

Partage des Risques et Prospérité Partagée en Finance Islamique

NABIL MAGHREBI *

ABBAS MIRAKHOR**

Résumé

Le présent article développe la thèse selon laquelle le partage des risques est un moyen plus efficace d'élargir la participation des acteurs à la croissance et au développement économiques, ainsi que de favoriser le partage des fruits de la croissance, que le transfert des risques, qui domine actuellement le système financier. La Déclaration de Kuala Lumpur de 2012, par un groupe de spécialistes de la Charia et d'économistes musulmans, considère le partage des risques comme étant l'essence de la finance islamique, n'en voulant pour preuve que sa capacité à promouvoir l'inclusion financière et la capacité de création de richesses pour les pauvres et, partant, un meilleur partage de la prospérité. La mobilisation de ressources financières pour des activités productives, à travers le partage des risques, permet au système financier islamique d'assurer la justice économique et la participation sociale, de manière efficace. De par sa nature – financement par capitaux propres, adossés à des actifs – la finance islamique est favorable à la stabilité du système financier parce que les rendements, qui ne peuvent être connus qu'à posteriori, et donc partagés sur la même base, ne peuvent être séparés du risque.

* Professeur de Finances, école supérieure de Sciences économiques et Professeur invité, Centre des Etudes de Finances et d'Assurances, Université d'Osaka, au Japon.;
**Abbas Mirakhor, ancien Directeur exécutif du FMI et Doyen du Conseil exécutif, est titulaire de la Chaire de Finance islamique du Centre international pour l'éducation en finance islamique, Kuala Lumpur, Malaisie.

La stabilité et la croissance équitables sont assurément difficiles à réaliser par le biais du financement par emprunt, qui transfère la charge des pertes, du financier vers l'entrepreneur, même au niveau de la microfinance, qui remet en cause les incitations économiques, accroît le risque systémique et rend plus complexe la réglementation financière. Le caractère pro-cyclique du système financier classique, conduit à une contraction du crédit lors des périodes de ralentissement économique, où il existe justement un plus grand besoin d'investissement réel, pour stimuler la production économique et réduire le chômage. Les intermédiaires financiers ont plutôt tendance à réagir aux changements du risque des actifs en procédant à un ajustement du bilan par le biais du resserrement du crédit et divers mécanismes de transfert du risque de crédit.

La présente étude tente de démontrer que le partage du risque comme mode de financement de l'investissement réel dans les secteurs privé et public, contribue à réduire le caractère pro-cyclique du système financier. Le financement de l'investissement réel par le biais de capitaux propres est susceptible de favoriser une meilleure canalisation de l'épargne vers le financement du développement. Le principe du partage du risque, qui sous-tend la finance islamique, a pour effet de réduire les incitations économiques en faveur du transfert du risque de crédit et des activités spéculatives. En empêchant que le risque soit enfermé dans des structures complexes, génératrices de dette qui caractérise le caractère incomplet des contrats de la finance classique, ce principe redéfinit également le rôle des institutions et des marchés financiers en matière de polissage de la consommation et des dépenses en capital. C'est le fait que la finance islamique soit adossée à des actifs qui permet un processus de titrisation participatif, offrant à différents segments de la société de bonnes possibilités de partage de la prospérité économique. La répartition du risque selon la capacité spécifique à supporter les pertes est sans doute plus favorable à un système financier socialement inclusif. Le risque systématique ne peut être éliminé, mais c'est la prise de risque collective et l'aversion individuelle pour le risque qui permettent une mobilisation plus efficace des ressources et un partage plus équitable du risque et de la prospérité économiques.

Mots Clés : *Partage du Risque, Finance islamique, Système financier.*

Classification JEL : G00, O16, P43

Classification KAUJIE : I00, H13, J4, F51.

1. Introduction

« L'inclusion économique, qui s'entend de la facilitation de l'accès à une éducation de qualité, à la nutrition, aux soins de santé et aux marchés pour l'ensemble de nos citoyens, est par conséquent une nécessité pour la croissance durable. C'est également, bien évidemment, un impératif moral ».Raghuram Rajan, 2015.

De nombreuses réflexions ont été consacrées aux concepts économiques du développement, se fondant sur des institutions œuvrant pour la stabilité économique et politique, ainsi que l'application des droits de propriété, entre autres. Le développement humain et économique peut se mesurer à l'amélioration de la qualité de l'éducation, de la santé, des infrastructures de base, ainsi que de l'inclusion financière. Iqbal and Mirakhor (2013) soutiennent qu'il existe quatre dimensions de l'inclusion financière, à savoir la facilité d'accès aux services financiers pour tous les ménages, la concurrence entre les fournisseurs de services, l'existence d'institutions financières viables, et une réglementation prudentielle efficace. Compte tenu de l'état de précarité des ménages les plus pauvres, moins favorisés en termes de mobilité ascendante, il existe clairement une forte demande de services publics et de ressources physiques et financières. Toutefois, la question essentielle demeure de savoir si, en plus de l'accès aux services financiers, l'accent ne doit pas être mis également sur les modes de financement dont l'accès est facilité. Il est possible d'affirmer que l'essentiel de l'emprunt informel en faveur des pauvres est destiné à des fins qui auraient pu être prises en charge par la santé et l'éducation. Outre l'élargissement des programmes publics à ces domaines importants, il convient de reconnaître que l'octroi de crédits formels aux pauvres ne peut favoriser que l'endettement excessif. D'où la nécessité de solutions de rechange afin de promouvoir un accès prudentiel aux opportunités de financement et de partage du risque. L'accès au financement est important en lui-même, mais une réflexion constructive et des stratégies novatrices sont également nécessaires afin de canaliser les ressources financières, de manière efficace et responsable, vers une plus grande participation dans les activités économiques et le partage de la prospérité.

Le présent article s'intéresse à la question de savoir lequel, entre le mécanisme du partage du risque et celui du transfert du risque, est le plus susceptible d'assurer le partage des avantages de la prospérité économique. Le principal enjeu est de démontrer que le double défi de la croissance économique équitable

et de la stabilité financière est plutôt difficile à relever par le biais du financement par emprunt. La dette contribue à transférer la charge des pertes financières potentielles des financiers aux entrepreneurs, même au niveau de la microfinance, à fausser les incitations économiques, accroître le risque systémique et rendre moins complexe la réglementation financière. Le rôle premier du secteur financier étant de promouvoir le développement du secteur réel de l'économie, à travers l'intermédiation financière et un système efficace de paiement, l'instabilité financière fait peser une menace sur les perspectives de croissance économique et le processus de partage de la prospérité. Les fruits de la prospérité sont partagés de manière optimale par une allocation efficace des ressources à l'investissement productif, sans compromettre les efforts consacrés à la réduction de la pauvreté et sans aggraver les inégalités de revenus. En tant que principe de base de la finance islamique, le partage des risques peut contribuer à assurer la croissance économique et la stabilité financière, ainsi qu'à promouvoir l'inclusion financière en encourageant l'esprit d'entreprise dans tous les secteurs de la société.

En l'absence du partage des risques, la fragilité propre au système conventionnel qui repose sur le financement par emprunt, se manifeste par une récurrence de crises financières. La stabilité macroéconomique apparente poursuivie par des politiques monétaires agressives, ne devrait pas occulter le fait qu'au micro niveau, les disparités de richesses et les inégalités de revenus ne cessent de s'élargir. La question est de savoir si la dépendance des petits emprunteurs vis-à-vis des banques fait partie du problème plus large de la réduction de la pauvreté, compte tenu du fait que les banques ont des capacités limitées d'octroi de crédit durant les périodes de ralentissement économique et à la suite de crises financières. Le caractère pro-cyclique du système financier conduit à la contraction du crédit durant les périodes de ralentissement économique où il existe justement un plus grand besoin d'investissement réel pour stimuler la production économique et réduire le chômage. En vérité, les intermédiaires financiers ont plutôt tendance à réagir aux changements du risque des actifs en procédant à un ajustement du bilan par le biais du resserrement du crédit et divers mécanismes de transfert du risque de crédit.

Ainsi, la présente étude examine le concept du partage des risques en finance comme élément moteur du partage de la prospérité. La Déclaration de Kuala Lumpur de 2012, par un groupe de spécialistes de la Charia et d'économistes musulmans, considère le partage des risques comme étant le fondement de la

finance islamique, n'en voulant pour preuve que son aptitude à promouvoir l'inclusion financière et les capacités de constitution des avoirs des pauvres et partant, un meilleur partage de la prospérité. Le rôle du partage des risques par une allocation optimale des ressources dans une économie compétitive et dynamique, se comprend mieux par rapport au transfert des risques et en relation avec la stabilité financière. S'agissant de l'organisation du présent article, la section qui suit traite des relations entre la stabilité financière et la prospérité économique, la Section 3 porte sur le principe du partage des risques, qui sous-tend la finance islamique et la Section 4, sur les implications du partage des risques pour le partage de la prospérité et les inégalités de revenus. Enfin, la Section 5 représente la conclusion.

2. Stabilité financière et Prospérité économique

2.1. Développement et Finance

La stabilité financière est considérée comme étant une condition préalable à la croissance économique durable et à la prospérité. Ce raisonnement est conforme à la mission affichée par la Banque des règlements internationaux, qui vise à promouvoir la stabilité monétaire et financière. Après la stabilité financière, il demeure un défi intellectuel majeur, qui est de réconcilier la croissance à l'équité. La sagesse conventionnelle, qui ne fait plus l'objet d'un consensus, est que, une fois la croissance assurée, l'équité sera réalisée de manière plutôt systématique. Cette opinion repose notamment sur l'hypothèse d'un accès équitable à la finance pour tous, en dépit des conditions d'une limitation sévère de la pauvreté pour de larges secteurs de la société. Il y a toutefois des tendances récurrentes d'une fluctuation des taux de croissance et des périodes prolongées de croissance négative, avec des effets asymétriques pour les consommateurs ayant des niveaux de revenu différents. Ainsi, la dynamique de la croissance économique et les propriétés des systèmes financiers sont sans doute plus complexes, pour permettre la stabilité financière et réconcilier l'équité avec la croissance. En ce qui concerne la relation entre le développement et la finance, la question fondamentale est celle de savoir si les modes de fonctionnement du secteur financier sont favorables à l'équité. Subbaro (2012) soutient, par référence à l'économie indienne, qu'en lui-même, le secteur financier, n'est pas favorable à l'équité. Des mesures réglementaires peuvent s'avérer utiles pour promouvoir un comportement commercial socialement optimal de la part des institutions

financières, à travers des prêts à des secteurs prioritaires tels que l'agriculture, les micros, petites et moyennes industries, l'habitat social et l'éducation. Le degré de pénétration des services financiers dans les zones rurales peut également être utilisé comme un critère pour l'agrément de banques dans les zones urbaines. Si de telles incitations pour le crédit contribuent certainement à l'inclusion financière, l'accès plus large à la finance reste lié à la dette, plutôt qu'au financement en fonds propres des activités économiques. Compte tenu de l'exposition asymétrique au risque qui sous-tend la dette, l'on peut affirmer par ailleurs qu'intrinsèquement les systèmes financiers ne sont même pas neutres du point de vue de l'équité.

Le problème de l'équité est intrinsèquement lié au mode de financement de l'investissement réel. L'économie de l'entrepreneuriat suppose que l'investissement peut être poursuivi jusqu'à ce que la productivité marginale soit égale à zéro. La mobilisation de ressources est régie par la rentabilité et le risque des projets d'investissement sujets à des contraintes budgétaires. Ceci favorise sans doute l'efficacité en termes d'allocation, mais la question de l'équité demeure sans réponse. En vérité, en matière d'allocation, il est nécessaire de poursuivre l'efficacité avec le sacrifice de l'équité. Il y a des dimensions morales et économiques dans la relation entre finance et développement, et l'essence d'une relation basée sur l'équité n'est pas simplement une question d'altruisme, de générosité et de bienveillance. L'économie compétitive envisagée par Adam Smith, dans *La Richesse des Nations*, est fondée sur un système de moralité et de justice. Smith (1759, p. 77) soutient, dans le *Traité des sentiments moraux* que "la société peut subsister, même si ce n'est pas dans son état le plus confortable, sans la bienfaisance, mais la prévalence de l'injustice doit la détruire complètement." Ainsi, l'efficacité en matière de répartition de ressources et l'équité contribuent à façonner la relation entre finance et développement. La poursuite de l'efficacité en matière d'allocation de ressources dans le secteur financier est de nature à promouvoir la stabilité économique, qui se traduit par de plus faibles fluctuations de la production économique et de l'inflation. Toutefois, le fait de ne pas remplir la fonction principale de la répartition efficace de ressources sur la base de l'équité et du bien-être public, peut compromettre la stabilité financière et les perspectives de croissance économique.

Kenneth Boulding (1970, p. 126) note que "nombre d'économistes, si ce n'est la plupart des économistes, considèrent l'optimum parétien comme évident. Cependant, il repose sur un socle très fragile de propositions éthiques. Plus on

l'examine, par exemple, plus il devient clair que les économistes doivent être des gens extrêmement gentils, pour avoir pensé à une telle chose, car elle suppose qu'il n'existe aucune malveillance dans le système. Cela implique, de même, qu'il n'existe pas de bienveillance, la gentillesse des économistes n'allant pas jusqu'à la bonne volonté. Cela suppose l'égoïsme, c'est-à-dire l'indépendance de la fonction de préférence individuelle, de telle sorte que cela ne fait pour moi aucune différence que je vous perçoive comme meilleur ou pire. Il serait difficile d'imaginer quelque chose de moins descriptif de la condition humaine."

L'abstraction de la moralité se justifie habituellement par le fait que l'économie compétitive est régie par des relations d'échange neutres du point de vue des valeurs. Toutefois, ainsi que le soutient Smith (1759) l'efficacité en termes d'allocation de ressources peut être réalisée sur la base d'un système de moralité et de justice. Ainsi, les relations d'échange sont en vérité essentielles pour le partage des risques et ne sont pas nécessairement en conflit avec la poursuite de l'équité et de la justice économique.

Si l'objectif de la politique publique est de promouvoir la prospérité, alors cet objectif est partagé avec la *maqāṣid* de la Charia. L'objectif de la Charia, dans le domaine de la finance, n'est pas d'obliger les individus à partager la prospérité en distribuant la richesse par le biais de la charité et du *qard ḥasan*, devenant eux-mêmes pauvres. L'on pourrait dire que cet objectif est plutôt de partager, de manière équitable, les risques économiques et financiers, auxquels sont exposés tous les secteurs de la société. L'exposition asymétrique au risque systématique résultant du caractère prédéterminé des prétentions aux flux de revenus futurs, contribue à saper les politiques publiques visant à promouvoir la croissance économique et la prospérité partagée. L'exposition asymétrique transfère en fait la charge des pertes d'une partie à une autre durant les périodes de ralentissement économique et affaiblit la relation à long terme entre finance et développement. Ainsi, l'on peut affirmer que c'est par le biais des mécanismes de partage des risques, plutôt que de ceux des transferts de risque qu'il est possible de poursuivre simultanément l'efficacité et l'équité dans la répartition efficace des ressources. Cet argument du partage des risques, qui est central dans la relation entre développement et finance, est également crucial pour la bonne compréhension de l'approche optimale à l'inclusion financière et la réduction de la pauvreté.

2.2. Instabilité financière

Le caractère procyclique du système financier affecte les perspectives à long terme de croissance économique et de prospérité partagée. A ce sujet, les éléments empiriques mis en exergue par Harding and Pagan (2002) laissent à supposer que le ralentissement économique peut être exacerbé par la contraction de la masse monétaire et le resserrement du crédit. De même, Bordo and Haubrich (2010), se fondant sur les relations entre les cycles de la monnaie, du crédit et de la production, suggèrent que les évènements qui ont pour effet d'aggraver la détresse financière, pourraient potentiellement accroître le ralentissement du cycle économique. En fait, le caractère procyclique du système financier est lié à la structure des bilans des institutions bancaires, laquelle fait l'objet d'un examen dans le modèle théorique de Diamond and Dybyig (1983). Cette importante étude offre quelques explications sur la fragilité des arrangements bancaires basés sur les passifs à court terme et les actifs illiquides. Il est avancé que, parallèlement aux préoccupations concernant l'aptitude des banques à satisfaire les besoins en matière de retrait des dépôts, les retraits massifs peuvent également s'expliquer par les fluctuations du cycle économique. Toute nouvelle information concernant un ralentissement économique potentiel est de nature à accélérer la dépréciation des actifs et accroître la probabilité de difficultés financières. Une telle situation est susceptible de conduire à ce que les actifs ayant une échéance plus longue et un rendement plus élevé fassent l'objet de cession et soient sacrifiés pour accroître le volume des liquidités et faire face aux retraits. Ainsi donc, la ruée sur les banques peut ne pas être simplement un signe de panique ou indiquer un changement de tendance en matière de retraits destinés à la consommation individuelle. Comme le soulignent Allen and Gale (2009), la ruée sur les banques peut être prévue en cas d'émergence de nouvelles informations économiques, et n'est pas nécessairement un évènement fortuit.

L'hypothèse de l'instabilité financière proposée par Minsky (1982, 1986) laisse supposer que l'instabilité du système financier tient au caractère procyclique des changements liés à l'offre de crédits. Cet argument est intrinsèquement lié à l'idée selon laquelle la préférence pour la liquidité est un facteur déterminant des taux d'intérêt et du prix du capital et des actifs financiers, ainsi que le suggère John Maynard Keynes dans la *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*. En partant de l'hypothèse d'un système financier sophistiqué, le modèle de l'instabilité financière de Minsky suppose que la demande et l'offre d'investissement dépend des conditions financières. Il repose sur la définition de

la banque comme une forme d'intermédiation financière à but lucratif. L'accumulation du crédit durant les périodes de boom économique laisse supposer que l'inflation se nourrit de l'inflation. L'on peut considérer trois types de sociétés emprunteuses : (i) les établissements spécialisés dans les opérations de couverture, capables d'honorer leurs obligations au titre du service de la dette, (ii) les structures engagées dans des activités spéculatives, faisant face à des difficultés potentielles qui justifient des accords de refinancement ; les structures pratiquant des montages financiers à la Ponzi, obligées en permanence d'émettre de nouveaux titres de créance pour honorer leurs engagements.

Le durcissement des politiques monétaires, dans le but de lutter contre les pressions inflationnistes alimentées par le crédit, contribue à accroître la probabilité pour que les entreprises spéculatives deviennent également des entreprises à la Ponzi. Les difficultés de refinancement rencontrées par les firmes spéculatives, résultent de l'augmentation des ratios dette/revenu et de la baisse de la valeur nette à la suite de la cession d'actifs pour faire face aux obligations de la dette. L'argument concernant les ventes d'actifs et la détérioration des bilans, s'applique également aux institutions prêteuses. Il y a par conséquent des implications importantes pour le type d'inclusion financière qui dépend uniquement du crédit provenant d'institutions prêteuses. L'instabilité financière dépend de la nature du financement qui sous-tend la relation entre les ressources de production et l'investissement. Minsky (1992) note que les passifs inscrits au bilan de l'entreprise représentent l'engagement de flux de revenus *antérieurs* aux fins de paiement de la dette, en dépit de la prise en compte du fait que les gains escomptés sont subordonnés aux conditions économiques futures. Ceci soulève des questions importantes concernant le financement par endettement par rapport au financement par capitaux propres, ainsi que le mode de financement optimal pour le partage des risques et le partage de la prospérité économique.

L'hypothèse de l'instabilité financière suggère que les conditions de financement affectent la fonction d'investissement des entreprises et, par conséquent, le lien entre le secteur financier et l'économie réelle. Dans ces conditions, il n'est pas tout à fait surprenant que l'investissement réel représente la partie la plus volatile du PIB, puisque le comportement des organismes prêteurs durant les périodes de boom et de dépression économique a un effet déstabilisateur sur le comportement des entreprises. Ainsi, la dépendance de la croissance économique à l'égard de l'accumulation du capital et des prix des actifs financiers, peut à son tour affecter les bilans des ménages et compromettre les avantages de l'inclusion financière.

L'on peut également faire référence au ratio Q de Tobin, qui donne une idée de la relation entre le secteur financier et l'économie réelle, sur la base du ratio entre la valeur de l'entreprise et le coût de remplacement des actifs. L'on peut y voir un autre moyen pour les opportunités de croissance, l'augmentation du niveau du ratio Q de Tobin étant de nature à inciter les entreprises à accroître le volume des dépenses en capital financées par le biais d'une émission de nouveaux titres de participation. Contrairement à la dette qui sert de base à l'hypothèse de l'instabilité financière, le recours aux fonds propres pour financer l'investissement réel offre un fondement plus solide pour le partage des risques associés aux opportunités de croissance, ainsi que le partage de la prospérité économique.

Ainsi, selon la proposition de Minsky concernant l'instabilité financière, le financement affecte le comportement des entreprises et peut également créer des contraintes pour les institutions prêteuses, conduisant à des crises financières découlant de manière naturelle des bulles de crédit durant les périodes de boom économique. Les crises financières, ainsi que le soutient Kindleberger (1994), se caractérisent par une accélération de la conversion des actifs réels et actifs à long terme en monnaie et actifs liquides alors que, pendant les périodes de prospérité ces derniers sont convertis en actifs réels et actifs à long terme. A la suite d'une tendance à la hausse du prix des actifs, un retournement des attentes déclenche une chute précipitée des prix. Un retournement peut se produire au cours d'une période de difficultés financières durant laquelle l'attente d'une chute des prix atteint graduellement un seuil critique conduisant à un tournant. Klemkosky (2013) note également que les crises financières reflètent un effondrement partiel du système financier à cause de plusieurs facteurs, notamment une dette excessive, la formation de bulles financières, la complexité du système bancaire et l'échec des modèles économiques et financiers. Il est également avancé que les crises financières favorisent de longues périodes de lente croissance économique. Ainsi, les crises financières peuvent avoir une origine différente, mais conduisent malgré tout à des tensions économiques.

2.3. Crises financières et inégalités de revenus

L'effondrement partiel du système financier ne signifie pas que certaines parties sont plus robustes ou moins vulnérables que d'autres. En vérité, comme le soutient également la Banque des règlements internationaux (2008), la crise du crédit aux Etats unis pose la question naturelle de savoir si le centre du système

financier mondial est aussi vulnérable que sa périphérie. Cette crise n'est pas non plus unique en son genre, comme le font valoir Reinhart et Rogoff (2009) qui, s'appuyant sur des exemples historiques qui remontent à l'Angleterre du quatorzième siècle, montrent que les défaillances en série sont une caractéristique universelle des crises financières. En outre, les travaux de Greenwood et Scharfstein (2013) démontrent également une augmentation de la valeur totale des actifs financiers par rapport au PIB, ainsi que du ratio actifs financiers/immobilisations corporelles, durant la période précédant la crise financière aux Etats Unis. La croissance disproportionnée du secteur financier, en tant que volet dominant de l'économie, donne du poids à l'argument selon lequel la crise financière n'était pas inévitable. Ce raisonnement est également partagé par la Commission d'enquête sur la crise financière (2011, p. xv), qui considère que "les événements marquants de 2007 et 2008 n'étaient ni de simples petits obstacles sur la route ni un ralentissement prolongé des cycles financier et économique auxquels on s'attend dans un système économique de libre marché. Non, c'était là une profonde perturbation - un bouleversement financier, si vous voulez - qui a fait des ravages dans les communautés et les quartiers de ce pays."

Les crises financières sont révélatrices de la dégradation importante des bilans des agents économiques, à travers une accumulation de la dette. Richard Koo (2008) explique que la situation d'après crise se caractérise par une "récession de bilan" durant laquelle le long processus d'inversion de l'effet de levier peut être poursuivi par l'injection de capitaux, l'échange de créances contre des participations ou l'annulation de la dette. De même, comme l'a noté Stiglitz (2010, p.1), "la crise est partie du centre et a gagné la périphérie. Les pays en développement et en particulier les pauvres de ces pays ont été les principales victimes d'une crise qu'ils n'ont pas contribué à créer." Ainsi donc, l'instabilité financière a de sérieuses conséquences pour l'économie réelle et la situation financière des ménages les plus pauvres, en particulier. Compte tenu du fait que la stabilité financière dépend des modes de financement, il n'y a pas de limite à l'inclusion financière basée sur l'octroi de crédits par les institutions prêteuses. La fragilité du système financier implique la vulnérabilité financière des pauvres, qui s'accroît durant les périodes d'instabilité financière. Considérant les effets asymétriques des crises financières sur le niveau de vie, il ne fait pas de doute que ce sont les ménages les plus pauvres qui paient le plus lourd tribut.

L'augmentation des taux de pauvreté, reflétant les stigmates des crises financières, constitue un facteur déterminant des taux de suicide. Il est démontré

dans la littérature médicale et des sciences sociales l'existence d'un lien étroit entre le stress économique et les taux de suicide. La question est de savoir si l'inclusion financière peut contribuer à atténuer la pauvreté et réduire les blessures économiques durant les périodes d'instabilité financière. L'inclusion financière, définie en termes d'accès facilité aux comptes financiers, est importante en elle-même, mais peut ne pas suffire à absorber l'impact des crises financières sur les couches les plus vulnérables de la société. Les chocs économiques influent sur les tendances de consommation et c'est à travers le partage des risques que l'on peut parvenir à un niveau optimal de lissage de la consommation. Comme le note Stiglitz (2010), le financement d'initiatives de développement par le biais des marchés de capitaux, a un caractère hautement cyclique. L'on peut donc avancer que ce type de financement profite à un nombre relativement limité de pays et de secteurs et qu'il s'avère nécessaire de mettre en place des mécanismes novateurs de partage des risques, propres à mieux favoriser la relation entre finance et développement, au profit de toutes les composantes de la société.

3. Le Partage des Risques en Finance islamique

3.1. L'essence du Partage des Risques

Il existe des mécanismes de financement innovants destinés aux programmes de développement, comme par exemple les obligations indexées sur les prix des matières premières, qui permettent aux pays exportateurs d'effectuer des paiements liés au prix des produits de référence. Le financement anticyclique inclut également des mesures telles que l'ajustement automatique du solde de la dette durant les périodes de ralentissement économique, ainsi que l'extension de garanties de crédit comportant des éléments anticycliques. Il y a toutefois des limites à l'efficacité du financement anticyclique fondé sur la dette. La question se pose de savoir quel est le niveau optimal de dette et s'il existe un seuil à partir duquel le financement par emprunt cesse de contribuer à la croissance économique et devient la cause principale de l'instabilité financière et du ralentissement économique. Cette question importante est examinée, entre autres, par Reinhart et Rogoff (2010) en ce qui concerne la dette souveraine et Arcand et Panizza (2012), par rapport à la dette privée. Les preuves empiriques de l'existence de seuils ne sont pas concluantes mais le potentiel d'un effet contreproductif sur la croissance économique demeure.

L'on peut avancer que les solutions innovantes fondées sur l'endettement ne permettent pas de corriger les lacunes fondamentales du système financier. La préférence pour le financement par l'endettement découlant du traitement fiscal différencié et de l'asymétrie de l'information, la justification économique des relations de financement fondées sur l'intérêt est plutôt faible et difficile à soutenir. Il se pose alors naturellement la question de savoir si l'on peut trouver des alternatives viables au financement par endettement, contribuant à réduire le risque systémique et les risques moraux liés à la dette. En vérité, la question est de savoir si un changement de paradigme, en faveur d'un financement par fonds propres, peut contribuer à assurer la stabilité financière, qui est un élément essentiel de l'inclusion financière réelle, du développement économique durable et de la répartition équitable des richesses. Le système financier classique est fondé sur des relations de transfert des risques et de déplacement des risques. Il y a effectivement un transfert des risques des déposants aux banques aux fins de polissage de la consommation et ces contrats incomplets sont couverts par l'assurance-dépôts. Il y a également un transfert du risque des banques aux emprunteurs, à travers les activités de prêts bancaires. Mirakhor et Krichene (2009) soutiennent qu'il y a une altération progressive de la vision d'Adam Smith, de l'économie d'échange fondée sur le partage du risque au profit d'une économie basée sur le transfert de risque, ainsi que d'un déplacement du risque vers les contribuables à travers l'aide gouvernementale en situation de crise financière. Par contraste, le principe du partage du risque en finance islamique veut que le rendement du capital soit déterminé *ex post*. Cela ne signifie pas que le rendement du capital est nécessairement égal à zéro, en l'absence d'intérêt. Etant donné que ce sont les attentes en termes de rentabilité et de revenu futur qui déterminent l'épargne, c'est le rendement *ex ante* qui détermine l'investissement réel. Par conséquent, il n'y a aucun fondement à l'argument selon lequel un système financier islamique fondé sur le partage du risque contribue à limiter l'épargne et l'investissement. Le partage du risque renforce plutôt le lien entre le secteur financier et l'économie réelle, et ses mérites sont encore plus apparents lorsque le degré d'aversion pour le risque augmente au sein de la société.

L'idée maîtresse du partage de risque découle de l'impératif de la prise en compte de différentes situations, qui ne sont pas toutes nécessairement favorables et associées à des rendements positifs. Il est possible d'affirmer que le financement par endettement requiert le paiement de flux de trésorerie futurs, incluant le principal et les intérêts, indépendamment des situations futures. Askari, Iqbal et

Mirakhor (2009) notent que la finance islamique interdit les transactions dans le cadre desquelles l'une des parties a droit à un certain montant de loyer, évalué en tant que pourcentage prédéterminé de la valeur du bien mis à la disposition de l'autre partie sur une période de temps prédéterminée, sans transfert de propriété. Compte tenu du caractère prédéterminé du loyer en tant que pourcentage de la valeur du bien, le rendement d'une telle transaction n'est pas subordonné à la réalisation d'une situation particulière.

Partant, il est assez difficile de considérer les titres à revenu fixe, productifs d'intérêt comme étant purement des créances éventuelles au sens du modèle Arrow-Debreu.

Les études théoriques réalisées par Arrow (1953), Arrow et Debreu (1954) et Arrow et Hahn (1971) conceptualisent de manière rigoureuse la vision d'Adam Smith concernant l'économie compétitive. Il existe un modèle Arrow-Debreu d'équilibre général pour la répartition optimale des ressources dans le cadre d'une économie de marché idéale. Arrow (1974) soutient par ailleurs que la structure institutionnelle est essentielle pour la promotion de l'échange, qui est la base de l'affectation des ressources. Puisque l'incertitude définit le compromis entre risque et rentabilité et, partant, les prix relatifs, l'affectation optimale de ressources est régie par les attentes prospectives. L'économie Arrow-Debreu suppose l'existence d'un ensemble complet de marchés concurrentiels, où le système de prix attribue les risques et par conséquent les ressources également, sur la base de gains subordonnés aux situations possibles. L'existence de titres d'Arrow, qui offrent des gains d'une unité, subordonnés à la réalisation d'un état de nature, et des gains zéro pour tout autre état de nature, implique que le système de prix offre, dans l'hypothèse de marchés complets, la possibilité de se couvrir contre tout risque pour chaque éventualité.

Le partage du risque, qui sous-tend l'affectation optimale de ressources dans l'économie compétitive d'Arrow-Debreu, est également le principe essentiel de la finance islamique. Comme le note Cowen (1983), il est toutefois difficile d'intégrer les taux d'intérêt prédéterminés d'Arrow-Debreu-Hahn, dans le système d'équations pour l'équilibre général. Les fondements de la répartition optimale de ressources dans une économie compétitive reposent en vérité sur le concept de paiements dépendant de l'Etat et les titres à revenu fixe productifs d'intérêt ne seraient pas conformes à la définition des créances éventuelles pures. Dans le cadre de la finance islamique, le rendement du capital est déterminé *ex*

post, ce qui suppose que les futurs paiements au titre des créances éventuelles sont fonction de variables dans l'économie réelle. C'est l'interdépendance intrinsèque entre le temps, les flux de trésorerie et le risque qui fait que les futurs flux de trésorerie sont définis par les activités économiques dans un monde d'incertitude. Cela permet d'avoir une base pour des liens plus étroits entre le secteur financier et l'économie réelle.

Il n'est donc pas question de défaillance sur les capitaux propres. Le rendement des capitaux propres est pleinement régi par la réalisation d'un certain état de nature. La défaillance peut être définie par rapport à l'endettement seulement en raison du caractère prédéterminé des paiements futurs et des paiements promis, indépendamment des états de nature multiples et s'excluant mutuellement. Par contraste avec le risque de défaillance défini dans le cas de la dette, il n'existe pas non plus de risque de crédit pour les fonds propres compte tenu de l'absence de créances indépendantes de l'Etat. Dans le cadre du financement par fonds propres, il n'y a donc pas de justification économique pour se couvrir contre le risque de crédit et pour le recours à des stratégies de transfert du risque de crédit sur la base de contrats d'échange de défaut de crédit. En l'absence du risque de crédit, le partage du risque n'entraîne pas le défaut de crédit. Il ne requiert pas non plus de stratégies de transfert de risque et ne doit pas être considéré comme une prise de risque injustifiée sans stratégies de diversification des risques.

3.2. Stabilité d'un système financier islamique

La question fondamentale soulevée par cette nouvelle insistance sur le partage de risque est liée à la stabilité du système financier islamique. Elle est importante car, tel qu'indiqué précédemment, en ce qui concerne la Banque des règlements internationaux, la stabilité financière est une condition préalable à la croissance économique. Compte tenu de la récurrence de crises financières dues à une série de défauts de paiement de la dette, la stabilité financière semble difficile à atteindre. Le système de crédit est fondé sur la capacité des banques à émettre du crédit contre des dépôts insuffisants. A travers l'expansion du crédit, les banques sont habilitées non seulement à créer de la monnaie, mais également à alimenter des booms du crédit et faciliter un endettement important au bilan. Il est toutefois possible de concevoir, au moins sur le plan théorique, un système financier basé sur des prises de participations dans lesquelles les déposants sont les actionnaires, ainsi que l'a démontré Mirakhor (1988). La dette et les contrats basés sur la dette

peuvent, en vérité, être remplacés par des instruments de financement en fonds propres.

L'intermédiation financière peut être facilitée, dans le cadre de la finance islamique, par un large éventail d'instruments et de services. Les contrats admissibles représentent les éléments de base des services de garde, de transformation d'actifs, de gestion de risque et de paiement, qui peuvent avoir la même fonction que le système financier classique. Ces éléments essentiels comprennent notamment les alliances capitalistiques (*mushārah*), les dépôts (*wadī'ah*), la confiance (*amānah*), la représentation mandant-mandataire (*wakālah*), et (*mudārabah*). C'est la nature des relations de financement, dans le cadre de la banque islamique, qui favorise la stabilité d'un système financier islamique. Dans le cadre des arrangements participatifs, il n'y a pas de place pour la création de crédit ou l'engagement dans un investissement qui n'est pas soutenu par l'épargne réelle. Il n'y a pas de tendance au développement d'un endettement important au bilan ou à la création de crédit sans fondement dans l'économie réelle. Il n'existe pas d'actifs libres de tout risque, compte tenu de l'interdiction de l'intérêt. Sans la capacité du système bancaire à créer de la monnaie à travers le crédit, c'est la banque centrale qui a le pouvoir exclusif de création de monnaie. Le potentiel de risque systémique est réduit compte tenu de l'absence de booms spéculatifs et de l'exclusion des dépôts d'assurance. Sur la base des fonds propres et grâce au recours aux actifs réels plutôt qu'aux prêts, il n'y a pas de justification économique pour une ruée sur les banques. Les risques pour les institutions financières islamiques sont atténués dès lors que le rendement futur est généré par des activités économiques de création de richesse. Par conséquent, un système financier islamique est de nature à favoriser l'efficacité dans la répartition parce que le partenariat dicte la prudence. Ce système contribue également à promouvoir la stabilité financière, ainsi que la justice sociale et économique.

4. Partage des risques et Prospérité économique partagée

Dans les sections qui précèdent, l'accent a été mis sur la relation entre la stabilité financière et la prospérité économique, le caractère procyclique du système financier, ainsi que l'élément fondamental du partage de risque. L'idée selon laquelle la stabilité financière est essentielle à la croissance économique et le fait que le système financier classique est par nature instable, posent la question de

savoir si la mobilisation optimale des ressources et la stabilité financière sont plus faciles à obtenir par le partage des risques, plutôt que le transfert et le déplacement des risques. L'argument de base à ce niveau concerne le fait que, si la croissance économique ne peut être assurée que par le biais de la répartition optimale des ressources, alors le partage des risques devrait être essentiel au partage de la prospérité. De même que la stabilité financière est une condition préalable à la croissance économique, le partage des risques est lui aussi un préalable indispensable à la stabilité financière.

4.1 Inégalités de revenus et Redistribution des richesses

Il existe une abondante documentation portant sur la relation entre finance et développement et la question de la répartition des richesses. Il est fait référence ici aux travaux précurseurs sur le *Capital au Vingt-et-unième Siècle* de Piketty (2014), qui documente les tendances persistantes en matière d'inégalité de richesses et de revenu dans les économies capitalistes, sur plus de deux siècles et demi. Il y explique que la contradiction centrale du capitalisme et sa principale force déstabilisatrice et que le taux de rendement privé du capital r peut rester à un niveau plus élevé que le taux de progression du revenu et de la production g , pendant de longues périodes de temps. Cet argument soulève d'importantes questions concernant la relation naturelle entre les taux de rendement du capital et le taux de croissance économique. Piketty (2014, p. 571) note que "l'inégalité $r > g$ implique que la richesse accumulée par le passé progresse plus rapidement que la production et les salaires. Cette inégalité exprime une contradiction logique fondamentale. L'entrepreneur tend à devenir inévitablement un rentier, dominant de plus en plus ceux qui ne possèdent rien d'autre que leur travail. Une fois constitué, le capital se reproduit plus rapidement que la production augmente. Le passé dévore le futur".

Le débat important concernant le revenu et la richesse, et ses implications en ce qui concerne les inégalités de revenus suscite, tout naturellement des avis divergents et des analyses critiques. Par exemple, Mankiw (2014), ne met pas en doute l'inégalité $r > g$, mais note qu'elle représente un état stationnaire du modèle de croissance de Solow, dans le cadre de niveaux insuffisants d'épargne dans l'économie. Weil (2015) considère la définition du capital et les problèmes liés à l'évaluation de la valeur marchande des actifs négociables utilisés comme indicateurs de la quantité de capital physique chez Piketty (2014). Des éclaircissements sont apportés par Piketty (2015) sur le rôle joué par $r > g$ dans

l'analyse sur les inégalités de richesses. Il est noté par exemple (Piketty, 2015, p. 5), que la propriété du capital a différentes formes historiques qui prennent différentes formes de relations de propriété et de conflit social.

Palley (2014) considère que Piketty (2014) présente une explication néoclassique d'une aggravation des inégalités, dans laquelle l'écart croissant entre le taux de rendement du capital et le taux de croissance est dû à la concentration de la propriété du capital. Cette concentration de la propriété implique que le revenu croît, pour les riches, à un rythme plus élevé que le taux de croissance économique. L'argument théorique se fonde sur la productivité marginale néoclassique du capital, qui suggère que le rendement du capital est déterminé par des facteurs technologiques. Le contre-argument est que ce taux de rendement est lié à des facteurs politiques et sociaux, qui affectent la répartition des richesses et par conséquent, les inégalités de revenus. Palley (2014) soutient que la croissance économique est également le produit de décisions de politique et de choix institutionnels, et que le débat doit porter en priorité sur le différentiel des vitesses auxquelles l'économie progresse et le capital se multiplie. Certains craignent à juste titre que ce débat important soit détourné vers la détermination du taux de rendement du capital comme produit marginal du capital alors que ce qu'il faut, c'est de veiller à ce que le capitalisme assure la prospérité partagée.' (Palley, 2014, p. 146).

A la lumière de ces argumentations importantes, il est possible d'examiner cette inégalité en référence à l'évaluation des biens d'équipement et des actifs financiers, en s'appuyant sur la relation de valeur actuelle dans un contexte de certitude. La valeur des biens d'équipement est exprimée en tant que somme des flux de trésorerie actualisés générés par l'actif dans le futur. En partant d'un facteur d'actualisation fondé sur le taux d'intérêt r , la valeur actuelle de l'actif financier générant une suite continue de dividendes d peut être exprimée à la limite, comme $pt = d/r$. Dans les cas où les dividendes progressent indéfiniment au taux g , cette perpétuité peut être évaluée comme $pt = d/(r-g)$. Cette équation de la valeur actuelle est valable à la condition cruciale que $r > g$ pour assurer des prix positifs des actifs et éviter tout cas d'indétermination. Cette condition rappelle et se conforme à la formulation de la contradiction centrale du capitalisme de Piketty (2014), où r et g représentent plutôt respectivement le taux de rendement privé du capital et le taux de progression du revenu et de la production. Ainsi, la force déstabilisatrice est représentée par la tendance pour les

taux de rendement à dépasser les taux de croissance pendant des périodes de temps prolongées

Il est clair que la contradiction centrale du capitalisme reflète une rupture dans la relation entre les taux de croissance du capital et de l'économie. Le facteur déstabilisant est le caractère prédéterminé du taux de rendement sur une base *ex ante* alors que l'information sur le taux de croissance de l'économie n'est disponible qu'*ex post*. A partir de la relation de valeur actuelle, il est clair que le rendement du capital r peut également être exprimé comme la somme des rendements des dividendes et le taux de progression des dividendes, $r = d/pt + g$. Concernant les variations temporelles des rendements escomptés ou des taux d'actualisation, Cochrane (2011) note que la sagesse conventionnelle suggère que l'imprévisibilité des rendements est liée aux variations des flux de trésorerie escomptés, qui reflètent des variations des ratios prix-dividendes. Ainsi, la formation de taux d'actualisation est cruciale pour la validité de la relation de valeur actuelle qui considère que le prix des actifs doit être égal à la valeur actualisée des flux de trésorerie prévus.

La contradiction centrale du capitalisme peut alors être liée aux facteurs d'actualisation et au '*problème d'intérêt*' que Böhm-Bawerk (1895) a été le premier à introduire. L'idée selon laquelle un revenu net peut être tiré de toute forme de capital de manière continue, pose la question difficile formulée par Kirzner (1996, p. 141, italiques ajoutés par nos soins), de savoir '*comment* il est possible pour un individu d'investir des fonds en capital d'une manière qui permette d'obtenir un revenu net perpétuel. *Pourquoi* le marché ne fait-il pas monter le prix de toutes les "*machines*" (dans lesquelles ledit individu pourrait vouloir investir son capital) de sorte qu'il ne reste aucun rendement annuel net ?' Selon Piketty (2014), le capital n'est pas un concept figé puisqu'il reflète l'état de développement et les conditions sociales qui prévalent au sein de chaque société. L'on peut aussi avancer que les relations sociales reflètent également les relations financières, qui définissent les termes de la répartition du risque au sein de la société, sur la base des capitaux propres ou de la dette portant intérêt.

Le concept de l'intérêt est crucialement lié à la contradiction centrale du capitalisme et à l'écart persistant entre le taux de rendement du capital et le taux de croissance de la production. Comme le démontrent Askari, Iqbal et Mirakhor (2010), l'intérêt est considéré par John Maynard Keynes, dans la *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* comme étant obtenu sans

sacrifice véritable. Les intérêts composés favorisent l'accumulation de richesses à un rythme accéléré qui fait pencher la balance du côté des rentiers, en ce qui concerne la répartition des richesses et du revenu. Le fossé créé par les taux d'intérêt entre l'investissement et l'épargne, fait qu'il est difficile d'assurer un équilibre durable du plein emploi. Cela peut expliquer le double problème constaté : l'incapacité de réaliser le plein emploi et la répartition inéquitable de la richesse et du revenu. L'on peut se rapprocher du plein emploi dans le cadre d'une socialisation complète et progressive de l'investissement en capital qui permet d'accroître le montant du capital jusqu'à ce que soit réglé le problème de la pénurie, ce qui favorise "l'euthanasie du rentier".

S'agissant du problème de la redistribution par le biais de l'inflation, Piketty (2014) soutient qu'une "fois que l'inflation deviendra permanente, les prêteurs exigeront un taux d'intérêt nominal plus élevé, et le prix plus élevé n'aura pas les effets souhaités." Il est également possible d'avancer que, de la même manière qu'il y a des limites à l'inflation, une taxe annuelle progressive sur le capital pourrait s'avérer inefficace à ramener le rendement privé sur le capital en dessous du taux de croissance pendant une longue période. De plus, dès lors que le rendement du capital est déterminé *ex ante*, les prêteurs réclameront un taux d'intérêt nominal plus élevé pour compenser les effets de la nouvelle taxe sur les flux de capitaux r . Il est possible de penser que r étant déterminé *ex ante* et en l'absence de limite supérieure sur les taux d'intérêt, le comportement des prêteurs conduira simplement à relever le taux privé du capital à $r + r = r^*$ et la contradiction centrale du capitalisme restera sans solution de sorte que $r^* > g$. A l'aide d'un simple modèle néoclassique de croissance, Mankiw (2015) explique également que le fait de taxer le capital, les recettes allant vers les travailleurs, réduit l'état de consommation constant à la fois pour les capitalistes et les travailleurs, mais appauvrit les premiers à une plus grande vitesse. Ainsi, si la contradiction est liée à la prédétermination du taux du capital, alors l'inflation et les mécanismes fiscaux pourraient ne pas apporter les remèdes à long terme recherchés pour de telles incohérences structurelles.

Le problème est lié aux forces conflictuelles qui régissent la relation à long terme entre le taux de progression du revenu et de la production et celui du rendement du capital. Il est important de noter que, si ce dernier est déterminé par des arrangements conclus au sein du secteur financier, le premier est, quant à lui, guidé par le résultat de l'investissement dans l'économie réelle. Il convient de noter également que, puisque le taux de rendement du capital est déterminé par

les marchés financiers, une distinction doit être faite entre marchés monétaires et marchés des capitaux et, au sein de ces derniers, entre marchés obligataires et marchés boursiers. Askari, Krichene et Mirakhor (2014) affirment que dans un système financier islamique, ‘ le taux de rendement du capital n’est pas un phénomène purement monétaire déterminé, au sein du marché monétaire, par la demande et l’offre de monnaie, comme dans le modèle keynésien. Il n’est pas non plus déterminé par la demande réelle et l’offre d’épargne réelle, comme dans le modèle classique. Au contraire, le taux de rendement du capital est déterminé par le taux de rentabilité découlant de la participation (actions) liée au produit marginal du capital ainsi qu’à l’équilibre du portefeuille.’ Il est de ce fait important de faire une distinction entre le taux de rendement du capital, tel que déterminé dans les marchés monétaires et obligataires d’une part, et dans les marchés boursiers, d’autre part.

Les marchés monétaires et obligataires offrent des possibilités d’investissement marqué par la certitude, la rentabilité du capital étant fondée sur les taux d’intérêts et le rendement des obligations. En revanche, les marchés boursiers offrent des possibilités de retour sur capital dans des conditions d’incertitude. L’on peut affirmer que la principale contradiction du capitalisme réside dans le caractère prédéterminé des taux de rendement *ex ante* du capital lié à l’investissement sur les marchés monétaires et obligataires, lorsque les taux de croissance du revenu et de la production ne sont pas certains. C’est la rentabilité des capitaux propres qui s’accorde le plus avec le caractère incertain de l’investissement réel et de la croissance économique. Cette rentabilité des capitaux propres est déterminée *ex post* et dépend du taux de croissance g observé, tel que $r = f(g)$. Puisque les gains sont subordonnés à la réalisation d’un certain état de nature, le rendement réalisé sur l’investissement réel n’est connu que sur une base *ex post*. Le taux de croissance peut être positif ou négatif, selon la réalisation d’états de nature favorables ou défavorables. Ceci implique qu’on ne laisse pas le capital augmenter indépendamment des taux de croissance et qu’il doit diminuer en cas de croissance négative. Les risques systématiques liés aux activités économiques sont de ce fait partagés par les investisseurs sur les marchés de capitaux, dans la mesure où cela concerne les marchés boursiers plutôt que les marchés obligataires. Cette distinction est fondamentale pour la compréhension du rôle joué par les marchés boursiers pour promouvoir le partage des risques et ses implications pour la prospérité partagée. Considérant les effets de la contradiction centrale du capitalisme en ce qui concerne les inégalités de revenus et de

richesses, le financement par capitaux propres est également d'importance cruciale pour des mécanismes plus efficaces et plus équitables de l'inclusion financière.

4.2. Mécanismes de partage des risques pour l'inclusion financière et la prospérité partagée

La discussion a jusqu'ici porté essentiellement sur l'instabilité financière, le fondement du partage des risques et son importance pour le partage de la prospérité. L'idée selon laquelle le partage des risques contribue à promouvoir la stabilité financière et la croissance économique, soulève la question des mécanismes par lesquels le partage des risques peut être assuré. L'inclusion financière et la stabilité financière ont toutefois peu d'importance pour les ménages pauvres, en l'absence des mécanismes de partage des risques, avec des effets tangibles et observables, qui servent de base à la prospérité partagée. Les relations de transfert du risque, qui sous-tendent le système financier classique, impliquent une exposition asymétrique au risque économique et ne sont donc pas de nature à promouvoir la justice économique. En vérité, comme le soulignent Askari, iqbal, Krichene et Mirakhor (2010), "les coûts sociaux et humains de l'instabilité financière et des crises financières, bien qu'impossibles à quantifier, pourraient même éclipser les coûts économiques." La dépendance des ménages sur l'endettement, plutôt que sur les capitaux, a des implications sur la solidité de leur situation financière. Pour les ménages les plus pauvres en particulier, la valeur limitée des avoirs implique l'absence de garanties et partant, le refus de l'accès au crédit bancaire. L'expérience des systèmes de microfinance fondés sur le concept de responsabilité conjointe, suggère que ces contrats fondés sur l'intérêt ne constituent pas une forme viable d'inclusion financière. En vérité, les risques liés aux récessions économiques ne sont pas partagés avec les financiers, et les coûts sociaux et humains sont considérables.

Par conséquent, les fondements de l'inclusion financière et du partage de la prospérité se trouvent dans le partage des risques. Ceux qui sont le plus susceptibles de faire l'objet d'exclusion financière sont les pauvres et les habitants des zones rurales où la pénétration bancaire est faible. Il importe que l'inclusion financière favorise l'accès aux services bancaires ainsi que les instruments financiers de partage des risques et de couverture contre le risque, sur une base équitable. Dans le cadre du financement par fonds propres, la question de la solvabilité ne s'applique pas avec la même rigueur que dans le cas

du prêt et des obligations de la dette. L'Etat joue un rôle central dans l'élaboration et la mise en œuvre de nouvelles stratégies en faveur de l'inclusion financière fondée sur l'équité. Afin de créer les conditions du partage de la prospérité, il est important qu'il œuvre à promouvoir des initiatives participatives et à mettre en place des mesures d'incitation à l'investissement sur la base d'accords de partage des risques concernant notamment les éléments suivants :

- a. l'initiative la plus importante concerne l'investissement dans l'éducation du public et les programmes de sensibilisation sur les avantages des prises de participation ;
- b. l'harmonisation des incitations positives pour les besoins des programmes de micro-épargne et pour une réduction de la dépendance à l'égard des prêts de consommation et de la charité, qui tendent à perpétuer les habitudes de consommation au jour le jour.
- c. l'émission "d'obligations" indexées sur le PIB, dans lesquelles le revenu n'est pas fixé *ex ante*, mais déterminé sur la base de la croissance économique future. Il s'agit là d'une question importante, qui est intrinsèquement liée à la contradiction centrale du capitalisme. L'émission de titres liés à la croissance permet de faire en sorte que le taux de rendement du capital ne reste pas au-dessus du taux de progression du revenu et de la production.
- d. la mise en œuvre de mesures destinées à contrer les conditions imparfaites du marché, telles que les coûts des transactions et l'indivisibilité des actifs. Cet argument s'oppose au traitement fiscal préférentiel de la dette et vise à garantir des conditions équitables pour le financement par la prise de participations. Il est également crucial de prendre en compte la dynamique de la divisibilité des actifs. Théoriquement, la capacité de constituer un portefeuille d'investissement optimal dans des conditions de divisibilité imparfaites, dépend du niveau de richesse de l'investisseur. L'inclusion financière devrait offrir aux ménages les plus pauvres, chez lesquels le degré d'aversion pour le risque est le plus élevé, des possibilités d'investissement dans des fonds communs de placement, qui permettent la mise en commun des actifs et la diversification du portefeuille de risque. Bien que limités, les avoirs des ménages les plus pauvres peuvent être mobilisés de manière optimale, pour des opportunités d'investissement participatif fondé sur le partage des risques, plutôt que d'être exploités dans

le cadre de modèles de microfinance basés sur la responsabilité conjointe et des arrangements de transfert de risque.

- e. Les systèmes de partage de l'information doivent être conçus de sorte à permettre un accès plus large à l'information macroéconomique et financière à faible coût, et assurer un accès à coût réduit voire gratuit aux ménages les plus pauvres. L'inclusion financière ne se limite pas à l'accès aux services financiers et doit être de nature à favoriser l'obtention de l'information exacte en temps opportun, qui contribue à promouvoir la participation aux marchés boursiers en toute connaissance de cause.
- f. L'intégration dans les plans de développement de dotations inaliénables sous forme de microfinance basée sur le waqf. A la lumière des preuves de plus en plus nombreuses des effets négatifs du micro-crédit, il importe de mettre en place de nouveaux modes de substitution au financement par fonds propres pour la dette fondée sur l'intérêt liée aux programmes de développement. Cizakça (2004) et Ahmed (2003 et 2007), entre autres, suggèrent que le *waqf* en espèces, les fonds provenant d'autres types d'*awqaf* ainsi que la *sadaqat* peuvent être utilisés pour financer des microentreprises, en sus des financements publics.
- g. Il convient de promouvoir des systèmes d'assurance islamique destinés à différentes catégories de revenus, en se fondant sur le concept du Takaful. Ces formes de couverture contre le risque fondée sur la mutualité sont essentielles pour la répartition optimale des risques au sein de la société, en fonction du degré individuel de tolérance pour le risque.
- h. Il s'agit de mettre en place des plans de développement fondés sur des alliances capitalistiques dans lesquelles les bénéfices potentiels des activités économiques sont partagés avec des participants du public et du privé. C'est le gouvernement qui oriente les financements et les autres formes de ressources vers des projets, tels que l'aménagement des terres et les ménages les plus pauvres, en particulier, ont ainsi la possibilité de posséder, d'aménager et de cultiver des terres et d'obtenir une part des futurs flux de revenu net. Cette forme d'inclusion financière fondée sur l'équité favorise la réduction de la pauvreté et la prospérité partagée. Une approche équilibrée aux ressources du capital et de la main d'œuvre, est de nature à favoriser l'efficacité en matière de répartition, sans compromettre l'impératif d'équité.

Par conséquent, il est crucial que les structures institutionnelles, règlementaires et administratives œuvrent à promouvoir le type d'intermédiation financière favorisant l'efficacité et l'équité en matière de répartition des ressources. Ces conditions de partage des risques favorisent la stabilité financière et la croissance économique et, partant, la prospérité partagée. La répartition optimale des risques dans la société assure une sécurité, grâce au nombre, aux personnes les plus réticentes à prendre des risques. Il peut s'avérer possible d'assumer des degrés de tolérance pour le risque plus élevés pour les personnes bénéficiant d'un revenu plus élevé, ce qui décrit les conditions d'une diminution de l'aversion absolue pour le risque. Il reste toutefois que la répartition optimale des risques dépend du niveau individuel de tolérance pour le risque. Il existe ainsi différents mécanismes de partage des risques, notamment les instruments financiers du *mudarabah* et du *musharakah* pour les initiatives expliquées plus haut en matière d'alliances capitalistiques. De même, il existe dans le cadre de la finance islamique d'autres institutions de redistribution pour le partage des risques, telles que les prélèvements obligatoires liés à la *zaka*, les prêts non obligatoires *qard hasan* et la charité *sadaqah*, ainsi que les fonds de dotation institutionnelle *waqf*. Enfin, les prélèvements au titre de l'héritage constituent également une forme de redistribution intergénérationnelle des richesses et des risques entre les héritiers.

Ainsi qu'indiqué ci-dessus, l'approche de partage des risques en matière d'inclusion financière peut s'avérer plus efficace pour la réduction de la consommation au jour le jour, dans le cadre de laquelle les ménages pauvres ont tendance à consommer la totalité du revenu disponible. Ces tendances conduisent à un niveau élevé de corrélation entre le revenu et la consommation, ne laissant pratiquement pas de place à l'épargne destinée à l'investissement. L'inclusion financière ne doit pas être définie simplement en termes de facilitation de l'accès aux services financiers, mais doit également favoriser l'existence d'un large pool d'épargnants plutôt que d'emprunteurs. Robert Shiller (2011) plaide pour l'humanisation et la démocratisation de la finance. Si la démocratisation de la finance signifie l'extension des principes de la gestion du risque au bénéfice de toutes les composantes de la société, l'humanisation de la finance appelle à l'utilisation de diverses branches de la science cognitive pour améliorer "l'ingénierie financière des facteurs humains." Ainsi donc, l'innovation financière doit bénéficier aux personnes de tous niveaux de revenus, apporter une assurance contre les risques systématiques et les risques idiosyncratiques liés aux aléas de la recherche des moyens de gagner sa vie, comme le soutient également

Schiller (2003). Se pose alors la question naturelle de savoir si le processus de démocratisation et d'humanisation peut être réalisé de manière optimale dans le cadre d'un système financier s'appuyant sur la dette et le transfert du risque ou sur l'équité et le partage des risques. Il est clair qu'un système financier permettant une plus grande inclusion financière sur la base du partage de risque et de la mutualité, est de nature à favoriser la stabilité financière et la prospérité économique partagée.

5. Conclusion

Le secteur financier fait manifestement face à une "défaillance de marché" pour ce qui est de satisfaire la demande de différents groupes sociaux, notamment celle des ménages les plus pauvres, en matière d'instruments financiers fondés sur le partage du risque plutôt que le transfert du risque. Cette défaillance du marché sert de justification économique à une intervention du gouvernement. Il y a un rôle important à jouer par le gouvernement, pour la création d'un environnement propice à l'inclusion financière. Ce n'est pas simplement l'absence d'accès aux services financiers qui maintient nombre de secteurs de la société dans la pauvreté. La participation à la croissance économique et au partage de la prospérité nécessite le recours à des modes de financement par apport de fonds propres fondés sur le partage des risques plutôt que des prêts à la consommation et des systèmes de microcrédit qui tendent à perpétuer le cycle de la consommation au jour le jour et de l'endettement.

Afin d'assurer la croissance en même temps que l'équité, il est nécessaire d'élargir la définition de l'inclusion sociale pour y inclure le financement de programmes de développement basés sur un partenariat équitable. Il existe des preuves irréfutables attestant que la dette et le ratio d'endettement élevé favorisent l'instabilité financière. Certains avancent que la force déstabilisante conduisant à la contradiction centrale du capitalisme est la persistance du taux de rendement privé du capital à un niveau supérieur au taux de croissance du revenu et de la production. C'est le caractère prédéterminé des taux d'intérêt ex ante, indépendamment de la réalisation de certains états de nature, qui favorise des bénéfices fixes dans des situations d'exposition asymétrique au risque. Ces conditions contribuent aux inégalités de revenus, qui sont incompatibles avec la répartition optimale des ressources et le rapport risque-rendement. De même qu'aucun courant ne peut s'élever au-dessus de sa source, les taux de rendement

du capital ne peuvent être maintenus indéfiniment au-dessus des taux de croissance.

La vision d'Adam Smith de l'économie compétitive, qui s'incarne dans le modèle d'équilibre général d'Arrow-Debreu-Hahn, est plutôt fondée sur le partage des risques. Compte tenu du fait que la mobilisation de ressources est fonction des attentes prospectives, c'est le financement par partage des risques qui s'accorde le plus avec le caractère risqué des activités économiques en situation d'incertitude. Les systèmes financiers reposant sur le crédit et le transfert du risque ont une propension procyclique à générer des crises financières, laissant des traces économiques profondes dans les ménages les plus pauvres. Les mécanismes de transfert du risque ne peuvent apporter des solutions viables au partage de la prospérité. L'on peut donc avancer que le partage des risques, en tant que principe essentiel de la finance islamique, n'est pas simplement le catalyseur de la croissance économique, c'est le mécanisme essentiel du partage de la prospérité et du développement économique durable.

Des travaux de recherche plus poussés pourraient apporter un éclairage sur les risques d'exclusion financière. Les enseignements des modèles de microcrédit doivent être tirés, en faisant en sorte d'éviter la persistance dans l'erreur ainsi que la dépendance de parcours. Comme l'ont à juste titre souligné Aksari, Iqbal, Krichene et Mrikahor (2010), le moment est venu pour une refonte du système financier en s'appuyant sur l'équité. La justification économique du financement par prise de participations est que si la prospérité doit être partagée, il est important que les risques économiques le soient également. La répartition des risques, proportionnellement aux capacités spécifiques à supporter les pertes, est sans doute plus favorable à un système financier socialement inclusif. Le risque systématique ne peut être éliminé, mais c'est la prise collective de risque et l'aversion individuelle pour le risque qui sont de nature à favoriser une mobilisation plus efficace des ressources et un partage plus équitable des risques économiques. La prospérité économique doit être recherchée à travers le partage des risques et non pas aux dépens des autres parties.

Références

- Ahmed, Habib. 2003. "The role of Islamic financial institutions in financing microenterprises: Theory and practice." Paper presented at the Forum on Islamic economics and finance, September 27-29, 2003. Amman, Jordan.
- . 2007. "Waqf-based microfinance: Realizing the social role of Islamic finance." Paper presented at the International Seminar on "Integrating Awqaf in the Islamic financial sector," March 6-7, 2007, Singapore.
- Allen, Franklin, and Douglas Gale. 2009. *Understanding financial crises*. Clarendon Lectures in Finance, Oxford University Press.
- Arcand, Jean-Louis, Enrico Berkes, and Ugo Panizza. 2012. "Too much finance?" International Monetary Fund Working Paper 12/161.
- Arrow, Kenneth J. 1953. "Le rôle des valeurs boursières pour la répartition la meilleure des risques." *Econométrie, Colloques Internationaux du Centre National de la Recherche Scientifique* 11: 41-48.
- Arrow, Kenneth J., and Gérard Debreu. 1954. "Existence of an equilibrium for competitive economy." *Econometrica* 22: 265-290.
- Arrow, Kenneth J. and Frank H. Hahn. 1971. *General competitive analysis*. San Francisco, Holden-Day, Edinburgh. 112 *Islamic Economic Studies* Vol. 23, No.2
- Askari, Hossein, Zamir Iqbal, and Abbas Mirakhor. 2009. *Issues in Islamic finance and economics: Progress and challenges*. John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd.
- Askari Hossein, Zamir Iqbal, and Abbas Mirakhor. 2010. "Globalization and Islamic finance: convergence, prospects and challenges." John Wiley & Sons, Singapore.

- Askari, Hossein, Zamir Iqbal, Nouredine Krichene, and Abbas Mirakhor. 2010. *The stability of Islamic finance*. John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd.
- Askari, Hossein, Nouredine Krichene, and Abbas Mirakhor. 2014, "On the stability of an Islamic financial system." *PSL Quarterly Review*, vol. 67, pp. 131-167. Bank for International Settlements. 2008.
- BIS 78th annual report. June 2008, Basel. Bank for International Settlements. 2015. BIS 85th annual report. June 2015, Basel.
- Böhm-Bawerk, Eugen von. 1895. "The positive theory of capital and its critics." *Quarterly Journal of Economics* 9: 113-131.
- Bordo, Michael D., and Joseph G. Haubrich. 2010. "Credit crises, money and contractions: an historical view." *Journal of Monetary Economics* 57: 1-18.
- Boulding, Kenneth E. 1970. *Economics as a science*. McGraw-Hill Book Company. Campbell, John Y., and Robert J. Shiller. 1988. "The dividend-price ratio and expectations of future dividends and discount factors." *Review of Financial Studies* 1: 195-228.
- Çizakça, Murat. 2004. "Cash awqaf as alternative to NBFIs Bank." Paper presented at the International Seminar on Nonbank financial institutions, Islamic alternatives," March 1-3, 2004, Kuala Lumpur, Malaysia.
- Cochrane, John H. 2010. "Discount rates." *The Journal of Finance* 46: 1047-1108. Cowen, Tyler. 1983. "The rate of return in general equilibrium: A critique." *Journal of Post Keynesian Economics* 5: 608-617.
- Diamond, Douglas W., and Philip H. Dybvig. 1983. "Bank runs, deposit insurance and liquidity." *Journal of Political Economy* 91: 401-419.
- Financial Crisis Inquiry Commission. 2011. *The financial crisis inquiry report*. National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States.

- Friedman, M. Benjamin. 2005. *The moral consequences of economic growth*. Alfred A. Knopf Publisher, New York. N
- Maghrebi & A Mirakhor: Risk Sharing and Shared Prosperity in Islamic Finance 113 Greenwood, Robin, and David Scharfstein. 2013. "The growth of finance." *Journal of Economic Perspectives* 27: 3-28.
- Harding, Don, and Adrian Pagan. 2002. "Dissecting the cycle: a methodological investigation." *Journal of Monetary Economics* 49: 365–381.
- Holmes, Mark J., and Nabil Maghrebi. 2015. "Tobin's Q and the threshold adjustment of investment expenditure." *Studies in Economics and Finance* 32: 222-234.
- Ibrahim, Shahul Hameed M. 2013. "Maqasid driven Islamic banking: Some suggested baby steps." *New Horizon*: 28-29.
- Iqbal, Zamir, and Abbas Mirakhor. 2013. "Islam's perspective on financial inclusion." In *Economic Development and Islamic Finance*, Zamir Iqbal, and Abbas Mirakhor (eds.) The World Bank.
- Kindleberger, Charles P. 1978. *Manias, panics and crashes: A history of financial crises*. Palgrave Macmillan.
- . 1994. "Financial crises." in *The New Palgrave Dictionary of Money & Finance*.
- Newman P., M. Milgate, and J. Eatwell (editors.) MacMillan Press Ltd.
- . 2013. *The world in depression*. The University of California Press, 40th anniversary edition.
- Kirzner, Israel M. 1996. *Essays on capital and interest: an Austrian perspective*. Edward Elgar, Cheltenham, United Kingdom.
- Klemkosky, Robert C. 2013. "Financial system fragility." *Business Horizons* 56: 675-683.
- Koo, Richard, 2008. *The holy grail of macroeconomics: Lessons from Japan's great recession*. Singapore: John Wiley.

- Lo, Andrew W. 2012 "Reading about the financial crisis: A twenty-one-book review." *Journal of Economic Literature* 50: 151-178.
- Mankiw, Gregory. 2015. "Yes, $r > g$. So what?" *American Economic Review*: 105 (5).
- Minsky, Hyman P. 1982. "The financial instability hypothesis: capitalist production and the behavior of the economy." In *Financial crises: Theory, history and policy*. Charles Kindleberger and J.P. Laffargue, (editors.) New York, Cambridge University Press. 114 *Islamic Economic Studies* Vol. 23, No.2
- . 1986. "The financial instability hypothesis: A restatement." In *PostKeynesian economic theory: A challenge to neoclassical economics*. P. Arestis and T. Skouras, editors, Sussex: Wheatsheaf Books.
- . 1992. "The financial instability hypothesis." *The Levy Economics Institute Working Paper* no. 74. Mirakhor, Abbas. 1988. "Equilibrium in a non interest open economy." *International Monetary Fund Working Paper* WP/88/111.
- Mirakhor, Abbas, and Noureddine Krichene. 2009. "The recent crisis: lessons for Islamic finance." IFSB 2nd Public Lecture on Financial Policy and Stability, Islamic Financial Services Board.
- Mohan, Rakesh. 2011. *Growth with financial stability*. Oxford University Press.
- Pritchett, Lant, and Michael Woolcock. 2004. "Solutions when the solution is the problem: Arraying the disarray in development." *World Development* 32: 191- 212.
- Palley, Thomas. 2014. "The accidental controversialist: Deeper reflections on Thomas Piketty's *Capital*." *Real World Economics Review* 67.
- Piketty, Thomas. 2015. "About capital in the twenty-first century." *American Economic Review*: 105 (5).

- . 2014. *Capital in the Twenty-First Century*. Cambridge, Massachusetts, Harvard University Press.
- Rajan, Raghuram. 2015. “Democracy, inclusion and prosperity.” Speech delivered at the D. D. Kosambi Ideas Festival, Goa. February 20, 2015.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2009. *This time is different: eight centuries of financial folly*. Princeton University Press.
- . 2010. “Growth in a time of debt.” *American Economic Review* 100: 573- 578.
- Rochet, Jean-Charles. 2008. “Procyclicality of financial systems: Is there a need to modify current accounting and regulatory rules?” *Banque de France Financial Stability Review* 12.
- Rubin, Amir, and Dan Segal. 2015. “The effects of economic growth on income inequality in the US.” *Journal of Macroeconomics* 45: 258-273.
- Shiller, Robert J. 2003. *The new financial order*. Princeton: Princeton University Press. N Maghrebi & A Mirakhor: Risk Sharing and Shared Prosperity in Islamic Finance 115
- . 2011. “Democratizing and humanizing finance: reflections before and beyond Dodd-Frank.” In *Reforming U.S. financial markets*. Edited by Kroszner, R.S, and R.J. Shiller, The MIT Press.
- Shin, Hyun Song. 2009. “Securitisation and financial stability.” *The Economic Journal* 119: 309-332.
- Smith, Adam. [1759]. *The theory of moral sentiments*. Edited by D.D. Raphael, and A.L. Macfie, (Eds.) Oxford University Press, 1976.
- Stiglitz, Joseph. 2010. *The Stiglitz report: Reforming the international monetary and financial system in the wake of the global crisis*. The New Press.

- Subbarao, Duvvuri. 2012. "Financial regulation for growth, equity and stability in the post-crisis world." Bank for International Settlements BIS Papers no. 62, pp. 1-8.
- Tirole, Jean, 2010. "Lessons from the crisis: global lessons from the financial crisis." In *Balancing the Banks*. Dewatripont M., J.C. Rochet, and J. Tirole (eds.) Princeton University Press.
- Weil, David, N. "Capital and wealth in the 21st century." *American Economic Review*: 105 (5).