

## Allocation d'actifs financiers dans la finance islamique\*

Ibtihal EL HAITALI<sup>1,\*</sup>, Moad ELKHARRIM<sup>1</sup>

<sup>1</sup> FSJES Tanger, Université Abdelmalek Essaâdi, Maroc

### PAPER INFO

Paper History

Received May 2023

Accepted August 2023

Keywords

Actifs Financiers

AMMC

Bourse de Casablanca

Gestion de portefeuille

Finance Islamique

Sukuk

### Résumé

La prolifération rapide des investissements à orientation islamique a placé une urgence supplémentaire d'adopter ce type d'investissements au Maroc. Cependant, le potentiel de développement d'un marché de capitaux conforme à la Charia semble être sous-exploité au regard des possibilités qui peuvent être présentées. Notre objectif est donc de présenter le marché marocain, ses caractéristiques tout en passant en revue des expériences, marocaines et internationales, avec l'investissement conforme à la charia dans les marchés de capitaux.

### 1. Introduction

Les origines de l'industrie de la finance islamique remontent à un passé récent, précisément 1975, avec la création de la Dubai Islamic Bank aux Emirates Arabes Unis.

Mais c'est un système financier qui est profondément lié aux principes fondamentaux de l'islam, connus avec l'avènement de l'Islam. Contrairement à la finance conventionnelle, la finance islamique interdit toutes les formes d'intérêts, ainsi que les investissements dans des secteurs tels que les jeux d'argent, le porc, et l'alcool.

La finance islamique enregistre un taux de croissance annuel mondial de 17% dans un environnement économique mondial déprimé. Il est aujourd'hui composé de trois compartiments : bancaire, Takaful (assurance) et marchés de capitaux dont les fonds d'investissement islamiques et les sukuk (certificats d'investissement). En termes d'actifs, le compartiment bancaire représente plus de 80% du total des actifs financiers islamiques.

Une croissance rapide combinée à de fortes marges bénéficiaires, ont attiré de nombreuses grandes institutions financières occidentales qui se sont lancées dans la mêlée pour créer leurs propres filiales islamiques et proposer des instruments financiers destinés directement à leur clientèle islamique.

Les opportunités offertes par la finance islamique au Maroc sont importantes, compte tenu des atouts du pays. Ce mode d'investissement va permettre de renforcer et diversifier le secteur financier national en répondant à une demande intérieure qui est forte mais encore sous-jacente. Même si cette demande est effectivement forte dans le cas des produits alternatifs bancaires, mais ce n'est pas le cas dans les marchés de capitaux, l'investissement dans des portefeuilles islamiques reste très rare, ce qui explique la stagnation de ce marché.

\*Corresponding author. Email: [ibtihal.elhaitali@etu.uae.ac.ma](mailto:ibtihal.elhaitali@etu.uae.ac.ma)

Cela nous pousse à se demander quelle est la différence entre la finance conventionnelle et la finance islamique ? Et qu'est ce qui explique la timidité de l'expérience du Maroc avec l'investissement islamique ?

Pour répondre aux questions ci-dessus nous allons d'abord examiner l'histoire des deux pensées, conventionnelle et islamique, puis nous allons étudier le marché de capitaux marocain.

## 2. Revue de littérature

Les fondements de la gestion d'actifs ont été établis par Markowitz (1952) (la frontière efficiente de l'optimisation moyenne-variance) [1], Tobin (1958) (taux sans risque) [2] et Sharpe (1964) (Modèle d'Équilibre des Actifs Financiers) [3]. Ces fondements ont été complétés par Brinson et al. (1986) (analyse d'attribution) [4], Black et Litterman (1992) (portefeuilles multi-actifs via un benchmark de risque d'équilibre mondial) [5] et Fama (1970) (hypothèse de marchés efficients) [6]. La collection de la littérature soutenant la théorie moderne du portefeuille (MPT) est riche, variée et a directement contribué à l'industrie de la gestion d'actifs telle que nous la connaissons.

La littérature sur la gestion d'actifs islamique est rare. Hakim et Rashidian (2004) ont indiqué « un rendement ajusté au risque concurrentiel et une performance » [7] pour les actions conformes à la charia par rapport à l'ensemble du marché des actions. Walkshäusl et Lobe (2012) ont tenté de déconstruire les sources de performance positive des actions, trouvant des actions conformes à la charia biaisées dans certains secteurs qui ont surperformé les indices généraux pendant certaines périodes [8]. Bahloul et al. (2017) ont expliqué les avantages de la diversification de l'ajout de contraintes de la charia pour les investisseurs conventionnels, en particulier les portefeuilles d'actions domiciliés aux États-Unis [9]. Plus récemment, Camgoz et al. (2019) n'ont montré "aucune différence statistiquement significative entre les caractéristiques de risque et de rendement des indices islamiques et de leurs homologues conventionnels" et "les investisseurs des indices islamiques n'ont pas engagé de coûts supplémentaires au cours de la période examinée" (2002-2017) [10]. C'est une bonne nouvelle pour les investisseurs qui envisagent la charia.[11]

La recherche sur les investissements islamiques à revenu fixe est assez limitée. Mosaid et Rachid Boutti (2014) ont indiqué une corrélation élevée et positive entre les Sukuks (obligations islamiques) et les obligations conventionnelles [12], ce qui a été confirmé par Naifar et al. (2017), qui ont également indiqué que la performance des Sukuk est suffisamment différente pour indiquer leur contribution positive aux portefeuilles à revenu fixe conventionnels [13]. Par la suite, les mêmes avantages de diversification ont été confirmés par Hassan et al. (2018), ainsi que des preuves d'une forte corrélation des Sukuk avec les marchés obligataires conventionnels [14].

Seules deux études ont examiné l'investissement de portefeuille multi-actif, optimisé sous contrainte de la charia. Dewandaru et al. (2014) [15] ont fait un tel effort, mais ont autorisé des actifs non conformes à la charia dans leurs portefeuilles, annulant essentiellement l'utilité de leur travail pour les musulmans à la recherche d'investissements conformes à la charia. Un effort similaire a été fait par Dewi et Ferdian (2012), mais limité uniquement aux marchés malaisien et indonésien [16].

L'investissement selon la charia peut être considéré comme un sous-ensemble de l'investissement environnemental, social et de gouvernance (ESG) car il implique les mêmes processus de tri et de filtrage pour exclure certains titres. L'investissement ESG a fait l'objet de nombreuses études, notamment Kumar et al. (2018) [17] et Fu et al. (2019) [18]. En bref, la littérature indique que la construction de portefeuilles conformes à la charia implique les mêmes processus d'exclusion que ceux impliqués dans l'investissement ESG, et que les portefeuilles entièrement en actions conformes à la charia n'ont pas de coûts supplémentaires en termes de perte de performance.[19]

## 3. La différence entre la gestion d'actifs conventionnelle et islamique :

La gestion d'actifs conventionnelle rassemble les progrès réalisés depuis les années 1950 dans l'évaluation statistique des prix historiques des titres et la quantification du risque et de la rentabilité.

La théorie moderne du portefeuille (MPT), pour la première fois, avancée par Markowitz, dans son travail révolutionnaire en 1955, repose sur le sens intuitif des investisseurs qui ont besoin de modération et de diversification dans leurs investissements. Dans les années 1970, James Tobin a fait avancer ce travail en

introduisant le taux de rendement sans risque, et plus tard William Sharpe a donné des outils pour une évaluation plus minutieuse des actifs à travers le Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers (MEDAF) alias le CAPM (Capital Asset Pricing Model).

La théorie moderne du portefeuille est le fondement de la gestion d'actifs conventionnelle. Elle appelle à la diversification entre les classes d'actifs – liquidités, titres à revenu fixe, actions et investissements alternatifs – et à la diversification au sein de chaque classe de ces actifs à part.

La MPT est agnostique. Il n'y a pas de considérations spirituelles dans la construction de la frontière efficiente, la détermination du taux sans risque ou la construction de la ligne du marché des capitaux. Les gestionnaires d'actifs professionnels ont pris ces éléments théoriques fondamentaux de MPT et les ont articulés dans un processus de gestion d'actifs commun. Au cours des dernières décennies, les régulateurs ont imposé des contraintes aux gestionnaires qui ont limité leurs efforts dans les limites des lois de « l'homme prudent » communes partout. La gestion d'actifs en tant qu'entreprise mondiale est relativement homogène. Comme dans d'autres pratiques professionnelles, les gestionnaires d'actifs s'en tiennent généralement à des paramètres définis par l'industrie et la réglementation. Alors, où dans ce processus il y a une violation possible de la charia ?

Alors que la finance islamique a reçu une part équitable de recherches et d'investigations, la littérature académique existante sur les investissements islamiques est encore embryonnaire même si leur popularité est en croissance. Nous résumerons brièvement les trois seules références que nous avons pu retracer. Naughton et Naughton (2000) [20] ont analysé le développement du marché islamique des actions et les défis importants auxquels il est confronté. Alors que la banque islamique, basée sur l'interdiction de l'intérêt, est bien établie dans le monde musulman, les auteurs soulignent que l'attention s'est maintenant tournée vers l'application des principes islamiques sur les marchés boursiers. Alors que les actions ordinaires sont des instruments légitimes dans l'islam, bon nombre des pratiques, associées à la négociation d'actions, ne le sont pas. Ces pratiques comprennent la spéculation, la vente à découvert, le trading sur marge et les produits dérivés, qui seraient tous sévèrement restreints ou peu susceptibles d'être acceptables sur un marché islamique. Les auteurs concluent que les autorités de régulation des pays musulmans rencontreront donc une vaste gamme de problèmes en tentant de structurer un système commercial qui sera acceptable. Dans une étude récente, Hanif (2020) [21] a documenté les résultats de l'intégration des marchés de capitaux islamiques en fonction du stade de développement, de la situation géographique, de la coopération économique et des croyances religieuses partagées.

« Donc on peut conclure que la véritable différence entre les deux processus de sélection des portefeuilles, conventionnel et islamique, réside sans doute dans la sélection des titres. Comme a été indiqué, la charia interdit les obligations, les fonds spéculatifs et les entités financières conventionnelles (banques, assurances), ainsi que des sociétés fortement endettées. Le portefeuille marchand des musulmans est par nature différent du portefeuille marchand conventionnel du fait de ces contraintes. » [22]

#### **4. L'investissement islamique à la bourse de Casablanca :**

L'investissement islamique dans le marché de capitaux marocain est encore dans son état embryonnaire et confiné au compartiment obligataire. La première émission des Sukuk souverains au Maroc a eu lieu en octobre 2018.

« Grâce à la relative sécurité et à l'attrait des rendements qu'ils offrent sur le moyen et le long terme, les Sukuks ont trouvé un succès auprès des investisseurs institutionnels (banquiers et assureurs) ainsi qu'auprès de certains profils de particuliers à fort potentiel. Ce type de produit peut également être un intéressant support d'investissement distribuable par les banques commerciales. A l'image d'une offre de produit obligataire retail, il est également possible d'imaginer une offre de produits composée de Sukuks et d'autres supports qui permettrait de réunir les critères d'un placement sécurisé, rentable et conforme aux préceptes de la Sharia. Dans le cadre d'un projet d'analyse et d'évaluation du potentiel de la finance islamique au Maroc, le cabinet IFAAS a mené une étude de marché qui permet aujourd'hui de mieux apprécier le marché retail. Un point d'attention particulier a été porté sur le potentiel d'épargne des marocains et leur appétence à souscrire à une offre d'épargne ou de placement conforme aux préceptes de la Sharia. » [23]

Donc malgré ses atouts et son potentiel de devenir un hub de finance islamique en Afrique, le marché marocain est presque en état de stagnation. Quelles sont les caractéristiques du marché marocain des capitaux et quels sont les défis à relever pour atteindre son potentiel d'être un hub de finance ?

#### 4.1 Le Marché marocain

D'après un rapport publié par l'AMMC (Autorité Marocaine du Marché des Capitaux) :

La bourse de Casablanca est organisée autour de deux principaux marchés :

- Marché des titres de capitaux qui compte 77 sociétés cotées exerçant dans des secteurs très variés. Le financement via ce marché se fait soit à l'occasion de l'introduction en bourse (IPO) soit au moment de levée sur le marché secondaire (émission d'actions nouvelles par souscription). La quote-part des titres détenus par le public y est très faible.
- Marché des titres obligataires, les émissions sont dominées par les sociétés financières et immobilières. Le marché secondaire est très peu liquide avec une quasi-absence des personnes physiques.

|                                    | AVRIL 2020 | AVRIL 2021 | VARIATION |
|------------------------------------|------------|------------|-----------|
| MASI                               | 9 400,70   | 11 811,23  | 25,64%    |
| Capitalisation                     | 488,27     | 611,04     | 25,14%    |
| Marché Central<br>(volume annuel)  | 14,71      | 8,12       | -44,8%    |
| Marché de Blocs<br>(volume annuel) | 1,55       | 2,99       | 92,9%     |
| Ratio de liquidité                 | 10,87%     | 7,74%      |           |

Source : Bourse de Casablanca

Fig. 1. Les indicateurs de la bourse de Casablanca [24]

#### 4.2 Défis à relever

Le principal problème auquel est confrontée l'industrie de la finance islamique est l'interprétation ambiguë de ce qui constitue réellement la conformité à la Sharia. Par exemple, la Malaisie a toujours adopté une position libérale sur le respect de la Sharia, tandis que d'autres pays ont été à l'autre extrême. Le manque de normalisation et d'homogénéité est un obstacle majeur à la croissance de cette industrie.

Donc, le Maroc a besoin de mettre en place un cadre réglementaire sécurisé et surtout un dispositif fiscal approprié. Mais le plus important c'est que ce cadre doit prendre en compte la nature de l'économie marocaine, en d'autres termes, les lois doivent être innovantes et adaptées au cadre économique marocain. Donc tout naturellement que cela nécessitera de mobiliser et faire usage de la recherche scientifique dans les domaines concernés, la finance, et la jurisprudence islamique des transactions.

#### 5. Discussion

Les opportunités offertes par la finance islamique au Maroc sont importantes au regard des atouts du pays.

L'investissement islamique renforcera et diversifiera le secteur financier national en répondant à une forte demande intérieure latente. La finance islamique est surtout un pilier incontournable pour positionner le Maroc comme un pôle financier drainant des capitaux pour des projets de développement locaux ou régionaux. Pour saisir ces opportunités, il est indispensable d'opérer une rupture avec l'approche en silos et d'avoir une vision claire, déclinée sur des objectifs concernant la finance islamique, ce qui n'est pas connu à ce jour, du moins du grand public. Des instruments financiers par compartiment (Banque, Takaful et Marchés des Capitaux) viendront s'ajouter à cette vision pour servir les intérêts du secteur de manière spécifique et du marché financier national de manière générale. Un schéma de gouvernance envisageable pour renforcer cette coordination serait de confier ce projet à une instance indépendante composée d'acteurs du monde financier ainsi que d'ulémas et

d'experts. Cette instance assurerait l'élaboration de la stratégie nationale en finance islamique et le suivi de sa mise en œuvre tout en assurant la cohérence entre les politiques sectorielles.

Ainsi, sans une politique cohérente et coordonnée, le pays risque de rater les opportunités importantes qui se présentent aujourd'hui.

## 6. Conclusion

L'industrie de la finance islamique a réussi à se transformer en l'espace de trente ans d'une activité excentrique à un système de gestion financière alternatif de taille importante avec un réel potentiel d'expansion. Cela est partiellement dû au recul moral des marchés des capitaux conventionnels.

Dans le monde, les plus grandes bourses ont réagi à cette dynamique en introduisant des indices qui suivent les actions des sociétés dont les affaires et les activités sont compatibles avec la loi islamique. En général, les indices représentent un panier d'actions acceptables selon les principes islamiques (évitant les entreprises contraires à l'éthique ou très endettées, ou engagées dans le jeu, la vente d'alcool et d'autres activités interdites). Le produit phare de cette catégorie est le Dow Jones Islamic Market Index (DJI).[25]

Cette prolifération rapide des investissements à orientation islamique a placé une urgence supplémentaire d'adopter ce type d'investissements au Maroc. Cependant, le potentiel de développement d'un marché de capitaux conforme à la Charia semble être sous-exploité au regard des possibilités qui peuvent être présentées. Cela est dû au manque de législation lié à ce domaine vu l'intérêt tardif porté par Maroc à la finance islamique, aussi l'absence d'un lien entre la recherche scientifique et le monde des affaires.

## Références

- [1] Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection\*. JF 7 (1): 77–91.
- [2] Tobin, James. (1958) "Liquidity Preference as Behavior Towards Risk". RES 25 (2): 65–86.
- [3] Sharpe, William F. (1964) "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk" JF 19 (3): 425–442.
- [4] Brinson, R. Hood, and G. Beebower. Determinants of Portfolio Performance. Financial Analysts Journal, 42(4):39–44, Jul.–Aug. 1986
- [5] Black, Fischer, and R. Litterman. "Global Portfolio Optimization. Financial Analysts Journal". FAJ 48(5): 28–43 (1992).
- [6] Fama E. F., "Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, vol. 25, mai 1970, p. 383-417.
- [7] Hakim, Sam, and Manochehr Rashidian. 2004. How Costly is Investors' Compliance with Sharia? In ERF Eleventh Annual Conference.
- [8] Walkshäusl, Christian, and Sebastian Lobe. 2012. Islamic Investing. Review of Financial Economics 21 (2): 53–62.
- [9] Bahloul, Slah, Mourad Mroua, and Nader Naifar. 2017. Further Evidence on International Islamic and Conventional Portfolios Diversification under Regime Switching. Applied Economics 49 (39): 3959–3978.
- [10] Camgoz, C., K. Ahmed Kose, and B. Seval. (2019). "Risk and Return Characteristics of Islamic Indices: An Empirical Approach". IBR 47 (2): 124–153.
- [11] Khan A., Rizvi R., Ali M., Haroon O. (2021), "A survey of Islamic finance research – Influences and influencers". PBFJ, Vol 69.
- [12] Mosaid, Fadma El, and Rachid Rachid Boutti. 2014. Sukuk and Bond Performance in Malaysia. International Journal of Economics and Finance 6 (2): 226–235.
- [13] Naifar, Nader, Mourad Mroua, and Slah Bahloul. 2017. Do Regional and Global Uncertainty Factors Affect Differently the Conventional Bonds and Sukuk? New Evidence. Pacific Basin Finance Journal 41: 65–74.
- [14] Hassan, M. Kabir, A. Paltrinieri, A. Dreassi, S. Miani, and A. Scip. (2018). "The Determinants of Co-movement Dynamics Between Sukuk and Conventional Bonds". QRE&F 68: 73–84.
- [15] Dewandaru, G., Rumi Masih, Obiyathulla Bacha, and Mansur Masih. 2014. The Role of Islamic Asset Classes in the Diversified Portfolios: Mean Variance Spanning Test. Lancaster, UK.
- [16] Dewi, Miranti Kartika, and Ilham Reza Ferdian. 2012. Evaluating Performance of Islamic Mutual Funds in Indonesia and Malaysia. Journal of Applied Economics and Business Research 2 (1): 11–33.
- [17] Kumar, By Neeraj, Veronique Menou, Stuart Doole, and Laura Nishikawa. 2018. An Approach to ESG Strategic Tilting An Approach to ESG Strategic Tilting. Investments and Wealth Monitor.
- [18] Fu, Yufen, Danika Wright, and George Blazenko. 2019. Ethical Investing has No Portfolio Performance Cost. Research in International Business and Finance 52: 1–17.
- [19] Al Ansari R., Alanzarouti F., (2020), "ESG and Islamic finance: an ethical bridge built on shared values", UOBSJ, Vol 6 No 1.
- [20] S. Naughton and T. Naughton: "Religion, Ethics and Stock Trading: The Case of an Islamic Equities Market". JBE, Vol 23 No. 2 p145 (15) (2000).

- [21] Hanif M. (2020), "Portfolio selection in Asia/Pacific region- islamic markets", JIABR, Vol. 11 No 4, pp. 905-928.
- [22] Sandwick, J.A., Collazzo, P. (2021), "Modern portfolio theory with sharia: a comparative analysis", J Asset Manag 22, 30–42 .
- [23] « Sukuk, Quel potentiel de développement au Maroc ? » (2012), CDVM/AMMC
- [24] La revue du marché des capitaux (2021), No 6.
- [25] Moutahaddib A., ElHajjaji H. (2021), « La performance des indices boursiers islamiques pendant la crise de covid-19 », RISG, Vol. 6 No 2.