

La Malaisie : hub financier mondial Ou club affinitaire islamique ?

Pierre-Charles Pradier, Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne

Malaysia is now considered by Standard and Poor's the most promising emerging country for Islamic finance. This statement relies on both a strong financial sector (financial assets account to more than 200% of GDP; regulation is generally considered as sound by international financial institution) and trailblazing innovations in Islamic economics. Although Malaysia achieves leadership in sukuk issuance and retail Islamic finance, its marketplace still appears relevant only to local stakeholders: fixed-income products are challenged by foreign scholars, and every market fails to attract big foreign players as the conventional places do by publicizing a supply of Islamic finance solutions. Malaysia thus turned to a more comprehensive strategy, involving halal supply chain normalization/certification as well as creating human resources by developing higher education and research. While the Islamic yuppies (Melayu Baru) obviously seems to take advantage of this State-designed-State-run Islamic capitalism, it seems necessary to find external demand in order to fuel the development of financial corporations, as well as the Malay social model, advertised as an Islamic way toward future prosperity.

Introduction

Absente des classements des grands centres financiers mondiaux à la fin des années 2000¹, la Malaisie est aujourd'hui considérée par Standard and Poor's (2012) comme le pays le plus prometteur pour le développement de la finance islamique. Pourtant la concurrence est rude, autant de la part des centres financiers, dans une région où Singapour et Hong Kong affichent une croissance spectaculaire, que des pays musulmans plus observants des préceptes de l'Islam ou de la finance dite telle. Quelle stratégie poursuit la Malaisie en développant son industrie financière islamique ? Après des travaux classiques en langue anglaise (Gomez et Jomo, 1999), des recherches récentes ont mis à jour l'économie politique de la Malaisie depuis son indépendance (Lafaye de Micheaux, 2012), avec un accent particulier sur la finance islamique (Delfolie, 2013). Fort de leurs acquis, on peut se concentrer sur la dimension purement financière du projet malaisien pour évaluer sa capacité à constituer une place financière internationale,

· Pierre-Charles Pradier est maître de conférences en sciences économiques à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne. Il est responsable de la Chaire Éthique et Normes de la Finance (with King Abdulaziz University).

¹ Par exemple : KPMG, 2009 ; Mainelli M. et Yeandle M., 2007.

tandis que le centre de gravité de la finance mondiale se déplace vers l'Asie. Ceci devrait nous conduire à des enseignements de portée générale sur la finance islamique elle-même et sur la manière de l'accommoder sous nos climats. Pour cela, situons la Malaisie dans le paysage de la finance islamique (1), et de la finance dite « conventionnelle » (2). Une fois le décor planté, on pourra qualifier la stratégie malaisienne (3) et s'interroger sur l'exemple qu'elle offre (4).

La Malaisie, leader de la finance islamique ?

On présente rapidement les principes et pratiques de la finance islamique avant d'examiner par un exemple la stratégie malaisienne de construction d'avantage comparatif et d'en mesurer les risques.

Principes

Le développement de la finance islamique est un phénomène récent : après des balbutiements théoriques depuis les années 1940, c'est essentiellement depuis le milieu des années 1970 que des banques islamiques fonctionnent dans les pays du Golfe (Hardy, 2006) ; le phénomène a pris de l'ampleur à la fin des années 1990 avec la création de filiales islamiques de grandes banques internationales (Citi Islamic, Noriba fondée par UBS, HSBC Amanah, BNP Paribas Najmah, etc.). Depuis 2008, les grands spécialistes de l'information économique (notamment Ernst & Young, Standard & Poor's) publient des rapports annuels sur un phénomène devenu médiatique. Aujourd'hui, la finance islamique correspond non seulement à une série de principes, mais aussi à des pratiques spécifiques. Du côté des principes, rappelons l'interdiction de l'intérêt (*riba*) auquel sont substitués le partage des profits et des pertes, la prohibition du financement des activités illicites (*haram*), de l'incertitude spéculative (*maysir* et *gharar*), et l'adossement nécessaire à des transactions réelles. Pour mettre en œuvre ces principes dans le cadre de l'acquisition d'un bien immobilier par exemple, la banque achète le bien et le cède en crédit-bail par un contrat dénommé *ijara* ; plus généralement, il existe des contrats type pour chaque catégorie d'opération (Martin-Sisteron, 2012). Certaines juridictions sont hostiles à certains types de contrats, aussi l'utilisation de l'article indéfini pour qualifier « la » finance islamique pourrait être trompeur : les anglophones préfèrent parler d'*Islamic banking*, *Islamic insurance*, etc., pour désigner la mise en œuvre de principes islamiques dans un compartiment de la finance.

Pratiques

Par-delà ces nombreuses variantes, quelle est aujourd'hui l'ampleur du phénomène ? Le tableau suivant² permet de mesurer la valeur et la part relative des actifs islamiques détenus par les agents non financiers ainsi que leur taux de croissance dans quelques pays représentatifs. On distingue alors trois groupes. D'une part, les grands pays fortement peuplés (Égypte, Indonésie, Pakistan, Turquie) : la valeur totale des actifs financiers islamiques y est faible (et plus faible encore quand on les rapporte à la population ou au PIB), même si leur croissance est parfois élevée. D'autre part, les monarchies du Golfe hébergent des actifs islamiques d'une valeur considérable pour leur taille et qui correspond à l'accumulation des profits pétroliers. Entre ces deux extrêmes, la Malaisie possède un stock d'actifs non négligeable dont la croissance paraît dynamique sans être liée au seul excédent pétrolier. De manière générale pourtant, la comparaison des actifs islamiques détenus par les agents avec les montants gérés par les fonds souverains conduit à relativiser l'importance des premiers : la finance islamique n'y intéresse pratiquement que les ménages.

Tableau 1 — Valeur et croissance des actifs financiers islamiques par pays

Pays	Actifs du fonds souverain, \$bn	Valeur des actifs islamiques, \$bn	% actifs islamiques (hors fonds souverain)	taux de croissance des actifs islamiques
Arabie Saoudite	676	138	49 %	12,50 %
Bahrain	7	44	26,90 %	7,40 %
Égypte	n. a.	7,2	3,80 %	9,50 %
Emirats Arabes Unis	627	85	16,70 %	14,80 %
Indonésie	0,3	7,2	4,20 %	40,50 %
Koweït	386	68	33 %	6,50 %
Malaisie	39	102	18,90 %	21,30 %
Pakistan	n. a.	6,2	5,70 %	20,70 %
Qatar	115	34	23 %	30 %
Turquie	n. a.	22	4,90 %	30 %

Source : *en.wikipedia.org*, Ernst and Young, 2012.

En effet, dans la plupart des pays à majorité musulmane, la méfiance des populations à l'égard des institutions financières « conventionnelles » se traduit par la thésaurisation de l'épargne, ce qui nuit évidemment à la croissance. Ainsi, lorsqu'on rapporte les actifs financiers détenus au PIB, ils n'en représentent que 50 % au Pakistan (Ernst & Young, 2012), et moins de 100 % en Arabie

² Ce tableau ne comprend pas l'Iran, dont le secteur financier a été entièrement islamisé après la révolution de 1979. Toutefois, l'Iran occupe dans ce domaine aussi une position particulière, car son industrie financière islamique n'est vraiment pas reconnue par les autres pays de la *Ummah*.

Saoudite, au Bangladesh, en Égypte ou en Indonésie (c'est seulement en Malaisie qu'ils dépassent le double du PIB). Afin de vaincre les réticences des musulmans, on peut proposer à des *ulama* de garantir la licéité des transactions par les délibérations (*fatwa*) d'un comité charia (*sharia board*), on œuvre évidemment à rendre les banques acceptables. Kahf (2004) montre ainsi que la finance islamique organise un mouvement symétrique : si elle norme strictement les pratiques des banquiers, elle apprivoise également les croyants par l'approbation des *ulama*. Ses partisans pensent même sincèrement qu'elle pourrait constituer en Europe (Ould Moulaye Ismail, 2012) une si attractive alternative aux services financiers conventionnels qu'elle les concurrencerait de fait : l'étude de l'exemple malaisien montrera que ce scénario n'est pas des plus vraisemblables. Pour l'instant, contentons-nous de penser que la finance islamique peut sembler aux gouvernements des pays à majorité musulmane un moyen pédagogique de convertir la population aux banques, mais aussi une barrière non-tarifaire qui protège le développement d'un système bancaire national. Dans le cas de la Malaisie, où le système financier paraît déjà nettement plus avancé, il semblerait toutefois que le choix de l'islamisation vise à acquérir un avantage comparatif plutôt qu'à rattraper un retard.

Une stratégie

Comment construire un avantage comparatif ? Prenons l'exemple des *sukuk*. Ce mot, le pluriel de *sakk* qui a donné le « chèque », désigne des instruments de financement, parfois qualifiés d'« obligations islamiques ». Toutefois, les obligations sont libellées en monnaie sans désigner un actif réel, alors que les *sukuk*, pour être licites, doivent représenter une part d'un actif réel (une usine, un lotissement, une route à péages, etc.) simplement mesurée par la monnaie. Par souci de généralité, on dit souvent de manière assez vague que les *sukuk* correspondent à la « titrisation d'un actif réel » ; la structure sous-jacente peut être par exemple du type *ijara* que nous avons évoqué : les « prêteurs » achètent l'actif (ou le font construire) et le vendent en leasing à « l'emprunteur ». Ces titres ont débuté par des émissions limitées (la première semble avoir été le fait de Shell Malaysia en 1990). En 2001, l'État du Bahreïn a été le premier à émettre des *sukuk* internationaux (en dollars) ; la même année, Guthrie Group, un groupe agro-industriel public malaisien (maintenant fusionné avec la multinationale Sime Darby) émettait le premier *sukuk corporate* international.

Depuis cette époque, le volume d'émissions a dépassé 50 milliards de dollars en 2010 et 100 milliards en 2012 (en comparaison, le volume d'obligations conventionnelles était pour ces années de 1 500 et 1 200 milliards). Bon an, mal an, la Malaisie assure 65 à 70 % de ces émissions (en plus d'un volume d'émissions obligataires conventionnelles à peu près trois fois plus important). Que conclure ? Que la place malaisienne, à elle seule, gère un volume d'activité deux

fois plus important que toutes les places du Golfe réunies. Pourtant, à la fin des années 2000, alors que la crise secouait les marchés « conventionnels » d'Europe et des États-Unis, les places du Golfe avaient la faveur des analystes qui les plaçaient parmi les 15 premières mondiales (Mainelli et Yeandle, 2007). Aujourd'hui, il semble que Kuala Lumpur soit plus dynamique et offre la perspective de mettre en relation les besoins de financement d'infrastructure de l'Asie, qui se prêtent particulièrement bien à l'émission de *sukuk*, et les fonds des États pétroliers musulmans (Redimerio et Palmer, 2011). Même si la Malaisie semble posséder un avantage comparatif indéniable dans l'appariement des offres et demandes de financement islamique d'infrastructures (Ahmad, Daud et Kefeli, 2012), ces perspectives paraissent tout de même fragiles.

... et des risques

La Malaisie ne bénéficie pas dans le monde islamique du prestige qui ferait d'elle le *leader* incontesté de la finance islamique. En 2007, par exemple, un événement notable a perturbé le marché des *sukuk* dont le volume a baissé pendant trois ans. En effet, Taqi Usmani, président de l'AAOIFI³, condamna les abus en matière de *sukuk* : la plupart des titres émis comportaient une garantie de rachat à la valeur faciale, même si l'actif sous-jacent se dépréciait, dès lors « les *sukuk* peuvent posséder les mêmes caractéristiques que des obligations conventionnelles portant intérêt ». La fatwa d'Usmani (2007) ne comporte aucune référence nationale, mais elle fut souvent interprétée comme une charge contre le principal émetteur. Cet épisode illustre le « laxisme » qu'on reproche parfois aux Malaisiens dans les pays du Golfe. Il caractérise également un risque spécifique de la finance islamique : le risque de perte de conformité en cours de vie d'un produit. Normalement, les produits financiers islamiques doivent être autorisés par un comité charia (*sharia board*) formé par l'établissement émetteur de ce produit. Le problème est qu'il n'y a pas d'autorité spontanée en matière de charia et n'importe quel savant peut contredire l'avis d'un comité charia en produisant sa propre analyse : dans le cas de Taqi Usmani, son rayonnement personnel et son rôle central dans le paysage de la finance islamique (présidence de l'AAOIFI) lui confèrent une autorité évidente. Mais il n'existe pas, en général, de procédure de résolution d'un conflit entre savants islamiques. Pour limiter le risque de perte de conformité en cours de vie des produits financiers, les Malais ont toutefois pourvu à la résolution de conflits à travers des « instructions pour les comités charia » (Bank Negara Malaysia, 2004) qui instaurent une procédure d'agrément de ceux-ci par la banque centrale, qui déconseille de siéger dans plusieurs comités, et constituent le conseil unique de la banque centrale et de la commission des titres

³Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions ; organisme normalisateur de la finance islamique basé à Bahreïn.

comme instance suprême en cas de désaccord. La soumission des *ulama* au ministre des Finances semble bien peu islamique ! Aussi, l'Arabie Saoudite, dont le développement financier est beaucoup plus lent que la Malaisie, est-elle en position de revendiquer un *leadership* islamique, tandis que chaque pays pourrait être tenté d'imposer des règles nationales protectrices.

La position de la Malaisie pourrait donc bien être celle d'un *leader* de fait contesté en droit et dont les perspectives semblent compromises par les incertitudes légales de la finance islamique⁴. Le meilleur moyen de s'affranchir de ces doutes étant de développer un système financier conventionnel qui soutienne la concurrence des places traditionnelles, nous considérons donc maintenant la compétitivité du secteur financier malaisien dans cette perspective.

La Malaisie comme place financière conventionnelle

Le système financier mondial repose sur des acteurs distincts, et on caractérisera d'abord le système financier malaisien avant de se demander s'il peut prétendre à un rôle international à travers une spécialisation de niche ou s'il doit se contenter pour l'instant de renforcer son intégration.

Les secteurs de l'activité financière malaisienne

Si on utilise la même mesure pour évaluer le développement de la finance conventionnelle que nous avons utilisée pour la finance islamique, c'est-à-dire la détention d'actifs financiers par les agents non financiers résidents, la Malaisie apparaît à la 26^{ème} place mondiale en 2012 (Allianz, 2012), auprès de Singapour, de l'Irlande et du Portugal. Cette performance paraît remarquable de la part d'un pays dont ni la population, ni la richesse (mesurée par le PIB par tête), ni le niveau de développement ne le placent dans l'attention des honnêtes gens : cela prouve certainement que, par rapport à des pays de taille, de richesse ou de niveau de développement équivalent, la financiarisation des patrimoines malaisien est assez forte. Toutefois, la comparaison avec Singapour, l'Irlande et le Portugal est ambiguë : quoi de commun entre une cité-État et des pays d'Europe éprouvés par cinq années de crise financière ? Le Portugal et Singapour ont certes autant d'actifs financiers détenus par leurs résidents, mais cela ne suffit pas à faire du premier un centre financier international comme le second. On doit donc chercher ailleurs ce qui caractérise un tel « centre financier international ».

⁴ Cf. Standard and Poor's, 2012, p. 56, où un paragraphe s'intitule "Lack Of Cohesion May Stop Islamic Finance Reaching Its Full Potential".

Considérons pour cela les différents secteurs de l'activité financière : on pense d'abord aux « services de détail » comme la banque, l'assurance, et les conseillers financiers. Ils constituent l'ossature du système financier national, et la détention importante d'actifs financiers par les Malaisiens indique que cette ossature est convenablement développée. Cependant, les institutions malaisiennes ne sont pas tellement actives en dehors de leur pays, comme peuvent l'être par exemple HSBC (banque) ou Prudential (assurances), deux entreprises britanniques dont l'activité s'étend sur toute l'Asie à partir de leur siège régional à Hong Kong, d'où ils développent d'ailleurs une intense activité islamique. Deuxième secteur, les « marchés de capitaux » avec les *sukuk* dont on a vu l'importance remarquable et les promesses : on doit toutefois constater que l'essentiel des émissions, même quand elles sont réalisées en devises étrangères, sont le fait d'entreprises nationales intéressant les investisseurs résidents⁵. Il existe bien un marché monétaire islamique, et même un marché interbancaire, mais ses titres posent un problème de conformité qui éloigne les acteurs étrangers⁶. Les autres marchés de Bursa Malaysia (bourse locale), que ce soit les actions ou les matières premières (*Suq Al-Sila'*) sont également des marchés d'intérêt local. On peut ensuite considérer une série de « marchés de niches » qui permettent à des centres *offshore* d'accéder à une prééminence mondiale : par exemple, les Bermudes constituent la première place de réassurance, le Luxembourg est la première domiciliation pour les fonds d'investissement (en dehors des États-Unis), Genève et Zurich attirent de nombreux clients internationaux par leurs services de banque privée, Singapour constitue la plaque tournante des financements maritimes (*shipping*), Antigua des jeux en ligne, et Londres est la capitale de la haute couture financière avec ses cabinets d'avocats spécialisés capables de produire, entre autres, des contrats entre pays de droit différent (en particulier pour du financement de projets islamiques). Chacun de ces centres comporte en fait une pléiade de services financiers, mais affirme sa prééminence par une spécialité.

⁵ Même si HSBC et Société Générale ont émis deux *sukuk* en dollars durant l'été 2013 ; voir Ordonneau, 2013.

⁶ Les *Gouvernement Investment Issues* (GII) sont des obligations coupon zéro sans marché secondaire, émises par un contrat spécifique (*Bay Al-inah*) aux termes duquel l'État s'engage à les racheter plus cher. Ce mécanisme d'escompte est considéré comme *ribawi* (voir par exemple Rosly-Sanusi, 1999). Ce point de vue est un peu plus nuancé pour Bacha, 2009 : les produits du marché monétaire sont corrélés aux produits conventionnels équivalents, ils échouent donc à offrir ce qu'on attend d'un produit islamique.

Une spécialisation de niche ?

La Malaisie peut-elle prétendre, avec la finance islamique, à une telle spécialisation de niche ? Il n'est d'abord pas certain qu'il soit possible actuellement de constituer la finance islamique en spécialité distincte qui offrirait à un nouveau centre un modèle économique profitable. En effet, les places traditionnelles ont très rapidement ménagé une place aux actifs islamiques : UBS qui offrait des services de gestion de fortune limité a ouvert Noriba à Bahreïn en 2002, dès 2006 Singapour et Tokyo ont autorisé les banques à négocier des actifs réels, et éliminé la double imposition qui frappe les produits islamiques (puisque en général la banque acquiert un actif et le cède à tempérament). La *Securities and Futures Commission* de Hong Kong a signé un accord avec la *Dubai Financial Services Authority* pour la distribution de produits islamiques et prévoit de financer l'agrandissement de l'aéroport par des *sukuk* (Research Republic, 2008, p. 179). Les Caïmans et le Luxembourg se sont également préparé à accueillir des fonds d'investissement islamiques : les premières accueillent une capitalisation (4 milliards de dollars d'actifs en gestion)⁷ du même ordre de grandeur que la Malaisie (5 milliards), le second n'est encore qu'au dixième (500 millions) et l'Irlande a immatriculé en 2012 des fonds de CIMB Islamic, une banque malaisienne qui profite du passeport européen pour être distribuée dans toute l'Union Européenne. Bref, les places financières traditionnelles comme émergentes ont ajouté une offre islamique à leur catalogue.

En regard de cette évolution, les Malaisiens ont constitué à Labuan une zone franche dédiée à la finance *offshore* : avec des marchés de capitaux en devises, des activités de réassurance (y compris le *retakaful* islamique), l'enregistrement de fonds d'investissement, de *holdings* et de *trusts*, la banque privée à destination des individus fortunés. L'endroit n'est pas sans évoquer les paradis des Caraïbes par la combinaison du climat tropical, des grands hôtels sur les plages, de l'absence d'imposition des revenus et (en contrepartie) de l'importance des taxes indirectes, avec une touche islamique en plus⁸. Toutefois Labuan n'a pas changé la hiérarchie des places financières ni même vraiment démarré. Les rapports récents des institutions internationales⁹ insistent, même après une profonde série de réformes en 2010, sur la nécessité de mettre à jour le cadre réglementaire ainsi que la supervision des institutions financières, et de modifier le modèle économique pour l'orienter vers le « business *offshore* traditionnel et les services islamiques pour une clientèle fortunée. » Ce qui est manifestement plus facile à dire qu'à faire.

⁷ Ernst & Young, 2011, p. 37 ; KPMG, 2013, p. 44, semble indiquer que désormais le Luxembourg hébergerait près d'un milliard d'euros d'actifs sous gestion, l'Irlande la moitié environ, tandis que les Caïmans auraient régressé à la troisième place.

⁸ Le *Labuan Islamic Financial Services And Securities Act* de 2010 organise les activités islamiques à côté des activités conventionnelles.

⁹ Banque Mondiale, 2013, p. 16. ; FMI, 2013, p. 31.

Renforcer l'intégration financière internationale

Même si les résultats sont encore modestes, la Malaisie a mis en place les moyens d'un développement symbiotique de ses deux places interconnectées : Kuala Lumpur s'adosse sur Labuan, comme la City s'entourne d'îles paradisiaques (Alderney, Jersey, Man, etc.) parfois mieux armées pour l'optimisation fiscale que pour l'entraide judiciaire internationale ou comme Luxembourg gère les fonds déposés par les clients auprès des banques suisses (Zucman, 2013). La combinaison Kuala Lumpur-Labuan permet des taux d'imposition particulièrement intéressants au regard des pays leaders de la finance islamique, comme en témoigne le tableau suivant.

Tableau 2 — Le régime fiscal des places financières ouvertes aux produits islamiques

	Arabie Saoudite	Bahrain	Cayman	Koweït	Luxembourg	Malaisie
Retenue à la source						
Dividendes	5 %	0 %	0 %	15 %	15 % 0% ¹⁰	0 %
Intérêts	5 %	0 %	0 %	0 %	0%	15 % 0 %
Royalties	15 %	0 %	0 %	0 %	0%	10 % 0 %
Exemption d'impôt sur les parts sociales (actions)						
Dividendes	Non	Non	Oui	Non	Oui	Oui
Plus-values	Non	Non	Oui	Non	Oui	Oui
Nombre de pays signataires de conventions relatives à la double imposition						
Effectifs	8	12	0	41	50	63
En cours	12	3	0	0	22	20

Source : Ernst and Young, 2009.

La signature de conventions fiscales avec de nombreux pays constitue un indice intéressant de la stratégie malaisienne : pour se démarquer des paradis fiscaux dits « non-coopératifs », tandis que le G20 leur a déclaré la guerre en 2008, la Malaisie joue la coopération. Bien que cela soit un peu inattendu quand on entend les discours nationalistes, islamiques et volontiers anti-occidentaux des Premiers ministres successifs, la Malaisie donne des gages évidents de bonne volonté en matière d'intégration financière. Ainsi par exemple, les dispositions impératives du *US Patriot Act*, voté par le Congrès après les attentats du 11 septembre, sont-elles transcrites par l'*Anti-Money Laundering Act* malaisien qui entre en application dès le mois de janvier suivant. Dans le domaine

¹⁰ 0 % pour les actifs détenus par des personnes physiques ou morales résidentes d'un état signataire d'une convention de non-double imposition.

bancaire, Kuala Lumpur accueille l'*Islamic Finance Services Board*, qui constitue le pendant islamique du Comité de Bâle pour la supervision bancaire et s'emploie à traduire les normes financières internationales¹¹ (en particulier en matière de contrôle bancaire, Bâle III, et assurantiel, Solvabilité II) en termes recevables pour un financier islamique. Ainsi les membres du comité charia de la banque centrale malaisienne (*Bank Negara Malaysia*) ne se contentent-ils pas de donner des avis sur les produits, ils ont effectivement travaillé avec l'IFSB à justifier en droit coranique (dans le cadre AAOIFI) les positions du comité de Bâle.

S'il fallait donc caractériser en quelques mots l'insertion de la Malaisie dans la finance internationale, on pourrait dire que ses institutions sont satisfaisantes, mais qu'elles restent d'envergure nationale, en dépit d'une volonté affichée d'internationalisation pour devenir un marché de capitaux d'importance régionale (avec les *sukuk*) ainsi qu'un centre de services financiers islamiques global (en particulier à Labuan). On n'a peut-être pas encore tout vu pour autant.

The Masterplan

Le développement de la finance islamique en Malaisie depuis les années 1980 obéit à une injonction étatique claire. Celle-ci se poursuit en valorisant désormais les produits dérivés de la finance islamique : enseignement supérieur, certification des produits alimentaires et cosmétiques, tourisme...

Un capitalisme néo-étatique

L'impulsion de l'État a joué un rôle évident dans le développement de la finance islamique. Rappelons ici quelques éléments de cette politique, dont Delfolie (2013) a développé la logique d'ensemble, en montrant en particulier le rôle pionnier de l'actuel *Tabung Haji* (cette caisse d'épargne et de prévoyance islamique spécialisée dans le financement des pèlerinages). Dès le début de son mandat, Mahathir a constitué les groupes d'experts qui ont travaillé à préparer l'*Islamic Banking Act* adopté en 1983 puis le *Takaful Act* en 1984 pour l'assurance. Ces deux textes prévoyaient la création d'une entreprise publique (*Bank Islam Malaysia Berhad* puis *Takaful Malaysia Berhad*) bénéficiant d'un monopole de dix ans. À l'issue de cette période, cette entité devait être privatisée : le scénario n'a pas aussi bien fonctionné pour l'assurance que pour la banque et l'État a donc encouragé en 1994 la constitution d'un concurrent (*Takaful Nasional*) avant d'introduire *Takaful Malaysia* en bourse (1996). Entre temps, la loi organisant la banque centrale a été révisée pour lui permettre de superviser efficacement les banques islamiques (1994) et d'édicter des

¹¹ Voir IFSB 2005a ; IFSB 2005b ; IFSB 2009.

normes comptables appropriées (1996). Malgré des turbulences importantes occasionnées par la crise financière asiatique de 1997 et le départ en 2003 de Mahathir, la réforme continue du même pas assuré afin d'accomplir le *Financial Sector Masterplan*. Ce plan décennal, lancé en 2001 a été renouvelé en 2011, après une série de mises à jour législatives concernant le centre financier *offshore* de Labuan¹² et le cadre réglementaire¹³ des activités financières *onsbore*.

Le mode d'action de l'État malaisien, qui légifère, constitue des entreprises et les introduit en bourse¹⁴, désigne clairement un « capitalisme néo-étatique » ; toutefois la classification développée par Streeck et Yamamura (2005) paraît trop moussu pour appréhender les subtilités d'un compromis politique construit autour d'idéaux-types particuliers (Lafaye de Micheaux, 2012 ; Delfolie, 2013.). Au lieu d'islamiser les institutions financières existantes, l'État a fait le choix au début des années 1980 de créer un secteur nouveau, encouragé par les investissements du fonds souverain (Khazanah) comme des entreprises publiques et des incitations fiscales spécifiques pour accélérer ce développement, dont certaines sont temporaires (pour encourager le développement de nouvelles activités) et d'autres permanentes en raison des coûts structurels liés à la finance islamique (Banque mondiale, 2013, p. 9). Ces coûts spécifiques sont d'autant plus élevés que les ressources humaines qualifiées sont rares, aussi l'État agit-il sur l'offre de ces ressources en développant une politique de formation particulièrement visible.

L'investissement dans la formation (et la maîtrise du coût du travail)

La main d'œuvre (très) qualifiée du monde de la finance islamique a généralement commencé sa carrière dans la finance conventionnelle, et on croise donc beaucoup de nationaux (ou de diplômés) européens dans les institutions financières du Golfe, en particulier. La Malaisie a décidé assez tôt d'investir dans l'enseignement supérieur de la finance islamique. Un rapport de la Banque mondiale (2007) décrit la réforme du système éducatif qui s'est ouvert aux échanges étudiants et vit désormais pour la publication. Dans le domaine spécifique qui nous intéresse, la banque centrale a fondé son institution d'enseignement en 2005, l'*International Center for Education in Islamic Finance* (INCEIF) qui contribue à la formation au niveau Master et Doctorat, plus à la certification *Chartered Islamic Finance Professional* ; tandis que le secteur avait créé en 2001 l'*Islamic Banking and Finance Institution Malaysia* (IBFIM), qui délivre des formations qualifiantes de niveau inférieur, en particulier la *Certified Qualification in Islamic Finance*. Ces institutions ont attiré dans leur

¹² Après une série de textes en 1990 comme le *Labuan Business Activity Tax*, l'année 2010 voit une révision complète du cadre légal du centre *offshore* : *Financial Services and Securities Act, Islamic Financial Services and Securities Act, Foundations Act, Labuan Limited Partnerships and Limited Liability Partnerships Act...*

¹³ Mise à jour de l'accord entre la *Securities Commission* et la banque centrale pour réguler les holdings financières en octobre 2012 ; mise à jour du *Financial Services Act* et de l'*Islamic Financial Services Act* en décembre.

¹⁴ Sur le caractère très particulier des « privatisations » malaisiennes, voir Jomo et Tan, 2003.

corps professoral toutes les stars européennes de la finance islamique (Simon Archer, Murat Çizakça, Volker Nienhaus, Rodney Wilson), mais aussi les Iraniens (Abbas Mirakhor), Indiens (Zubair Hasan), Bengalis (Kamaruddin Sharif), bref toute la *Umma* est représentée dans le corps professoral par les éléments les plus brillants. En conséquence, les étudiants viennent du monde entier, et l'INCEIF se projette à l'occasion : depuis 2011, la place de Luxembourg lui a demandé d'organiser deux sessions de formation pour ses officiers afin de développer la cotation de fonds islamiques. Il ne semble pas que la formation supérieure représente à l'heure actuelle un poste significatif de la balance commerciale malaisienne, mais cette fois encore, la stratégie est claire et prometteuse : en formant les cadres de la finance islamique, la Malaisie peut espérer à terme faire baisser les rémunérations et donc les coûts pour améliorer la compétitivité de son industrie nationale, mais aussi exporter ses nationaux dont l'expérience de la finance sera convenablement certifiée par ses institutions *ad hoc*.

Les coûts de main d'œuvre de la finance islamique sont également liés à la rémunération des comités charia. Sur ce point, l'État malaisien s'efforce également d'agir : les instructions de 2004, en subordonnant les comités charia des institutions au comité unique de la banque centrale, confèrent donc à des fonctionnaires malaisiens le pouvoir de juger en appel les décisions des membres des comités charia. Dans le Golfe au contraire, ceux-ci tirent avantage de leur rareté pour cumuler les mandats – jusqu'à quarante (Gintzburger, 2012) et marquer leur indépendance : ils sont devenus de véritables vedettes dont les rémunérations, bien que secrètes, semblent s'être envolées.

De l'alimentation à l'Islamic way of life

Au-delà de l'éducation, le développement de la finance islamique en Malaisie s'accompagne de services dérivés. La certification *halal* est un bon exemple de l'efficacité d'un modèle entièrement intégré (voir aussi Delfolie (2013) pour le versant législatif correspondant) : alors qu'une première norme¹⁵ publiée en 2000 est considérée comme laxiste par les musulmans étrangers, elle est réécrite en 2004 et complétée par une norme de qualité¹⁶. Pour finir, en 2009, la réécriture de MS1500:2009 dispose qu'un « produit ne peut être *halal* que si toute sa chaîne logistique est certifiée MS1900 et financée par des capitaux islamiques à 100 % ». Aussi la norme apparemment la plus élastique sur les conditions d'abattage se révèle-t-elle la plus stricte puisqu'elle oblige à reconstruire toute la chaîne logistique. Dès 2009, Penang est le premier port distingué par le label MS1900, et donc le premier port à pouvoir exporter une nourriture certifiée *halal*. Ainsi, l'intégration des normes financières, logistiques et alimentaire permet en fin de compte d'être

¹⁵ MS1500:2000 : Halal Food – Production, Preparation, Handling & Storage – General Guideline – First Revision

¹⁶ MS1900:2005 : Quality Management Systems - Requirements from Islamic Perspectives

mieux-disant (c'est-à-dire plus strict) que la concurrence qui porte des jugements sur un segment limité de la chaîne.

On voit du coup comment s'oriente la finance islamique à la malaisienne : non pas seulement comme une place financière internationale mais comme le certificateur du financement de l'économie réelle islamique. Comme toujours, la Malaisie se place pour profiter de l'essor d'une classe moyenne islamique à laquelle elle offre des services divers, parmi lesquels le tourisme islamique : au terme d'une étude réalisée par l'agence Crescentrating.com, la Malaisie serait la destination touristique préférée des musulmans. La nouvelle était triomphalement reprise par le *New Straits Times* du 17 janvier 2013 ("Malaysia top choice for Muslim tourists"). Mais là encore, même si on peut manger halal à Kuala Lumpur, le touriste musulman préfère parfois Dubai, plus spectaculaire et frivole avec ses *malls* et ses pistes de ski *indoor*.

Essai d'interprétation

Si la stratégie de la Malaisie paraît désormais assez claire, cette petite enquête sur le développement de son secteur financier islamique nous permet de comprendre un peu mieux la finance islamique et la finance conventionnelle.

Inventer la classe moyenne musulmane

Quand on met en perspective le développement des certifications halal – pour l'alimentation comme pour les cosmétiques, en attendant les *burqinis* et autres articles de consommation – avec l'islamisation de la finance, la perspective qui apparaît est évidemment de répondre aux exigences de la nouvelle classe moyenne islamique. On peut voir dans cette certification des biens de consommation un reflet de la frivolité, voire de la frénésie de consommation, qui s'étale à Dubai ; on peut aussi y voir un prolongement du caractère totalisant de l'islam. Plus qu'une religion, l'islam constitue pour certains, un cadre législatif, une philosophie morale, une théorie esthétique, bref une totalité qui a vocation à régler tous les aspects de la vie. Dès lors ce n'est pas seulement le mode d'abattage des bestiaux qui importe, mais aussi le fait que les capitaux qui ont servi à financer les abattoirs ne servent pas également à financer la guerre ou des activités criminelles, par exemple. Cette démarche totalisante n'est pas si éloignée des considérations occidentales sur la responsabilité sociale d'entreprise. Mais au lieu de manger bio, de s'équiper de biens sûrs et économes en énergie certifiés par des labels distincts, de travailler pour des entreprises socialement responsables et d'investir leur épargne dans des actifs solidaires, les ménages musulmans voudraient un label islamique unique. C'est dans cette voie que s'engage la Malaisie des *Melayu Baru* (Delfolie, 2013). Du côté financier, le même esprit totalisant conduit à

développer des contreparties islamiques à tous les types de produits et de segments de marché existants.

Cette stratégie peut sembler brouillonne. Pourtant le holisme fait sens non seulement du point de vue de la certification islamique, mais aussi pour la construction d'une place financière. En étant les premiers à définir le mode de consommation de la classe moyenne islamique, les Malaisiens font le pari de conquérir des positions durables, à la manière dont le clavier QWERTY, premier arrivé, s'est imposé sur les machines à écrire (David, 1985). Plus précisément, c'est la première norme de consommation « soutenable » qui pourrait s'imposer, d'où la nécessité de déterminer, en même temps que les normes, des coûts qui garantissent la soutenabilité.

Le problème des coûts

Les coûts constituent aujourd'hui le point aveugle de la finance islamique. La nécessité de disposer d'un comité charia augmente sensiblement les coûts de fonctionnement des établissements financiers, même si les honoraires des *ulama* sont tenus secrets par toutes les parties prenantes. L'existence de nombreuses formules concurrentes, la faible normalisation, les dispositifs subtils pour lisser les revenus (compte d'égalisation), la difficulté ou l'interdiction de céder les contrats en cours de vie, le risque de perte de conformité, tout cela augmente de manière évidente les coûts de la finance islamique en comparaison de la finance conventionnelle qui semble avoir bénéficié des apports de Frederick Winslow Taylor et d'Henry Ford réunis. On ne lit évidemment jamais rien¹⁷ sur ce sujet dans les publications qui s'enthousiasment sur la résistance de la finance islamique à la crise et s'étonnent qu'elle ne soit pas déjà mieux implantée en Europe. Evidemment, on peut faire du sur-mesure pour les clients fortunés du Golfe quand ils se déplacent à Genève ou à Londres, mais la marge qu'on peut faire sur les retraités algériens des quartiers Nord de Marseille ne semble pas suffisante pour l'Union des Banques Suisses qui n'a pas daigné y ouvrir d'agence.

En Malaisie, malgré l'encadrement des coûts de « gouvernance charia », malgré trente ans de rationalisation des services de détail, il existe toujours des incitations fiscales pour permettre aux produits financiers islamiques d'être à égalité avec les services conventionnels concurrents. On peut penser que ces subventions ne sont pas qu'un moyen de compétitivité interne, mais qu'elles peuvent aussi décider de la compétitivité externe des services financiers malaisiens dans l'univers

¹⁷ Les économistes ont mené quelques enquêtes sur l'« efficacité productive » des institutions financières islamiques : si les études sur la banque semblent conclure que les banques islamiques ne sont pas significativement moins efficaces que les banques conventionnelles (di Mauro, 2013, p. 41), les travaux sur l'assurance (Ismail *et al.*, 2011 ; Norma, 2013) montrent une infériorité certaine des opérateurs islamiques. Il ne faudrait toutefois pas considérer que cette méthode, qui explique en gros le chiffre d'affaires par les salaires versés, indique précisément les coûts supportés par le client.

très compétitif (s'agissant de la finance) et très protectionniste (s'agissant de la définition toujours locale de l'islam) où la Malaisie essaie de se placer. Peut-être un aspect décisif de la question se joue-t-il dans l'acquisition d'une masse critique, aussi bien du point de vue des consommateurs que des capitaux : la Malaisie aurait alors tout intérêt à coopérer avec ses voisins.

Conclusion

Après l'expérience de la caisse d'épargne des pèlerins (devenue *Tabung Haji*), la Malaisie a développé depuis les années 1980 la finance islamique dans le cadre de la politique d'islamisation initiée par Mahathir. Trente années de développement raisonné, dans le sillage d'un secteur financier conventionnel déjà solide parmi les pays émergents, ont permis à la Malaisie d'apparaître aujourd'hui comme un *leader* crédible pour cette industrie nouvelle. Toutefois, l'expertise technique (manifestée par la présence de l'IFSB, la production de documents de référence par la BNM et d'article de recherche par l'INCEIF) n'est ni tout à fait au niveau des centres financiers *offshore* conventionnels, ni tout à fait légitime pour les musulmans observants (les produits de taux en particulier sont soumis à une critique récurrente). Aussi les importantes liquidités des individus fortunés, comme des banques de dépôt du Golfe, s'emploient-elles plutôt en Genève, à Luxembourg ou à Londres, quand elles s'emploient !

Le secteur financier malaisien constitue donc pour l'heure une place d'intérêt local autant qu'un laboratoire : à l'interface des secteurs islamique et conventionnel, on y développe les activités complémentaires de la finance, comme l'éducation financière supérieure, la certification *halal* de toute la chaîne logistique et les paradis fiscaux complémentaires. Ce déploiement tous azimuts vise la construction d'un avantage comparatif dans l'intégration et la maîtrise de tous les facteurs de coût et d'« islamicité » des produits de consommation courante. Même si leur démarche peut être répliquée (et les monarchies du Golfe rivalisent pour l'installation d'institutions représentatives de la finance islamique comme de centres d'enseignement supérieur), l'avance considérable acquise par les Malaisiens laisse penser qu'ils construisent la valorisation de leur expertise et leur insertion économique régionale. Laquelle demande toutefois confirmation, en attirant les clients étrangers.

Par sa capacité à capter la demande extérieure pour alimenter sa croissance, le secteur de la finance islamique en Malaisie constitue un test de la politique de renouveau islamique, dont les dernières élections ont montré des limites possibles. En contribuant à la balance commerciale du pays comme à sa visibilité internationale, elle offrirait une incarnation de la voie malaisienne vers le développement. Un tel succès serait intéressant au point de vue local, en renforçant le compromis politique dessiné depuis l'indépendance.

Au point de vue global, l'ouverture à tout un peuple d'une voie islamique vers la prospérité matérielle, pour l'instant réservée à une élite idéale, changerait certainement le visage de la *Ummah*.

Bibliographie

BACHA O.I., “The Islamic Inter Bank Money Market and a Dual Banking System: The Malaysian Experience”, MPRA Paper No. 12699, 2009.

www.mpra.ub.uni-muenchen.de/12699/

BANK NEGARA MALAYSIA, *Guidelines on the Governance of Shariab Committee for the Islamic Financial Institutions*, 2004.

www.bnm.gov.my/guidelines/

BANQUE MONDIALE, *Malaysia and the Knowledge Economy: Building a World Class Higher Education System*, 2007.

www.openknowledge.worldbank.org/handle/10986/7861

BANQUE MONDIALE, *Malaysia: Financial Sector Assessment*, 2013.

www.documents.worldbank.org/curated/en/2013/03/17428461/malaysia-financial-sector-assessment

DAVID P., “Clio and the Economics of QWERTY”, *American Economic Review*, LXXV: 2, pp. 332-337, 1985.

DELFOLE D., « Le développement de la finance islamique en Malaisie : l’histoire d’un volontarisme d’État », *Revue de la régulation*, 13, 1^{er} semestre 2013.

www.regulation.revues.org/10067

DI MAURO F. *et al.*, *Islamic Finance in Europe*, ECB Occasional Paper Series, No. 146, June 2003.

ERNST & YOUNG, *Islamic Funds and Investments report. Surviving a Downturn*, 2009.

www.ey.com

ERNST & YOUNG, *Islamic Funds and Investments Report. Achieving Growth in Challenging Times*, 2011.

www.ey.com

ERNST & YOUNG, *World Islamic Banking Competitiveness Report 2013. Growing Beyond DNA of Successful Transformation*, December 2012.

FERNANDO J.M., “The Position of Islam in the Constitution of Malaysia”, *Journal of Southeast Asian Studies*, XXXVII, 2, 2006, pp. 249-266.

FMI, *Labuan, Malaysia: Assessment of the Supervision and Regulation of the Financial Sector. Review of Financial Sector Regulation and Supervision*, 2004.

www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2004/cr04391.pdf

FMI, *Malaysia. Financial Stability Assessment*, January 28, 2013.

www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr1352.pdf

GINTZBURGER A.S., *The shariah report*, Failaka, 2012.

GOMEZ E.T. and JOMO K.S., *Malaysia's Political Economy: Politics, Patronage and Profits*, Cambridge: Cambridge University Press, 1999.

HARDY N., *Finance islamique et renouveau du droit islamique au Moyen-Orient : les contraintes de l'innovation financière pour les juristes-fuqaha*, Thèse de doctorat, EHESS, 2006.

ISLAMIC FINANCIAL SERVICES BOARD, "Capital Adequacy Standard for Institutions (Other than Insurance Institutions) Offering only Islamic Financial Services", December, 2005a.

ISLAMIC FINANCIAL SERVICES BOARD, "Guiding Principles of Risk Management for Institutions (Other than Insurance Institutions) Offering only Islamic Financial Services", 2005b.

IFSB, *Exposure Draft on Standard Solvency requirements for Takaful (Islamic insurance) Undertakings*, 2009.

ISMAIL N., ALHABSHI S.O. and BACHA O., "Organizational form and Efficiency: the Coexistence of Family Takaful and Life Insurance in Malaysia", *Journal of Global Business and Economics*, Vol. 3(1), 2011.

JOMO K.S. and TAN W.S., *Privatization and Re-Nationalization in Malaysia: a Survey*, 2003.

<http://www.unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/un/unpan021546.pdf>

KAHF M., "Islamic Banks: The Rise of a New Power Alliance of Wealth and Shari'a Scholarship", in HENRY C.M. and WILSON R. (eds.), *The Politics of Islamic Finance*, Edinburgh: Edinburgh University Press, 2004.

KPMG, *International Financial Centres Competitive Assessment*, December 2009.

<http://www.difc.ae/>

LAFAYE DE MICHEAUX E., *Malaisie : un développement souverain*, Lyon, Éditions de l'ENS, 2012.

MAINELLI M. and YEANDLE M., *The global financial centres index 1*, City of London, 2007.

www.citybridgetrust.org.uk/

MARTIN-SISTERON H., *Finance islamique et financement de projets en France*, Paris, IRJS Éditions, 2012.

NORMA S., "An Analysis of the Efficiency of Takaful and Insurance Companies in Malaysia: a Non-Parametric Approach", *Review of Integrative Business and Economic Research*, Vol. 1, 2013.

ORDONNEAU P., « *Sukuk* (finance islamique) », *Les Echos*, 29 août 2013.

www.lecercle.lesechos.fr/cercle/abecedaire/s/221178845/sukuk-finance-islamique

OULD MOULAYE ISMAIL M.A., *Valeurs religieuses et critères de choix d'une banque en relation avec la création des banques islamiques en France*, Thèse de doctorat, Université Rennes 1, 2012.

STREECK W. and YAMAMURA K., *The Origins of Non-Liberal Capitalism: Germany and Japan in Comparison*, Cornell University Press, 2005.

REDIMERIO A. and PALMER A., "Will Islamic Finance Play A Key Role In Funding Asia's Huge Infrastructure Task?", Standard & Poor's, 2011.

www.researchandmarkets.com

RESEARCH REPUBLIC, *The Future of Asian Financial Centres: Challenges and Opportunities for the City of London*, City of London, 2008.

www.cityoflondon.gov.uk/economicresearch

ROSLY S.A. and SANUSI M.M., “The Application of Bay Al-inah and Bay Al-Dayn in Malaysian Islamic Bonds: An Islamic Analysis”, *International journal of Islamic financial services*, I, 2, 1999.

ZUCMAN G., *La Richesse cachée des nations. Enquête sur les paradis fiscaux*, Paris : Le Seuil / La République des Idées, 2013.