic Liquidity Management Corporation (the IILM) (IILM) est une organisation internationale créée par les banques centrales, les autorités monétaires et les organisations multilatérales pour créer et gérer des instruments financiers destinés à faciliter une gestion transfrontalière efficace des liquidités islamiques.

⁹ Les sukuk sont des actifs sous-jacents titrisés licites au regard de la Sharia, contrairement aux obligations classiques, les porteurs de sukuk s'exposent aux risques liés aux actifs titrisés, Ni le capital, ni le rendement ne peuvent être garantis contractuellement et la vente de ce type d'obligation représente en général la vente d'une part d'un actif.

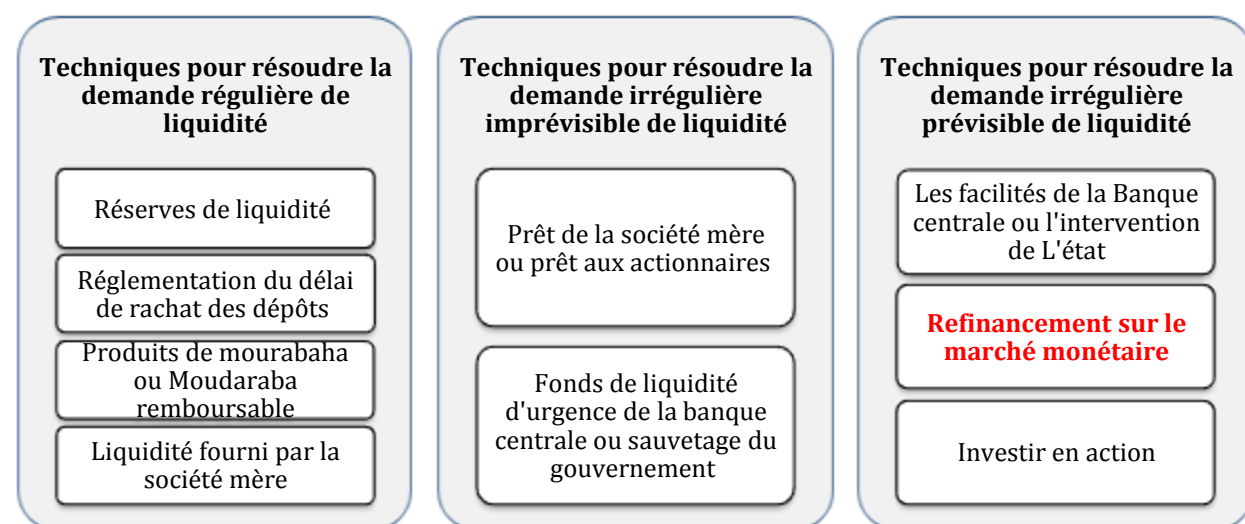
Le présent article sera consacré à l'étude des techniques pour résoudre la demande irrégulière prévisible de liquidité, notamment le refinancement sur le marché monétaire. La partie suivante explique avec détail cette technique.

2. LA GESTION DU RISQUE DE LIQUIDITE EN FINANCE PARTICIPATIVE

2.1. TECHNIQUES POUR GERER LE RISQUE DE LIQUIDITE EN FINANCE PARTICIPATIVE

Il existe certaines techniques pour atténuer le problème de risque de liquidité selon les principes et les orientations de la charia. Essentiellement, ces techniques atténuent les trois types de demande suivants:

Figure 2 : techniques d'atténuation des risques de liquidité



Source : Elaboré par nos soins à partir d'un rapport sur la gestion de risque de liquidité des banques islamiques effectué à la faculté des sciences juridiques économiques et sociales Rabat-Agdal.

Le refinancement sur le marché monétaire se caractérise par des investissements sur la base de mousharaka¹⁰, moudaraba¹¹, Sukuks ou les dérivés Shari'ah compatible qui demeurent à ce

¹⁰ Contrat via lequel, un établissement de crédit, une personnalité physique ou morale prend des parts dans le capital d'une société existante ou en cours de création. Les deux parties participent aux pertes à la hauteur de leur participation et aux profits selon un prorata bien déterminé.

¹¹ Contrat via lequel un investisseur (banque, personne physique ou morale) fournit des capitaux à un entrepreneur qui apporte son savoir faire métier pour la réalisation d'un projet. En cas de perte, l'investisseur est responsable des pertes dans la limite des montants investis. L'investisseur perçoit un pourcentage des bénéfices en plus du remboursement du capital sur la durée.

jour rares. Par ailleurs, il est important de noter ici que l'IIFM¹² a proposé en novembre 2010, un instrument de gestion de liquidité dont la structure intègre une tierce partie. Qualifié de repos Islamique, cet instrument répartit le risque entre les trois parties prenantes dans l'opération.

Enfin, vu leurs appétits pour le risque, les fonds islamiques sont de potentiels investisseurs dans les Sukuks à moyenne ou faible notation émis par les banques islamiques.

2.2. L'EMISSION DES SUKUKS POUR LE REFINANCEMENT SUR LE MARCHE MONETAIRE :

Le cadre réglementaire qui régit les institutions financières de la finance islamique constitue la contrainte majeure qui gêne encore la croissance de cette industrie. La plupart des pays dans lesquels fonctionnent les institutions islamiques sont, plus souvent, dotés d'une réglementation bancaire qui n'est pas censée tenir compte de la nature confessionnelle des établissements financiers islamiques. Ces derniers sont réglementés de la même manière que les institutions de la finance classique.

Les marchés secondaires et les effets publics islamiques permettent d'accéder à des liquidités sont peu nombreux et ne répondent pas à la croissance rapide des institutions financières islamiques. Cette absence de profondeur du marché contraint les institutions financières à maintenir un niveau de liquidité plus élevé que les autres institutions et affecte leur compétitivité et leur productivité (CHARBONNIER, 2011).

De même, avec l'intensification de la concurrence au sein de la sphère financière islamique, il n'est pas certain que les banques islamiques continuent à afficher de grandes marges d'intermédiation. Par ailleurs, la récente crise financière a révélé que les surplus de liquidité des banques islamiques sont utilisés pour faire face à leurs premiers besoins et honorer les demandes de retrait des déposants.

Cependant, la finance islamique se doit de devenir encore plus universelle et démontrer ses qualités face à la finance conventionnelle en développant une ingénierie financière novatrice et de qualité.

Un exemple qui concerne les SUKUK peut illustrer ce fait. Les sukuk constituent le produit phare de l'industrie financière islamique. Leur croissance est à l'origine de la croissance du marché de capitaux islamique (LEVY, 2012).

¹² International Islamic Financial Market' est un organisme de standardisation au service de l'industrie financière Islamique.

En effet, les sukuk constituent une alternative fiable à la mobilisation de l'épargne et des placements des investisseurs islamiques. A cela s'ajoute leur caractère négociable, et leur cotation sur des plateformes boursières reconnues connue comme Nasdaq Dubaï.

Dans une telle conjoncture, les Banques islamiques adopte, en général, le choix qui porte sur l'émission de sukuk, mais ces actifs peuvent être considéré comme dominé par des émissions locales. Ces titres risquent aussi de ne pas être éligibles comme sous-jacents aux repos avec la banque centrale en cas de crise de liquidité.

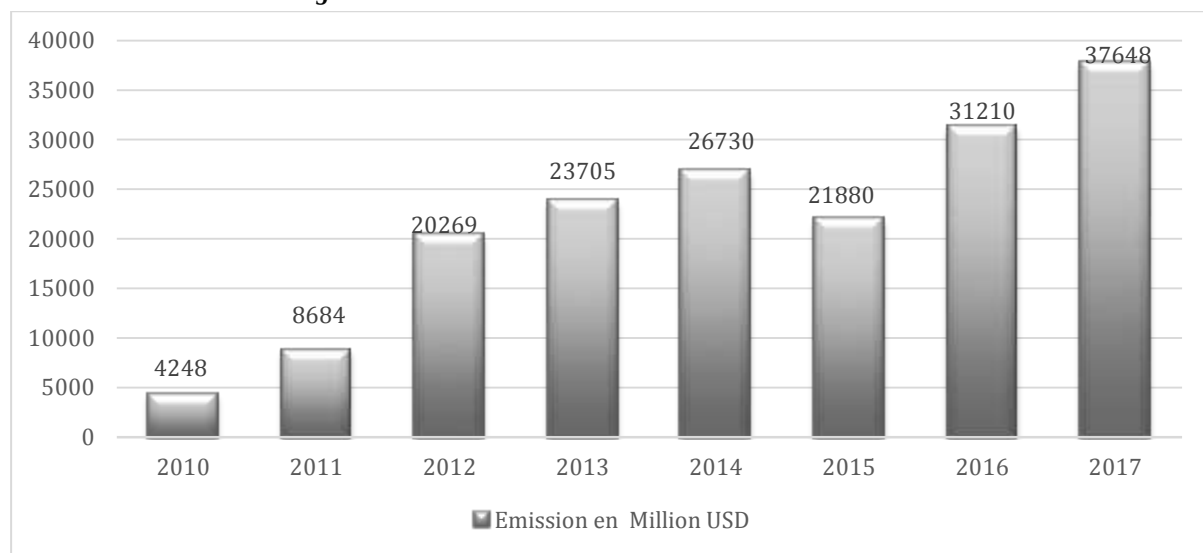
Il paraît alors indispensable de développer davantage le marché secondaire des sukuk en le rendant plus performant et transparent et d'investir dans des classes d'actifs plus innovantes pour la réussite de la gestion de liquidité des Banques Islamiques.

2.3. ETAT DES LIEUX DU MARCHE DES SUKUKS A L'INTERNATIONAL

Le total des émissions internationales de sukuk s'est élevé à 37,6 milliards USD en 2017, ce qui représente une augmentation de 6,4 milliards USD par rapport au niveau de 2016, qui était de 31,2 milliards USD. Il s'agit à ce jour de la valeur la plus élevée des émissions internationales de Sukuk enregistrée depuis la création du marché de Sukuk.

2.3.1. Les émissions des sukuk à l'international

Figure 3 : Forte croissance du marché mondial des sukuk



Source : IIFM sukuk report (base de données de IIF, avril 2018)

L'augmentation des émissions de sukuk est principalement due à l'augmentation du nombre d'émissions de sukuk souveraines sous l'impulsion de l'Arabie saoudite et à l'augmentation des émissions quasi souveraines et souverains. Les émissions des entreprises et des

institutions financières sont restées faibles.

Les étapes franchies sur le marché international des Sukuk en 2017 sont les suivantes :

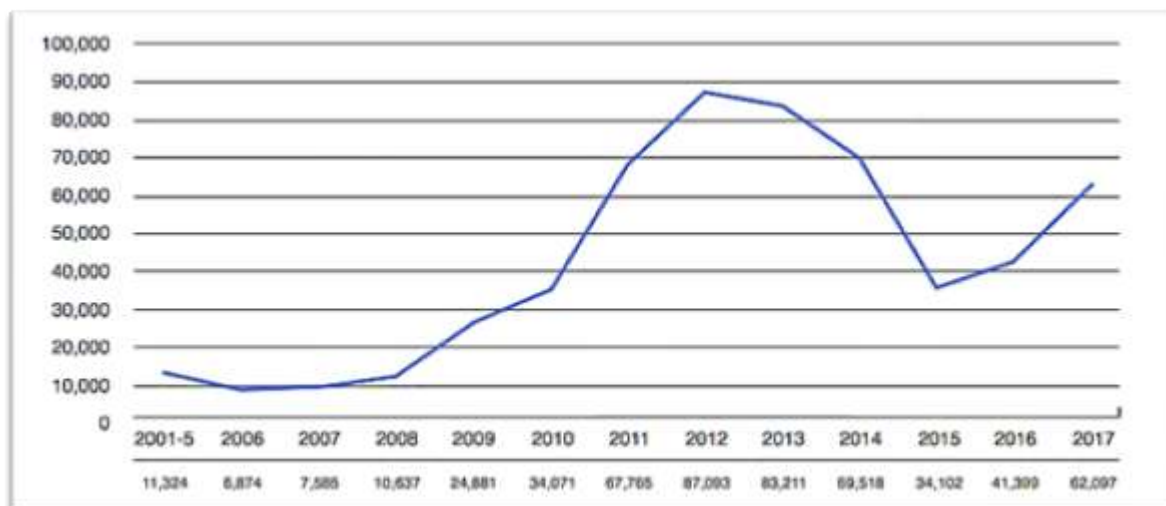
- a) Emission souveraine du gouvernement saoudien d'environ 9 milliards USD.
- b) La société d'investissement de Dubaï a émis 1 milliard USD de sukuk quasi souverain.
- c) Emission de 150 millions USD de sukuk par la Société financière africaine basée au Nigéria.

2.3.2. Émissions souveraines mondiales de sukuk (janvier 2001 à décembre 2017) en millions de dollars.

Globalement, les émissions souveraines de sukuk sont le principal facteur de croissance du marché mondial des sukuk. Les émissions souveraines ont également augmenté en 2017, comme l'indiquait l'IIFM dans son dernier rapport.

À la fin de 2017, le nombre total d'émissions souveraines de Sukuk depuis son lancement s'élève à 540,5 milliards USD, ce qui représente environ 55% de toutes les émissions de Sukuk dans le monde. Le graphique ci-dessous montre la tendance des émissions de sukuk souverains depuis 2001:

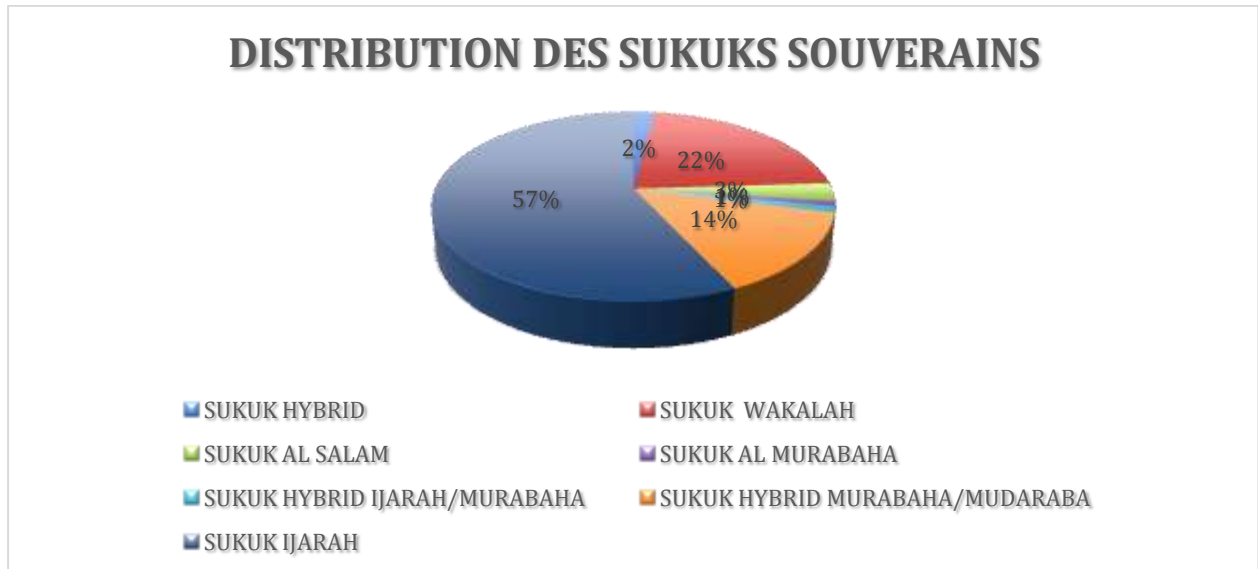
Figure 4 : La tendance des émissions des sukuk souverains en million de dollars



Source : IIFM sukuk report (base de données de IIF, avril 2018)

2.3.3. Distribution structurelle des Sukuks internationaux

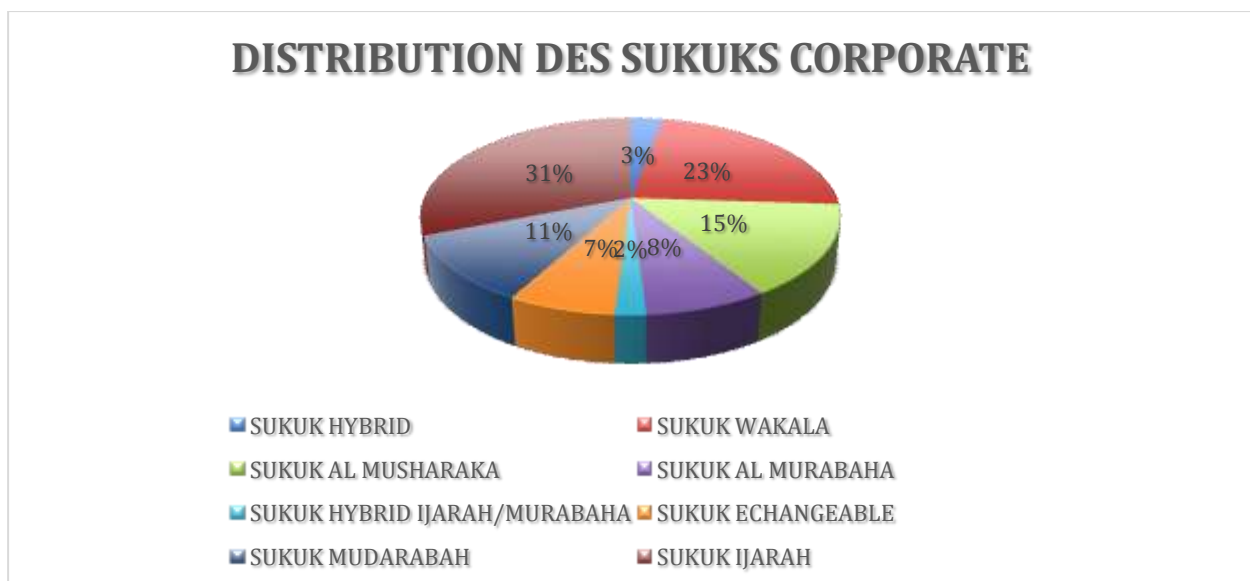
Figure 5: L'émission des sukuk souverains de janvier 2001 à décembre 2017 sur le marché international



Source : IIFM sukuk report (base de données de IIF, avril 2018)

On remarque que le type de sukuk souverain le plus émis entre 2001 et 2017 est le sak ijara représentant 57 % des totaux émissions suivi de sukuk al wakalah avec un pourcentage de 22%.

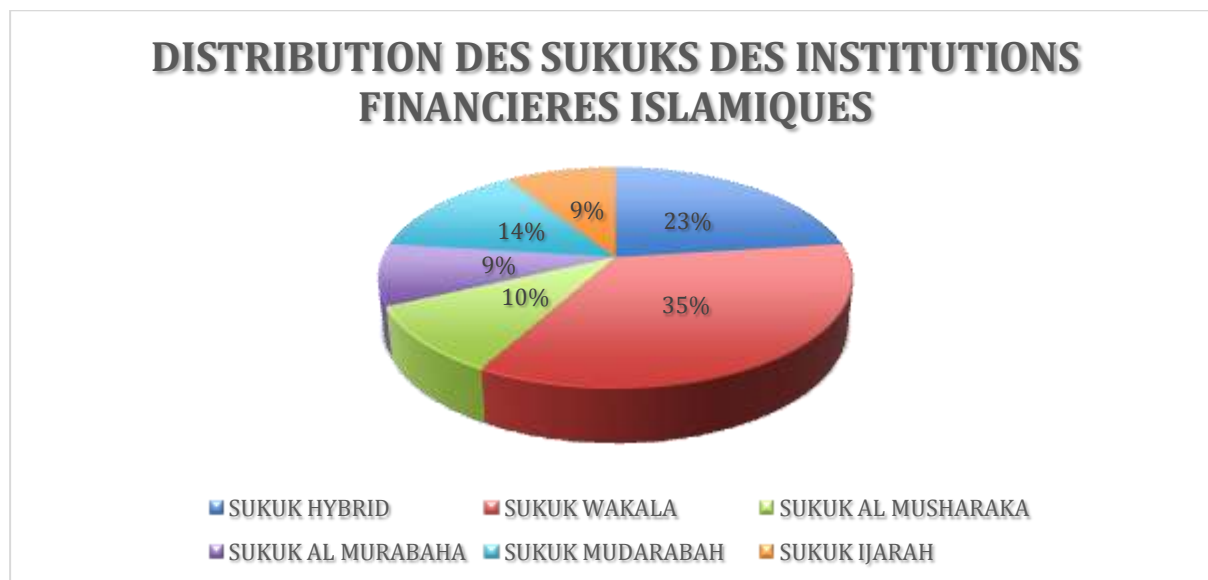
Figure 6 : L'émission des sukuk corporate de janvier 2001 à décembre 2017 sur le marché international



Source : IIFM sukuk report (base de données de IIF, avril 2018)

On remarque que le type de sukuk corporte le plus émis entre 2001 et 2017 est le sak ijara représentant 31 % des totaux émissions suivi des sukuk al wakalah¹³ avec un pourcentage de 23%.

Figure 7 : L'émission des sukuk des institutions financières islamiques de janvier 2001 à décembre 2017 sur le marché international



Source : IIFM sukuk report (base de données de IIF, avril 2018)

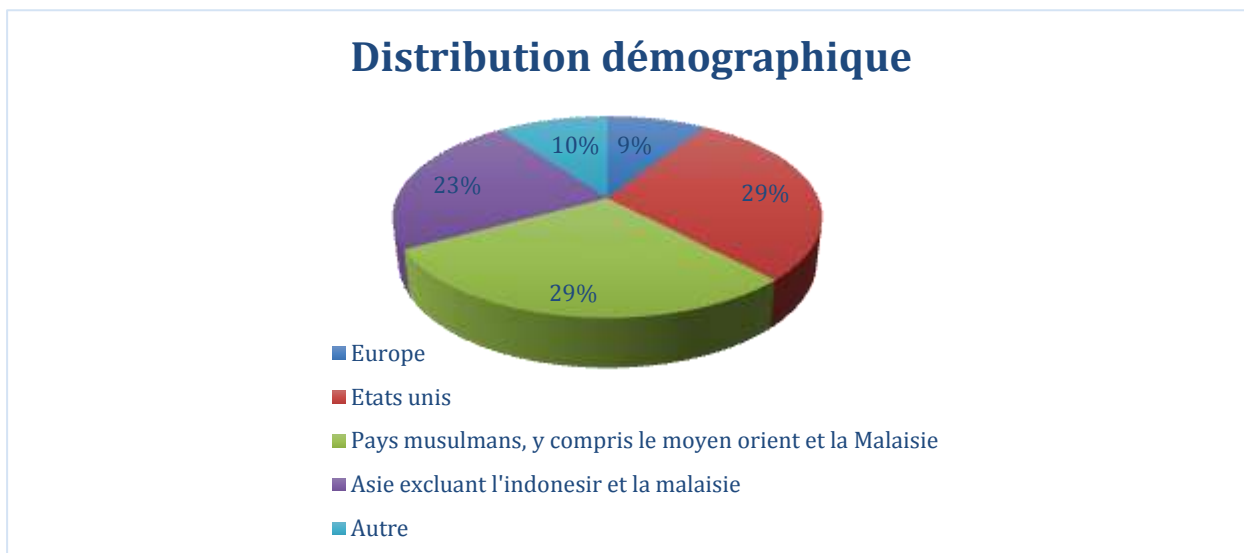
On remarque que les sukuk des institutions financières islamiques les plus émis entre 2001 et 2017 sont les sukuk wakala représentant 35 % des totaux émissions suivi des sukuk hybride avec un pourcentage de 23%.

On peut conclure à travers les trois distributions structurelles ci-dessus que les sukuk souverains sont le principal facteur de croissance du marché mondial et que l'état, les entreprise et institutions financière optent en particulier pour les sukuk wakalah, en plus des sukuk ijarah.

¹³ La structure sukuk al-wakala provient du concept d'un « wakala » qui se traduit littéralement par un arrangement par lequel une partie confie à une autre partie à agir en son nom. Un wakala est donc semblable à un arrangement d'agence.

2.3.4. Distribution démographique des Sukuks internationaux

Figure 8 : distribution démographique des sukuk



Source : IIFM sukuk report (base de données de IIF, avril 2018)

On remarque à travers ce graphe, que la plupart des émissions des sukuk proviennent des pays musulmans, y compris le moyen orient et la Malaisie. C'est la raison pour laquelle notre étude sera basée sur les expériences des pays musulmans pour pouvoir étudier les instruments de refinancement sur le marché monétaire.

3. BENCHMARK SUR LES TECHNIQUES DE REFINANCEMENTS SUR LE MARCHE MONETAIRE.

3.1. INSTRUMENTS UTILISES POUR LE REFINANCEMENT SUR LE MARCHE MONETAIRE DANS PLUSIEURS PAYS DU MONDE

Conscients de l'importance de gérer la liquidité des banques, les autorités de plusieurs pays du monde ont introduit des instruments de liquidité compatibles à la sharia pour que les banques islamiques puissent se refinancer sur le marché monétaire.

La Malaisie est l'un des premiers pays à avoir développé la finance islamique dans les années 1970. La Malaisie abrite l'IFSB (Islamic Financial Services Board), une institution internationale spécialisée dans la finance islamique, et elle est dotée de nombreux centres de recherche, d'institutions et de banques qui suscitent beaucoup d'intérêt pour les pays qui souhaitent développer la finance islamique.

En Malaisie, une gamme de titres à court terme, comme les bons du Trésor islamiques et les

notes monétaires islamiques de la BNM est disponible pour les banques islamiques. La BNM fournit une facilité d'investissement de dépôts aux banques islamiques via la transaction Murābahah portant sur les produits de base¹⁴. Plusieurs instruments sont également disponibles pour les banques islamiques désireuses obtenir un financement de la banque centrale, y compris des placements basés sur les principes de Wadī'ah¹⁵, Rahn ou Muḍārabah, et par une facilité de vente et de rachat¹⁶ sur le Ṣukūk sous-jacent (SARKER & AWWAL, 2016).

Par ailleurs, selon l'autorité des services financiers de Labuan, le marché des sukuk en Malaisie continue de prospérer tout en étant soutenu par son environnement propice aux émissions, ses politiques de facilitation des activités d'investissement et son infrastructure financière islamique complète. La Malaisie a maintenu son avance par pays avec une part de marché de 28,8% au premier semestre de 2017. La Malaisie a enregistré 138,7 milliards de RM¹⁷ (+ 20,6% en glissement annuel) d'émissions de Sukuk à fin octobre 2017. La croissance a été tirée par une augmentation des émissions du secteur quasi gouvernemental (+ 32,2% ou 38,2 milliards de RM), secteur gouvernemental (+ 17,7% ou 46,5 milliards de RM) et entreprises (+ 17,7% ou 54,0 milliards de RM).

La Malaisie offre des incitations fiscales attrayantes visant à accroître l'ampleur et la profondeur du marché des Sukuk. Parmi les incitations accordées, on peut citer l'extension de la déduction fiscale sur les dépenses encourues lors de l'émission de Sukuk approuvées par la Securities Commission (SC) et la Labuan FSA sur la base des principes d'Ijarah et de Wakalah jusqu'en 2018. Une double déduction est également accordée sur les dépenses prescrites supplémentaires liées à l'émission de Sukuk de détail conformément aux principes de Mudharabah, Musharakah, Istisna, Murabahah et Bai Bithaman Ajil, fondées sur Tawarruq, Ijarah et Wakalah. Afin de favoriser le développement du marché secondaire de

¹⁴ Le Trading des CBM est un instrument efficace de gestion de liquidité très utilisé en Malaisie qui utilise l'huile de palme comme actif sous-jacent aux opérations de Murabaha de maturité court terme. Cette technique est très pratique dans le cadre de la politique monétaire des banques centrales car elle permet d'absorber ou d'injecter de la liquidité selon les besoins. Dans une situation de surliquidité des banques islamiques, la Banque Centrale joue le rôle de donneur d'ordre en achetant à crédit auprès des banques en excès de liquidité de l'huile de palme. Puis, la Bank NEGARA revend les produits au comptant légèrement en deca de sa valeur d'acquisition. Elle arrive ainsi à capter la surliquidité des banques islamiques.

¹⁵ Un instrument où les banques centrales retiennent la surliquidité des banques islamiques en recevant leurs dépôts qui peuvent être investis en vue d'engendrer des profits avec la permission des déposants.

¹⁶ (alternatives aux Repo conformes la Chari'ah) Dans ce type d'instrument, la banque islamique vend à la banque centrale des titres conformes à la Chari'ah et en échange la banque islamique fait une promesse unilatérale (Wa'ad) de racheter les titres islamiques le lendemain (au jour le jour) à un prix convenu lié au passif éventuel cette transaction permet à la banque islamique d'acquiescer des liquidités auprès de la banque centrale au jour le jour

¹⁷ RM est l'unité monétaire de la Malaisie

Sukuk, Bursa Malaysia fournit une plate-forme de cotation pour les Sukuk libellés en ringgit et en devises étrangères émis par des entités cotées et non cotées locales et internationales sous un «régime dispensé» ne prévoyant pas la citation du papier ou négociés sur l'échange. L'inscription de Sukuk favorise une plus grande transparence et une meilleure gouvernance, car les Sukuk énumérés auraient une visibilité et une transparence accrue grâce à la divulgation d'informations communiquées à la Bourse et au public. La cotation serait également utile pour le profilage des émetteurs afin de faciliter les futures opérations de levée de fonds en attirant les investissements d'un segment plus large d'investisseurs institutionnels et d'investisseurs fortunés.

Comme la Malaisie, Le royaume de **Bahreïn** est parmi les pays qui ont fait de grands progrès dans le lancement de nouveaux produits financiers islamiques de manière innovante.

En 2008, La Banque Centrale de Bahreïn (BCB) a lancé un instrument financier islamique nommé l'Islamic Sukuk Liquidity Instrument (ISLI) qui vise la fourniture aux institutions financières islamiques un outil de gestion de liquidité (Islamic Sukuk Liquidity Instrument) et des capacités d'acquisition, de structuration et de commercialisation d'actifs.

Ce produit est conçu sous la forme d'une obligation islamique émise par la BCB pour permettre aux IFI et aux banques conventionnelles d'avoir accès à une liquidité à court terme contre des Sukuk Ijara souverains. Le but de la stratégie de la BCB est de créer un marché Sukuk plus profond et plus liquide, ce qui devrait stimuler et promouvoir un marché financier participatif plus actif.

Aujourd'hui, le Bahrein est très actif sur le marché des sukuk et publie des instruments à court et à long terme à intervalles réguliers. Au moins 18,3% des besoins de financement totaux du gouvernement de Bahreïn sont couverts par des instruments islamiques.

Les banques islamiques ont accès à une gamme de produits tels que Sukuk l'Ijārah¹⁸ et le Şukūk Al-Salam pour leur gestion de la liquidité. Ces actifs sont émis dans le cadre d'une procédure d'appel d'offres à taux fixe. Le comité de politique monétaire de la CBB fixe le taux de rendement (SARKER & AWWAL, 2016).

Le développement des opérations d'open market en utilisant des alternatives aux transactions REPO qui soient conformes à la char'ah est crucial pour des opérations monétaires efficaces de la banque centrale. Il est donc important que des instruments appropriés soient conçus, en particulier pour intégrer les alternatives aux transactions similaires aux REPO et compatibles

¹⁸ La structure de titrisation émettra les şukūk pour financer l'achat d'actifs et, par conséquent, la location de propriétés à la banque centrale. Les loyers payés par la banque centrale à la structure de titrisation seront reversés aux investisseurs à titre de retour sur şukūk. À l'échéance, la banque centrale achètera à la structure de titrisation les biens dont les produits seront utilisés pour racheter le şukūk aux investisseurs.

avec la Chari'ah pour des opérations monétaires efficaces avec les banques islamiques. C'est la raison pour laquelle, dans plusieurs pays du monde, les banques centrales ont lancé des obligations que les banques islamiques mettent sur leur bilan et qui peuvent les déposer en pension chez la Banque centrale. En échange, cette dernière procurera de la liquidité shariâ. Les banques centrales ont aussi «shariâ compatibilisé» les repos. Pareillement, les prises de pension ont été rendues shariâ compatibles. L'exemple de **l'Arabie saoudite et les Emirats arabe Unis** témoignent de ce fait. Ces deux pays proposent des instruments qui reposent sur l'accord de vente et de rachat (repo islamiques) ou sur des certificats de dépôts conforme à la shari'ah sur la base du produit Mourabaha des produits de base.

Poursuivant le développement rapide de Sukuk au cours de ces dernières années, les sukuku gouvernementaux et corporate en **Indonésie** ont connu une amélioration positive. Pour le gouvernement, le SBSN¹⁹ fait partie intégrante de la politique fiscale visant à financer le développement des infrastructures en Indonésie.

Selon la banque de l'Indonésie, depuis l'approbation de la loi numéro 19 de 2008 sur le SBSN, l'émission de la première série de SBSN, de taux fixe islamique (IFR), s'élève à 15 000 milliards IDR et l'émission totale de SBSN s'élève à 764,51 milliards IDR²⁰ vers 2008. Après ce lancement, différentes variétés de sukuk sont disponibles sur le marché, telles que le sukuk de détail (SR), le sukuk global indonésien (SNI), le sukuk de pèlerinage (SDHI), le sukuk du Trésor (SPN-S), le sukuk basé sur un projet (PBS) et le plus récent (publié en 2016) était le Saving Sukuk (ST). Jusqu'à la fin de 2017, le total de la RSA accumulée représentait 192,5 milliards IDR, soit 17% du total des obligations d'État.

Par rapport à 2016, le total de SBSN était de 179,9 milliards IDR, le SBSN a augmenté de 51,8% en 2017. Ces chiffres montrent que le gouvernement indonésien s'est fermement engagé à émettre régulièrement Sukuk Negara sur les marchés nationaux et mondiaux afin de soutenir le développement du marché financier islamique global et attirer les investisseurs vers les institutions financières islamiques en Indonésie.

Quant au **marché financier Turc**, celui-ci est traditionnellement dominé par les titres du secteur public. Malgré la forte demande d'emprunt du gouvernement, des progrès en faveur des émissions du secteur privé ont été observés ces dernières années. Au sein de cette tendance, la part des titres du secteur privé dans le total des titres en circulation a commencé à augmenter à partir de 2010.

Selon le conseil des marchés de capitaux en Turquie, la part des instruments du secteur privé

¹⁹ Le SBSN (sukuk) sont des titres gouvernementaux basés sur les principes de la charia.

²⁰ IDR est la monnaie indonésienne

est passée de 17,6% en 2010 à 26% en novembre 2017 au sein de l'encours total des titres. Le principal motif de cette augmentation était la croissance du marché de la dette des entreprises, notamment des émissions de Sukuk.

La Turquie a mis en œuvre de nombreuses réformes clés sur les marchés des capitaux afin de renforcer l'infrastructure financière, d'améliorer la capacité institutionnelle et d'accroître la diversité des produits et services financiers. Le plan d'action pour le centre financier d'Istanbul prévoit une initiative nationale visant à développer le marché des valeurs mobilières en Turquie, y compris les marchés des capitaux islamiques. Afin de mettre en place un cadre réglementaire pour les Sukuk turcs privés, des jalons importants ont été franchis au cours des dernières années. Lorsque la première réglementation Sukuk a été introduite en 2010, elle était essentiellement conçue pour permettre un financement et des investissements sans intérêts sous la forme d'une transaction de crédit-bail (Ijarah). Puis, en 2011, les inégalités fiscales sur Ijarah Sukuk par rapport aux produits classiques ont été résolues.

La réglementation en vigueur en matière d'émission de sukuk a été publiée en 2012 dans le cadre de la loi sur le marché des capitaux. Alors que la société «Asset Leasing Company» (ALC) était définie comme un émetteur remplissant le rôle du SPV dans le premier règlement, la loi, les ALC ont été identifiés comme des «institutions du marché des capitaux» réglementées et supervisées par le CMB (Capital Markets Board of Turkey).

Pour le cas de **l'Iran**, selon le rapport du personnel du FMI, la Banque centrale d'Iran (CBI) a réussi à équilibrer sa liquidité en restructurant l'autorisation de découvert. À l'avenir, l'accès à la facilité de caisse devrait exiger l'apport de garanties, éventuellement sous la forme d'un document de participation émis soit par l'état ou la banque centrale sur une base de Musharaka²¹ avec une garantie sur les rendements et le principal. Cela aiderait également à développer un marché secondaire.

Au **Soudan**, Les banques islamiques ont accès à une gamme de Şukūk disponibles afin de leur permettre d'investir leurs fonds excédentaires. Le financement des banques centrales est désormais disponible par le biais de rachats de Şukūk et de ventes aux enchères de fonds d'investissement. Les trois types de titres émis à ce jour sont les certificats d'Etat

²¹ Est un titre qui repose sur des actifs émis contre un certain pourcentage de participation de l'Etat ou de la banque centrale dans des entreprises plus rentables et en coentreprise. Les rendements de ce titre sont déterminés par le rendement attendu de l'actif sous-jacent où une part pro-rata du flux de revenus est distribuée entre les partenaires.

Mushārah, les certificats d'investissement publics²² et les certificats Mushārah de la Banque centrale.

Le Bangladesh comme le Soudan utilisent les titres d'investissement islamiques émis par l'état sur la base du contrat Mudarabah comme instrument pour le refinancement sur le marché monétaire (SARKER & AWWAL, 2016).

Pour le cas de **Oman**, la banque centrale a mis en place un groupe de travail chargé de développer des outils de gestion de la liquidité conformes à la charia.

La BCO a déclaré que les entités bancaires islamiques d'Oman ont des niveaux de liquidité élevé par rapport aux banques conventionnelles, sans aucune possibilité de déployer les liquidités excédentaires comme dans les banques classiques.

La direction de la BCO croit en l'importance de mettre au point des outils efficaces et applicables compatibles avec le cadre réglementaire du système bancaire islamique à Oman. Elle a donc accordé toute son attention à cette question.

Le projet de gestion des liquidités islamiques devrait être achevé au cours de l'année 2019.

Le tableau ci-dessous, résume les instruments appliqués au niveau international pour le refinancement sur le marché monétaire :

Tableau 1 : tableau récapitulatif des instruments de refinancement sur le marché monétaire (par pays)

<u>PAYS</u>	<u>INSTRUMENT DE REFINANCEMENT SUR LE MARCHÉ MONÉTAIRE</u>
<u>MALAISIE</u>	• Les bons du trésor islamique • Titres d'investissement émis par l'état • Note monétaire de la banque Negara • Sukuk ijara • Certificat de créance islamiques négociables²³ • Titres islamiques acceptés²⁴ sur la base du contrat Murabaha ou baie al dayn²⁵ • Documents commerciaux islamiques²⁶ sur la base du contrat baie al dayn • Accord de vente et de rachat (repo islamiques sur la base de Murabaha des produits de base
<u>BAHREIN</u>	• Certificats wadiah²⁷ de la banque centrale

²² Un titre représentatif d'actifs émis sur la base d'un certain nombre de contrats, dont l'Ijārah, le Salam, le Muḍārabah et l'Istiṣnā'. La relation entre le porteur et l'émetteur de ce titre est fondée sur un contrat de Muḍārabah restreint.

²³ Émis par les institutions financières et autres entreprises

²⁴ Émis par les institutions financières et autres entreprises

²⁵ Financement de dette : fourniture des ressources financières nécessaires à la production, au commerce et aux services sous forme de vente/achat de documents commerciaux

²⁶ Émis par les institutions financières et autres entreprises

	• Sukuk al salam (banque centrale) • Sukuk ijara (à court et à long terme) • Accord de vente et de rachat (Repo islamiques) sur la base de Murabaha des produits de base
<u>ARABIE SAOUDITE</u>	• Accord de vente et de rachat (repo islamiques) sur la base de Mourabaha de produits de base
<u>SOUDAN</u>	• Certificats d'investissement émis par l'état sur la base du contrat Ijarah/istisnaa/salam/mudarabah. • Certificats Musharaka de la banque centrale et de l'Etat
<u>IRAN</u>	• Certificats musharaka de la banque centrale et de l'Etat • Sukuk Ijara
<u>INDONESIE</u>	• Certificat shariah de la banque d'Indonésie
<u>EMIRATS ARABE UNIS</u>	• Certificat de dépôts conforme à la shari'ah sur la base de Murabaha de produit de base
<u>BANGLADESH</u>	• Titres d'investissement islamiques émis par l'état sur la base du contrat Mudarabah

Source : Adapté d'une Note de cours du Dr Azmi Omar, Directeur général, IRTI, BID.

3.2. INDICATEURS MACRO-ECONOMIQUES DU MAROC ET DES PAYS LES PLUS AVANCES EN FINANCE PARTICIPATIVE.

Une fois avoir analyser les expériences internationales en terme de refinancement sur le marché monétaire, il parait nécessaire de comparer les indicateurs macro-économiques du Maroc à ceux de plusieurs pays musulmans notamment ceux cités dans la section précédente pour en retirer des conclusions qui vont servir comme recommandation pour le refinancement sur le marché monétaire dans le cas du Maroc.

²⁷ Dispositif islamique contractuel de gestion de compte de dépôt à vue ou d'épargne.

Tableau 2 : Les indicateurs macroéconomique de plusieurs pays du monde

Année 2017	MAROC	MALAISIE	INDONESIE	BANGLA DESH	IRAN	SOUDAN	TURQUIE	JORDANI E	EGYPTE	BAHREIN
TAUX DE CHOMAGE	10	3.3	5.34	4.2	12.1	12.7	11.1	18,7	10	3.7
BALANCE COMMERCIALE	-14734	15300	-1820	-117	12983	-217566	-1869	-755 370	-3008	-263
PIB/HAB (EN PRIX COURANTS)	3292 dollars	9755 dollars	3846 dollars	4200 dollars	6947 dollars	1959 Dolars	14933 dollars	3238 dollars	2785	22112 dollars
TAUX DE CROISSANCE ANNUEL DU PIB	2,4	5.9	5.17	7.3	1.8	3.5	7.4	2,1	5,4%	2.4
DETTE PUBLIQUE (EN POURCENTAGE DU PIB)	63	50.9	28.7	27.1	39.5	53.5	28.3	95,85	101	90.6
TAUX D'INFLATION	2.1	0.6	3.16	5.4	36.9	68.64	25.24	4	17,7	0.5
POPULATION	34,25	31.62	264 millions	164.7 millions	81,16 mil lions	40,53 mil lions	79,81 mil lions	9,702 millions	97,55 millions	1,493 mil lion
INVESTISSEMENTS DIRECTS ETRANGERS ENTRANTS	6425 millions de dhs	3949 myr million	89.1 idr- illion	1706 usd million	1969 usd milllion	209 usd million	10900 usd million	194 jod million	2920 usd million	195 bhd million

Source : tradingeconomics

On remarque à travers le tableau ci-dessus que les indicateurs macro-économiques les plus similaires au Maroc sont ceux du Soudan.

Comme cité précédemment, au Soudan, le financement des banques centrales est désormais disponible par le biais de rachats de *Şukūk* et de ventes aux enchères de fonds d'investissement. Les trois types de titres émis au Soudan sont les certificats d'Etat *Mushārah*, les certificats d'investissement publics et les certificats *Mushārah* de la Banque centrale

3.3. LE CAS DU MARCHÉ MONÉTAIRE AU MAROC

En théorie, le Maroc représente un marché idéal pour le développement de la finance islamique ou sous son appellation officielle « alternative » compte tenu de la nature même de notre pays. En plus de l'argument religieux, l'économie marocaine souffre d'un taux d'épargne faible, ce qui ne lui permet pas de financer le niveau d'investissement nécessaire à maintenir une croissance économique forte et stable. En plus de son niveau bas, l'épargne marocaine se caractérise d'une maturité trop courte pour financer les projets d'investissement long terme car elle est principalement composée d'avoirs liquides et de placements non rémunérés.

La finance islamique représente aussi une opportunité idéale pour encourager les flux d'investissements notamment en provenance des régions du Golfe Persique ce qui pousserait vers une croissance rapide de plusieurs secteurs.

Le principal challenge de la finance islamique au Maroc reposera sur l'innovation pour que soient proposés des produits qui réunissent à la fois les critères de conformité à la réglementation, de conformité aux préceptes islamiques mais également de rentabilité financière et économique. En outre, le marché marocain se présente, aussi bien au niveau « retail » qu'institutionnel, comme un marché de l'offre et non comme un marché de la demande, il appartient donc aux acteurs financiers de construire cette offre de manière intelligible.

En la matière, les Sukuk, instruments phares dans l'industrie financière islamique, apportent des solutions et des alternatives fortement intéressantes pouvant répondre aux besoins de tous les agents économiques, que ce soit l'Etat pour ses besoins de financement, mais aussi les PME, les grandes entreprises qu'elles soient cotées ou non, les banques et aussi les assureurs. Les Sukuk répondent d'un côté aux agents qui ont besoin de liquidité, et d'un autre côté, ils apportent une solution de diversification aux investisseurs soucieux de trouver des produits financiers conformes à leurs exigences éthiques.

Au Maroc, les premiers certificats de Sukuk emis sont de type Ijara et portent sur un montant de 1 MMDH, amortissable sur une durée de 5 ans. En effet, c'est Al Akhdar Bank, Banque participative au Maroc qui a été désignée en tant qu'établissement dépositaire, pour accompagner cette première émission de Sukuk souverains au Maroc.

Al Akhdar Bank sera ainsi tenue de garder et de conserver les actifs du fonds de titrisation qui va émettre les premiers certificats de Sukuk au Maroc, sous forme de Sukuk Ijara.

Ces certificats devraient également être utilisés par les banques participatives et les

compagnies d'assurance Takaful, comme un instrument de gestion de la liquidité, si leur caractère négociable se confirme après la validation du Conseil Supérieur des Oulémas (CSO).

Cette première émission permettra également de créer un nouveau marché des Sukuk et constituera une référence en termes de structuration et de coût de levée de fonds; ce qui devrait encourager d'autres émetteurs privés à envisager les Sukuk comme un instrument alternatif pour diversifier leurs sources de financement.

CONCLUSION :

La finance islamique s'impose de plus en plus dans l'économie mondiale et devient l'un des secteurs les plus dynamiques. L'originalité du système financier repose sur des investissements éthiques, mais aussi sur un partage plus juste des coûts et des risques. Un modèle qui s'impose de plus en plus comme une évidence pour le monde musulman.

Au niveau international, des avancées remarquables ont été observé pour mettre en place une stratégie de développement du marché monétaire islamique, en particulier, apporter des instruments innovants pour se refinancer sur le marché monétaire. Nous pouvons citer, par exemple, les placements basés sur les principes de Wadī'ah, Rahn ou Muḍārabah, sukuk l'Ijārah, Şukūk Al-Salam, les notes monétaires islamiques de la BNM , facilité de vente et de rachat sur le Şukūk sous-jacent...etc.

Pour développer davantage la finance islamique et les instruments de refinancement au niveau international, il est recommandé de mettre en place un marché de refinancement islamique international pour permettre une meilleure répartition des richesses à travers le monde et permettrait, aussi, de réaliser certains objectifs sociaux. Ou créer plusieurs marchés de refinancement dans plusieurs pays ou régions et d'avoir une institution intergouvernementale qui puisse aider, réglementer et accompagner les marchés de refinancements dans les différents pays où existent ces banques.

Quant à la finance participative au Maroc, elle devrait relever plusieurs défis afin de développer des instruments de gestion de risque de liquidité et de pouvoir prendre de l'ampleur.

En se basant sur les distributions structurelles des sukuks et sur les expériences internationales en particulier celle du Soudan, le Maroc peut orienter les liquidités excédentaires des banques islamiques et concevoir des instruments de politique monétaire islamique adaptés en prenant les mesures suivantes :

- Mettre en place par la banque centrale des mesures de surveillance pour une gestion efficace du risque lié aux liquidités et au passif-actif en collectant un ensemble d'informations qui lui permettent de veiller à la fluidité des mouvements de liquidités.
- Etablir un calendrier d'avance, et envisager un volume suffisant des sukuk négociables.
- Concevoir de manière adéquate des instruments financiers publics islamiques fondés sur un lien systématique entre les dépenses publiques et leur financement pour pouvoir augmenter le volume des émissions, élargir la base des détenteurs et favoriser les marchés secondaires. Autrement dit, prendre en compte les instruments étatiques de financement islamique en tant que partie intégrante du programme global de la dette publique et de son financement.
- Faciliter les financements par Bank Al Maghrib en émettant de la liquidité au moyen de rachats de *Şukūk* détenus par les banques participatives.
- Encourager les titres du marché monétaire émis par des fonds privés.
- Emettre par l'Etat des titres d'investissement.
- Impliquer davantage la banque centrale en émettant régulièrement des certificats de *musharaka*.
- Emettre dans un future proche des sukuk wakala, pour pouvoir s'imposer de plus en plus dans l'économie mondiale en développant des instruments solide de refinancement sur le marché monétaire.

BIBLIOGRAPHIE

1. ARTICLE DE REVUE:

- Anass, M., Eddine, C. S., & Reda, O. (2017). Empirical Analysis of Islamic Banking and Economic Growth. *Economic Alternatives*, (1), 89-102.
- Ben Daoud, K. (2013). L'intermédiation financière participative des banques islamiques. *Etudes en Economie Islamique*, 129(4080), 1-28.
- El Qorchi, M. (2005). La finance islamique est en marche: Elle gagne du terrain, mais se heurte à des problèmes de réglementation particuliers, *Finances & Développement*, 42 (4), 46-49.
- Harzi, A. (2011). The impact of Basel III on Islamic banks: A theoretical study and comparison with conventional banks. *Research Chair of Ethics and Financial Norms, université Paris*, 1.
- Jedidia, K. B., & Hamza, H. (2014). Profits and losses sharing paradigm in Islamic banks: Constraints or solutions for liquidity management. *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, 10(3), 29-45.
- Khomsi, A., & Britel, F. (2018). La gestion du risque de liquidité: Comparaison entre les banques islamiques et les banques conventionnelles.
- Khoutem, B. J., & Mouldi, J. (2013). Le Risque de Liquidite pour une Banque Islamique: Enjeux et Gestion. *Etudes en Economie Islamique*, 7(1), 71-96.
- Mansoor Khan, M., & Ishaq Bhatti, M. (2008). Development in Islamic banking: a financial risk-allocation approach. *The Journal of Risk Finance*, 9(1), 40-51.
- Morvan, J. (2017). Marchés et instruments financiers: Définitions, Exemples concrets de calculs, Stratégies d'investissement (1). Dunod
- Salman S. A, (2013,) State of Liquidity Management in Islamic Financial Institutions. *Islamic Economic Studies*, 21(1), 63-98
- Sarker, A. M., & Awwal, A. (2016). Une Évaluation des Instruments de Politique Monétaire Islamique Introduits dans Certains Pays Membres de l'OCI Sélectionnés. *Etudes en Economie Islamique*, 129(4082), 1-61.
- Soudi, L., & Cherkaoui, A. (2015). Morocco experience in Islamic finance between the failure of the past and the promising future. *International Journal of Finance and Accounting*, 4(3), 153-162

2. LIVRES :

- AKKIZIDIS I. & KHANDELWAL S. (2008) Financial risk management for islamic banking and finance, USA ,edition: palgrave macmillan .
- ARTUS, P. & VIRARD, M.P. (2010), La liquidité incontrôlable, France, Paris, Pearson Education.
- CAUSSE-BROQUET , G.(2012) La finance islamique, Paris : RB édition.
- CHARBONNIER, J. (2011), Islam : Droit, Finance et Assurance, Edition : larcier
- DAMAK, M. (2014) Evaluation des risques des banques islamiques, New York, Standard &Poors
- EL OMARI ALAOUI, S.M. & MAFTAH, S., préface de KETTANI, O. (2012), La finance islamique au Maroc, les voies de la normalisation, Rabat, première édition , imprimerie El Maarif Al Jadida ;
- GUERANGER, F. (2009), Finance islamique, une illustration à la finance éthique, Paris, Dunod.
- HASSOUNE, A. (2012) Introduction to islamic capital market.
- JAMESON, R. (2001). Who's afraid of liquidity risk?. *E-Risk Portal*, New York: *E-Risk*
- KHAN T. & HABIB A (2002) Analyse de certains aspects lies a l'industrie de la finance islamique , Djeddah – Arabie Saoudite, IRTI / IDB, document occasionnel n°5 première édition.
- LEVY, A. (2012), Finance islamique : opérations financières : opérations financières autorisées et prohibées : vers une finance humaniste , Paris : Gualino-lextenso.
- NADIF, M. & AKAABOUNE, M. & ELASRI O. (2012), Les services financiers islamiques « aspect religieux, juridique et économique », Actes du colloque international organisé par le centre d'études juridiques, économiques et sociales-Souissi, Rabat, imp. El Maarif Al Jadida.
- OUBAIDULLAH, M. (2005) Islamic Financial Services, Jeddah, Saudi Arabia , Islamic Economics Research Center.
- RUIMY , M. (2008) La finance islamique, québec, Editions Afarnaud Franel .
- SITBON, M. & KOSSAÏ, M. (2014), La finance islamique face à la finance conventionnelle : une analyse comparative de la performance des fonds d'investissements, édition universitaire européenne.
- ZAHIRI, Y. (2014), La finance islamique, banques islamiques, première Édition.

3. RAPPORT :

- IIFM sukuk report (april 2018) | 7th edition a comprehensive study of the global sukuk market

4. WEBOGRAPHIE:

- <https://tradingeconomics.com/> (Dernière visite: 06/12/18)
- <https://www.lereporter.ma/actualite-finance/sukuk-une-premiere-emission-reussie/>
(Consulté le 25/11/2018)
- <https://blogs.mediapart.fr/m-bentahar/blog/060214/maghreb-un-potentiel-e-conomique-humain-et-ge-ographique> (Consulté le 24/11/2018)
- <https://ribh.files.wordpress.com/2007/08/analyse-des-produits-financiers-islamiques-cherif-karim.pdf> (Dernière visite : 10/11/18)
- <http://www.institut-numerique.org/iii3-le-risque-de-liquidite-5266b92603624> (Dernière visite : 07/11/18)
- <https://ceif.iba.edu.pk/pdf/ThomsonReuters-InnovationinIslamicLiquidityManagement2017.pdf> (Dernière visite : 03/11/18)
- <https://www.cbb.gov.bh/search.php> (Consulté le 28/10/2018)
- <https://www.cbb.gov.bh/page-p-shaping-the-islamic-liquidity-management-landscape.htm> (Consulté le 28/10/2018)
- <https://www.reuters.com/article/bahrain-islam-financing/bahrain-launches-wakala-liquidity-tool-for-islamic-banks-idUSL6N0WY1SQ20150401> (Consulté le 28/10/2018)
- <https://oumma.com/le-bahrein-le-%E2%80%89wall-street%E2%80%89de-la-finance-islamique/> (Consulté le 27/10/2018)
- <https://www.cbb.gov.bh/page-cbb-set-to-launch-key-islamic-financial-instrument.htm>
(Consulté le 27/10/2018)
- <http://www.iilm.com/about-us/> (Consulté le 15/09/2018)
- <https://ribh.wordpress.com/2015/03/29/finance-islamique-le-maroc-aura-son-marche-interbancaire-participatif/> (Consulté le 15/09/2018)