



Stabilité financière en finance islamique : Une mise à l'épreuve à travers le cas des Sukuks Al Nakheel

JOUDAR Fadoua^{1,2}

Enseignante chercheuse

¹Université Privée de Marrakech, Laboratoire de Management et des sciences économiques et sociales, LAMSES.

Laboratoire de Recherche en économie, Gestion, Management des Affaires, LAREGMA

²Faculté d'économie et de gestion de Settat, Université Hassan I

Résumé: Cet article analyse la stabilité financière des banques islamiques à travers une revue de littérature et une étude de cas. Les résultats mettent en évidence une divergence entre les fondements théoriques et leur application pratique : si la littérature souligne le rôle stabilisateur des mécanismes tels que le partage des risques et l'adossement à l'économie réelle, l'analyse empirique révèle des vulnérabilités en situation de crise. Le cas des Sukuks Al Nakheel illustre que la finance islamique n'est pas totalement immunisée contre les chocs financiers.

Mots-clés: Finance islamique; Stabilité financière; Banques islamiques; Sukuks.

Digital Object Identifier (DOI): <https://doi.org/10.5281/zenodo.20218163>

1. Introduction

La stabilité financière constitue un enjeu majeur pour les systèmes bancaires, en particulier à la suite des crises financières internationales qui ont mis en évidence les limites du modèle financier conventionnel. Dans ce contexte, la finance islamique suscite un intérêt croissant en raison de ses principes fondés sur le partage des risques, l'adossement à des actifs réels et l'interdiction de l'intérêt.

La littérature qui traite la stabilité financière des banques islamiques ne se réduit pas uniquement à l'appréciation des risques encourus par ces établissements, mais elle présente aussi bien les facteurs pouvant expliquer théoriquement la stabilité financière du système financier islamique. En effet, plusieurs travaux mettent en avant des mécanismes intrinsèques susceptibles de renforcer la résilience des banques islamiques, notamment la structure bilancielle, les contrats de partage des profits et des pertes, la qualité des actifs et le lien étroit avec l'économie réelle.

Cependant, malgré ces fondements théoriques prometteurs, plusieurs interrogations subsistent quant à la capacité réelle de la finance islamique à garantir une stabilité financière durable, notamment en situation de crise.

Dès lors, la problématique centrale de cette recherche consiste à analyser dans quelle mesure les mécanismes théoriques de la finance islamique permettent effectivement d'assurer la stabilité financière, et à identifier les limites de leur application dans la pratique.

Pour répondre à cette problématique, cet article adopte une approche théorique basée sur une revue de littérature, complétée par une étude de cas portant sur les Sukuks Al Nakheel, qui ont été au cœur de la crise de la dette de Dubai.

2. Revue de littérature : Les facteurs expliquant la stabilité financière du système financier islamique

La littérature qui traite la stabilité financière des banques islamiques ne se réduit pas uniquement à l'appréciation des risques encourus par ces établissements, mais elle présente aussi bien les facteurs pouvant expliquer théoriquement la stabilité financière du système financier islamique.

2.1. La nature bilancielle des banques islamiques

Dans la théorie, la structure même de la banque islamique a une incidence sur la question de la stabilité financière. En effet, la nature du bilan bancaire et sa composition constituent deux éléments fiables dans l'identification et l'évaluation des risques financiers existants au sein de l'activité bancaire. En effet, la structure des actifs et des passifs représente un indice crédible qui détermine la nature et le poids des risques auxquels est confrontée l'institution bancaire en question.

En effet, le bilan des banques conventionnelles fait ressortir certains aspects à savoir :

- L'actif de la banque conventionnelle est très diversifié, il se caractérise par une forte présence de prêts et de titres négociables. Du côté du passif, les fonds sont cumulés à travers les dépôts, sans tenir en considération l'allocation de ces fonds au niveau de l'actif. Ce qui engendre une dissociation entre l'actif et le passif.

- Le financement des actifs à long terme s'effectue à travers les passifs à court terme, par conséquent la banque fait face à un écart de maturité ce qui décourage les établissements de crédit envers les investissements à long terme.

En ce qui concerne le bilan bancaire islamique, ce dernier se compose d'une part des dépôts à vue et des comptes d'investissement du côté passif, et d'autre part des comptes d'actifs de financement et d'investissement islamiques assimilés aux prêts bancaires conventionnels du côté de l'actif.

D'abord, en matière de risque de désappariement entre l'actif et le passif, la première divergence entre le bilan des deux banques est que le bilan islamique se caractérise par une transmission bilancielle, c'est-à-dire la capacité du bilan islamique à éliminer l'inadéquation entre l'actif et le passif qui se trouve dans un bilan conventionnel, puisque le rendement des dépôts islamiques est associé au rendement des actifs bancaires.

En effet, le système bancaire conventionnel est confronté à des déséquilibres entre l'actif et le passif du bilan bancaire, ce qui a constitué l'une des principales sources d'instabilité lors de plusieurs crises financières. Le danger que révèle cette inadéquation entre actif et passif est principalement lié aux problèmes de liquidités, autrement, lorsque les passifs arrivent à la maturité plus rapidement que les actifs, la banque s'expose aux risques de liquidité. En revanche, ce désappariement bilanciel n'existe pas au niveau de la banque islamique, qui relie l'échéance des dépôts à celles des investissements. Autrement, les dépôts à long terme servent à financer les investissements à long terme. En outre, dans le système financier islamique, les échéances des actifs et des passifs sont supposées être appariées.

Cette absence de déséquilibre bilanciel explique en grande partie la capacité de la banque islamique à être plus stable que son homologue conventionnel. Cet appariement inhérent entre les actifs et les passifs s'explique par :

- Premièrement, la structure et la durée des actifs et des passifs sont intrinsèquement liées par les accords de partage,
- Deuxièmement, le passif contient des fonds qui sont totalement amortis avec un flux de revenu futur sous-jacent,
- Troisièmement, les dividendes destinés aux entreprises et aux institutions financières ne devront être versés qu'après la réception des bénéfices,

- Enfin, le refinancement de la dette ne peut s'effectuer sur la base des intérêts, mais plutôt selon le principe du partage des revenus futurs attendus des actifs.

Or, selon Errico et Sundararajan (2002), les banques islamiques qui opèrent selon le modèle de la Mudarabah à deux niveaux sont toujours exposées au risque d'une inadéquation entre l'actif et le passif parce que :

- Les dépôts à vue sont garantis en valeur de capital et sont remboursables par les déposants au pair et sur demande;
- Les dépôts à vue peuvent être utilisés pour financer des projets d'investissement à plus long terme avec partage des risques;
- Il n'existe pas de réserves obligatoires spécifiques pour les dépôts à vue et les dépôts d'investissement (par rapport aux réserves obligatoires de 100% et de 0% respectivement pour les dépôts à vue et les dépôts d'investissement, prévues dans le modèle à deux guichets).

2.2. Les contrats de partage des profits et des pertes (3P)

Le deuxième facteur s'avérant stabilisateur selon la littérature bancaire islamique, est le partage des profits et des pertes qui se concrétise par les instruments participatifs qu'offrent la banque islamique. Selon cette théorie, il existe un lien endogène qui associe les rendements des fonds aux rendements des actifs bancaires islamiques. C'est ce lien qui constitue la mesure disciplinaire permettant d'assurer la solidité du secteur bancaire et financier. La caractéristique la plus importante de cette mesure, est qu'elle engage la banque à ne pas faire face aux retraits massifs des dépôts en cas de crise, d'où son aspect stabilisateur.

En effet, lorsque le secteur bancaire subit un choc, la valeur des actifs bancaires s'amenuise. De l'autre côté du bilan, la valeur du passif baisse simultanément en raison de la nature participative qui régit les bénéfices des dépôts. Ce mécanisme offre une protection à la valeur nette de la banque. C'est l'explication que développe Ali (2007) pour expliquer la contribution des contrats 3P dans la stabilité bancaire et par conséquent dans la stabilité financière.

Le bilan bancaire islamique dispose d'une spécificité exceptionnelle, en effet du côté passif, il contient des instruments participatifs, tandis que l'actif comprend les produits 3P en plus des produits à caractère commercial tels que la Murabahah. C'est cette particularité du bilan qui lui permet de dresser le lien entre le passif et l'actif.

Selon Ali (2007) cette caractéristique fait en sorte que les banques islamiques soient dotées de plus de résilience que leurs homologues conventionnelles. Par ailleurs, Errico et Sundararajan (2002), eux, confirment qu'en raison de la structure de leurs bilans et du recours à des accords 3P, les banques islamiques sont considérées comme étant mieux placées pour absorber les chocs extérieurs. Ceci se justifie par leurs grandes capacités à réduire la valeur nominale de leurs passifs, notamment, les dépôts d'investissement en cas de pertes financières. Conséquemment, les banques islamiques sont mieux protégées contre le risque de solvabilité qui pourrait arriver à cause de l'inadéquation entre l'actif et le passif comme c'est le cas pour les banques conventionnelles.

En outre, Bourkhis et Nabi (2013) considèrent de leur côté que les banques islamiques sont non seulement confrontées à un risque d'instabilité minimale, mais elles sont dotées de l'habileté de transférer le risque de crédit depuis leurs actifs vers leurs passifs grâce au mécanisme de 3P. Etant donné que ni le capital ni le rendement sur les dépôts d'investissement ne sont garantis, ainsi toute perte qui se produit au niveau de l'actif pourrait être absorbée au passif.

Dans le même sens, Chishti (1985) défend l'idée qui stipule que le financement basé sur le partage des profits et des pertes apporte des dispositifs stabilisateurs inclus dans le processus d'investissement. Le caractère stabilisant des banques islamiques se justifie chez Chishti (1985) par l'absence de l'écart entre les flux de trésorerie et les engagements de paiement. Cet écart est la principale source d'instabilité, il émerge à cause de l'invariabilité des engagements de paiement par rapport à l'incertitude des flux de trésorerie générés par le projet financé.

Tout compte fait, c'est la flexibilité des instruments financiers islamiques tels que les contrats 3P qui permet de produire des outils stabilisateurs incorporés aux projets investis. Autrement dit, la stabilité qu'offrent les produits participatifs est une stabilité endogène au modèle bancaire islamique et de par sa nature et ses fondements²⁰⁴. Chishti (1985) et Iqbal (1997) s'alignent sur cette conclusion.

Khan (1986) trouve beaucoup de similarités entre le modèle bancaire islamique et les réformes du système bancaires qui ont été proposées dans plusieurs pays, afin d'éviter les crises bancaires et financières.

A travers son modèle, Khan (1986) démontre que le système islamique pourrait mieux réagir face aux perturbations financières du secteur bancaire, puisque les chocs que subit l'actif sont aussitôt absorbés par les variations de la valeur des dépôts au niveau du passif. En revanche, dans le système bancaire conventionnel, la valeur nominale des dépôts demeure inchangée. Ces chocs sont capables de créer une discordance entre l'actif et le passif. Autrement, le système bancaire conventionnel se distingue par une intolérance à un ajustement instantané entre l'actif et le passif, et cet aspect peut être responsable de son instabilité.

De ce fait, l'élément stabilisant selon Khan (1986), est le traitement des dépôts par l'intermédiation bancaire islamique qui représentent des participations dont la valeur nominale n'est pas garantie, contrairement au système bancaire conventionnel, dont les dépôts sont garantis par la banque ou par le gouvernement.

Non seulement cette valeur n'est pas garantie, mais elle connaît des fluctuations selon la situation de la banque comme développé par Khan & Mirakhor (1989). Ils ont trouvé que le système financier islamique de par son principe des 3P, est susceptible de réagir efficacement à toute crise bancaire. Si lors d'un choc ayant permis à la valeur réelle des actifs de varier de celle des passifs, la banque est capable d'entraîner une instabilité financière si elle ne peut pas absorber les pertes par ses réserves et ses emprunts.

Contrairement au système islamique basé sur le partage des profits et des pertes, la valeur nominale des dépôts, dans le modèle occidental, est prédéterminée à court terme, de sorte que les changements n'aient pas nécessairement une incidence sur la valeur réelle des capitaux propres, sauf s'il y a un changement parallèle. Cette évolution incite les banques à tenter de retarder la faillite en recourant à des techniques de gestion actif/passif et en augmentant les taux d'intérêt pour garder les dépôts. De telles actions reflètent un comportement myope de la part des banques et peuvent facilement conduire à l'instabilité.

D'autres théories expliquent la stabilité de la banque islamique par le fait que le modèle bancaire islamique décourage à l'exposition excessive aux risques auxquels il apporte une gestion minutieuse grâce au partage de ces risques entre l'apporteur de fonds, la banque et les investisseurs. En d'autres termes, lorsque l'institution bancaire dispose d'une meilleure visibilité sur l'allocation de ses fonds, cela renforce automatiquement sa stratégie de gestion des risques.

Partant du principe que le 3P s'inscrit dans une perspective productive, Khoutem et Nedra (2012) considèrent que les banques islamiques encouragent et stimulent l'investissement dans des secteurs productifs et rentables ainsi par conséquent les contrats 3P réduisent les risques et assurent un meilleur suivi aux projets.

Dans une autre zone de réflexion, Said (2012) part de la règle qui stipule que la diversification du portefeuille permet de réduire les risques. Il considère que cette règle est au cœur du principe du 3P, car la banque islamique encourage la diversification des investissements pour augmenter ses profits et minimiser ses risques, ce qui renforce en conséquence la stabilité des banques dites islamiques.

Par ailleurs Zarqa (1983) suggère que le financement basé sur le partage ne change pas le niveau de risque dans une opération bancaire, mais il disperse les répercussions de ce risque sur toutes les parties qui intègrent le projet financé. C'est-à-dire, que les risques encourus par la banque sont répartis sur un nombre plus large de parties. Ceci implique plus de stabilité pour la banque islamique. Contrairement au financement basé sur les intérêts, qui libère la banque de l'incertitude en la transférant à l'investisseur qui supporte alors seul l'intégralité du risque du projet financé, le financement islamique oblige à chaque partie d'absorber sa modeste part de perte sans perturber le déroulement de ses activités ni manquer à ses obligations.

La même explication a été ensuite apportée par Chong et Liu (2009) qui affirment que théoriquement les banques islamiques sont mieux placées que les banques conventionnelles pour absorber les chocs externes, car les pertes financières de la banque sont en grande partie absorbées par les déposants, puisque l'actif et le passif sont intégrés, dans le sens où les emprunteurs partagent les profits et les pertes avec les banques, qui à leurs tours partagent les profits et les pertes avec les déposants.

Swartz et Itumeleng (2015) ne se contentent pas de considérer qu'un système basé sur la participation est stable, mais croient fortement qu'il existe certaines situations dans lesquelles le système islamique de 3P est susceptible de s'ajuster précipitamment face aux chocs et ce à travers le paradigme de 3P.

2.3. La qualité des actifs bancaires islamiques

La qualité des actifs constitue l'un des déterminants de la solidité des banques. Elle reflète l'importance du risque de crédit existant ou potentiel lié aux portefeuilles de prêts, ainsi qu'aux transactions hors bilan.

Ainsi, Sakti et Mohamad (2018) supposent que la stabilité des banques islamiques, et en particulier les grandes banques, peut être expliquée par la qualité de leurs actifs.

Il apparaît que les banques islamiques disposent d'une meilleure qualité des actifs en raison de leurs détentions de plus de fonds propres en termes de dépôts d'épargne et d'investissement, de moins de provisions pour pertes sur prêts et des prêts non performants que les banques conventionnelles.

Dans la même ligne de réflexion, Beck, Demirgüç-Kunt & Merrouche (2013), constatent que les banques islamiques disposent d'une capacité d'absorption de choc plus importante grâce à leurs meilleures qualités d'actifs. Ce qui évite leurs désintermédiations bancaires principalement pendant les crises contrairement aux banques classiques.

En effet, cette meilleure qualité des actifs bancaires islamiques s'explique par deux raisons majeures :

- Premièrement, les banques islamiques proposent des accords 3P qui n'obligent pas l'investisseur à présenter de garanties dans la finalité de réduire le risque de crédit (Bourkhis et Nabi, 2013).
- Deuxièmement, pour les accords basés sur la dette, le prêt émis ne peut ni être vendu ni transféré à un tiers, car la finance islamique interdit la vente de dette (Ahmed 2009).

Ainsi, ces interdictions permettent à la banque de subir une part du risque inhérent à l'opération en question et, par conséquent, en raison de son implication dans ces transactions; la banque procède à un suivi rigoureux des risques (Ahmed, 2009).

Par ailleurs, pour comparer la qualité des actifs bancaires islamiques à celle des banques conventionnelles, Hassoune (2003) dresse l'hypothèse qui stipule que les deux types de banques détiennent la même structure des actifs, et par conséquent elles sont exposées aux mêmes risques et les gèrent de la même manière notamment le risque de crédit et le risque de marché. En effet, rares sont les informations sur des actifs douteux des banques islamiques, ce qui rend la comparaison un peu difficile. Néanmoins, certains éléments peuvent apporter des explications.

De là, les arguments en faveur de la qualité des actifs bancaires islamiques demeurent d'ordre endogène à la nature de cette intermédiation.

Premièrement, Hassoune (2003) trouve que l'interdiction de la spéculation laisserait comprendre que les banques islamiques n'ont pas un véritable penchant pour le risque de marché. De plus, l'implication des institutions bancaires islamiques dans les projets financés à travers les produits de participation tels que la Musharakah et la Mudarabah, permet de superviser le risque de défaut minutieusement.

2.4. Le lien entre la sphère financière et l'économie réelle

Au cours de ces dernières années, les pays occidentaux se sont intéressés de plus en plus au secteur des services. Ainsi, les acteurs financiers préfèrent se focaliser sur ce qui va se passer dans le monde réel en misant sur les profits et les rendements des entreprises, plutôt que d'opérer dans le monde réel. Dès lors, la sphère financière représente une sorte d'économie qui se trouve conjointement avec l'économie réelle mais qui ne crée rien de réel. Concrètement, l'économie réelle comporte les biens physiques tels que les logements, les véhicules et les terrains etc... C'est-à-dire tous les biens matériels pouvant faire objet d'échange, de location et de vente, et dont la création provient d'un effort effectif.

Toutefois, l'économie financière quant à elle, se compose de papier échangeable dont la valeur financière dépend de l'estimation que les gens lui attribuent sans l'intermédiation d'aucun actif tangible. Aujourd'hui, l'économie financière compte plus que l'économie réelle, ce qui a permis de créer un grand écart entre les deux sphères notamment les marchés financiers dont les investisseurs ne cherchent plus à encaisser les dividendes mais à profiter des hausses considérables des prix. D'où l'expansion des transactions spéculatives nuisantes à l'activité économique.

La crise financière des subprimes constitue la preuve formelle, dans ce sens qu'elle a démontré le rôle déstabilisateur de l'écart entre la sphère financière et la sphère économique réelle. La réduction de cet écart serait donc judicieuse pour maintenir la stabilité financière.

En effet, la théorie bancaire islamique soutient la capacité de la banque islamique à établir une connexion entre la sphère financière et l'économie réelle, et ceci grâce à l'adossement à des actifs tangibles.

De ce fait, les banques islamiques sont donc une sorte d'intermédiation entre les deux sphères, ce qui permet aux flux financiers d'être équivalents aux besoins de financement des flux réels de biens et services.

Contrairement au secteur financier conventionnel, la finance islamique promeut l'aspect productif de ses opérations afin de servir l'économie réelle, et ceci grâce aux produits qu'elle propose et qui s'inscrivent dans la perspective de la création d'activité économique productive. Ceci représente l'argument avancé par Chapra (2008) pour prouver la stabilité de la banque islamique et sa capacité à atténuer la sévérité et périodicité des crises financières.

En effet, l'apport du modèle islamique au niveau de l'économie réelle, se traduit par l'obligation chariatique qui exige que toute opération financière islamique devrait être justifiée par des actions productives. Cette restriction assure un lien étroit entre la sphère financière et réelle.

Selon Chapra (2008), l'expansion de la dette est nécessaire au fonctionnement de tout système financier, toutefois, elle ne devrait pas servir à des fins spéculatives non productives. D'où la spécificité de la banque islamique qui est capable de créer la dette par le biais de la vente ou de la location des biens matériels selon les instruments qu'elle offre. Ce processus empêche que le volume de la dette dépasse la taille de l'économie réelle et permet de libérer un volume important de ressources financières pour le secteur réel.

Dans la même réflexion, Hamza & Guermazi-Bouassida (2012) expliquent que le processus créatif de dette dans la banque islamique, stipule que le bien physique acquis ou mis en location soit gardé en possession de la banque puis transmis au client. Ainsi, l'accroissement des actifs réels permet l'augmentation des actifs financiers, ce qui permet de réduire la déconnexion entre la sphère financière et l'économie réelle grâce à certaines interdictions au niveau de la finance islamique tels que l'interdiction de la vente de ce que l'on ne possède pas, de la titrisation et du rééchelonnement de la dette avec des taux d'intérêt.

Tandis que l'intermédiation conventionnelle est largement basée sur la dette et permet le transfert de risques, l'intermédiation islamique, en revanche, est basée sur les actifs et se concentre sur le partage des risques. Selon Hasan et Dridi (2010) outre le fait qu'elle offre aux banques islamiques des tampons supplémentaires, ces caractéristiques font que leurs activités sont plus étroitement liées à l'économie réelle et tendent à réduire leur contribution dans l'apparition des bulles.

2.5. L'absence de l'effet de levier

La crise des subprimes révèle explicitement comment un effet de levier excessif pourrait induire à l'instabilité financière. En effet, avant la crise, l'effet de levier a connu une hausse très remarquable grâce à une forte croissance économique.

Dans les économies développées, la situation bilancielle des banques a éclaté, entre autres les trois grandes banques islandaises ont enregistré une forte variation d'actifs, de manière à ce que le total d'actif est passé de 100% du PIB en 2004 à plus de 900% du PIB à la fin de 2007. Il en va de même pour l'Irlande dont les actifs ont atteint 400% du PIB en 2008.

Dès lors l'effet de levier des institutions bancaires a fragilisé le système bancaire car il a réduit la capacité des institutions financières à absorber les pertes mêmes les plus imperceptibles, ce qui a impliqué de larges instabilités financières.

Toutefois, dans la finance islamique, l'endettement avec des taux d'intérêt n'existe pas, et par conséquent l'effet de levier est absent (Kayad et Hassan, 2011). Théoriquement, cette absence devrait amener à moins de faillite.

A ce stade, cette revue de littérature n'essaie pas de laisser entendre que le système islamique est toujours plus stable ou que les systèmes bancaires traditionnels sont nécessairement instables. Tout ce que cela suggère, c'est qu'il peut y avoir des situations dans lesquelles un système financier islamique peut s'adapter relativement plus rapidement aux chocs que le système traditionnel.

3. Méthodologie

Cette recherche adopte une approche analytique à dominante théorique, combinant une revue de littérature académique et une étude de cas. L'objectif est d'analyser les mécanismes explicatifs de la stabilité financière des banques islamiques, tout en confrontant ces fondements théoriques à une situation réelle de crise.

3.1. La stabilité de la finance islamique mise à l'épreuve : Cas des Sukuks Al Nakheel

Malgré la présence des mécanismes stabilisateurs de la finance islamique, cette dernière a subi un coup mémorable selon plusieurs analystes. Dont le principal acteur étant les Sukuks, qui sont amplement utilisés dans les Emirats Arabes Unis.

L'affaire remonte à 2006, lorsque Al Nakheel, branche immobilière de l'entité Dubai World, avait accompli la plus grande opération d'émission de Sukuk dans l'histoire de la finance islamique. A cette époque, les placements islamiques étaient en plein essor.

Toutefois, tout a commencé suite à l'effondrement du secteur immobilier Dubaïote en 2008, lorsque les prix de l'immobilier ont chuté d'environ 40% de leurs valeurs en 2009.

Durant la même année, Al Nakheel fait face à un défaut de paiement d'environ 4 milliards de dollars américains. Ce montant était destiné à couvrir les obligations de la dette de Dubai World, comprenant des Sukuks de Al Nakheel.

En effet, ces Sukuks devaient arriver à l'échéance en Décembre 2009, ce retard de remboursement fut l'une des principales inquiétudes du conglomérat émiratie.

Ainsi, face à ce dilemme, Dubai World a demandé la restructuration de sa dette atteignant les 26 milliards de dollars. Cette demande a entraîné plusieurs perturbations au niveau des marchés financiers et a été connue sous le nom de la crise de la dette de Dubai.

La décision gouvernementale du rééchelonnement des paiements a immédiatement conduit Moody's et Standard & Poors à déclasser fortement les Sukuks. Ceci a permis de semer la panique parmi les détenteurs de Sukuks et de réduire la confiance vis-à-vis de ce système d'investissement.

Conséquemment, plusieurs chercheurs ont désigné les Sukuks coupables dans la crise de Dubai, et ont considéré qu'ils ont soumis cette industrie à un véritable test de solidité et de stabilité. Ils sont même allés jusqu'à reconnaître cette affaire comme étant un effondrement typique de la finance islamique.

Toutefois, d'autres analystes croient que les Sukuks n'étaient pas le véritable problème dans la crise de Dubai, mais il y'a eu plutôt une abondance en termes d'utilisation des instruments financiers islamiques, ce qui a créé une situation dans laquelle les entreprises étatiques de Dubai ont généré plus de dettes qu'elles ne pouvaient en supporter.

D'autant plus que le montant dû sur les Sukuks ne représentait que 6 à 7% du total des fonds concernés.

A la fin de l'année 2009, le voisin riche en pétrole Abu Dhabi, a accordé à Dubai, grâce à un plan de soutien, un prêt de 10 milliards de dollars pour rembourser une partie de sa dette. Cette intervention était bien réfléchie, en raison du risque de contagion qu'il pourrait y avoir entre les sept émirats, puisque toute amplification de la crise aurait touché les autres émirats.

3.2. Résultats

L'analyse du cas des Sukuks émis par Nakheel met en évidence plusieurs résultats importants relatifs à la stabilité de la finance islamique.

Premièrement, ce cas révèle que les instruments de la finance islamique, notamment les Sukuk, ne sont pas totalement immunisés contre les risques de défaut. En effet, malgré leur adossement théorique à des actifs réels, la chute du marché immobilier à Dubai a directement affecté la capacité de remboursement de l'émetteur.

Deuxièmement, l'étude montre que la stabilité financière dépend fortement du contexte économique global. L'effondrement du secteur immobilier a entraîné une dégradation rapide de la situation financière de Dubai World, ce qui a eu des répercussions sur l'ensemble des instruments financiers associés.

Troisièmement, les résultats mettent en évidence l'importance de la perception des investisseurs. Le déclassement des Sukuks par les agences de notation telles que Moody's et Standard & Poor's a provoqué une perte de confiance

significative, entraînant des comportements de panique similaires à ceux observés dans les systèmes financiers conventionnels.

Enfin, ce cas montre que l'accumulation excessive de dettes, même sous forme d'instruments conformes à la finance islamique, peut engendrer des déséquilibres financiers importants. Le recours massif aux Sukuks par les entités publiques de Dubai a contribué à une situation de surendettement difficilement soutenable.

3.3. Discussion

Les résultats de cette étude de cas permettent de nuancer les conclusions théoriques relatives à la stabilité de la finance islamique.

D'une part, ils confirment que certains mécanismes fondamentaux de la finance islamique, tels que l'adossement aux actifs réels, n'éliminent pas totalement les risques financiers. En effet, dans le cas étudié, la dépendance à l'économie réelle s'est traduite par une transmission directe du choc immobilier vers le système financier.

D'autre part, ce cas met en évidence un écart entre les fondements théoriques et la pratique. Alors que la littérature met en avant le partage des risques comme un facteur de stabilité, la crise montre que les structures financières peuvent, dans certains cas, reproduire des dynamiques proches du système conventionnel, notamment en situation de stress.

Par ailleurs, deux interprétations peuvent être dégagées. La première considère que les Sukuks constituent en eux-mêmes une source de risque. La seconde, suggère que ce sont les conditions d'utilisation de ces instruments qui sont à l'origine de l'instabilité observée.

Ce cas souligne également l'importance des facteurs institutionnels et de gouvernance. La gestion de la dette par Dubai World, ainsi que la nécessité d'une intervention publique via le soutien d'Abu Dhabi, montrent que la stabilité du système ne dépend pas uniquement des principes financiers, mais aussi de la qualité de la gestion et de la régulation.

Enfin, ces résultats confirment le gap identifié dans la littérature, notamment l'écart entre les avantages théoriques de la finance islamique et leur mise en œuvre effective. Ils mettent en évidence la nécessité d'une approche plus intégrée prenant en compte les interactions entre les mécanismes financiers, les conditions de marché et les facteurs institutionnels.

4. Conclusion

Cet article avait pour objectif d'analyser les fondements théoriques de la stabilité de la finance islamique à travers une revue de la littérature, tout en confrontant ces mécanismes à une réalité empirique à travers le cas des Sukuks Al Nakheel.

La littérature qui traite la stabilité financière des banques islamiques ne se réduit pas uniquement à l'appréciation des risques encourus par ces établissements, mais elle présente aussi bien les facteurs pouvant expliquer théoriquement la stabilité financière du système financier islamique. En effet, plusieurs éléments ont été identifiés comme étant des facteurs de stabilité, notamment la structure bilancielle des banques islamiques, les contrats de partage des profits et des pertes, la qualité des actifs, le lien avec l'économie réelle ainsi que l'absence d'effet de levier.

Cependant, l'analyse critique de la littérature a permis de mettre en évidence l'existence de plusieurs limites, notamment un écart entre les fondements théoriques et leur application pratique, des résultats empiriques parfois divergents, ainsi qu'un manque d'approche intégrée des mécanismes de stabilité.

REFERENCES

- [1] Akhtar, S., Aziz, Z. A., Hefner, R. W., Thani, N. N., Venardos, A., Vogel, F. E., & Warde, I. (2008). Understanding Islamic finance: Local innovation and global integration. *Asia Policy*, 6(1), p.4
- [2] Ali, S. S. (2007). Financial distress and bank failure: Lessons from closure of Ihlas Finans in Turkey. *Islamic Economic Studies*, 14(1), p.4
- [3] Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Merrouche, O. (2013). Islamic vs. conventional banking: Business model, efficiency and stability. *Journal of Banking & Finance*, 37(2), p.347
- [4] Bourkhis, K., & Nabi, M. S. (2013). Islamic and conventional banks' soundness during the 2007–2008 financial crisis. *Review of Financial Economics*, 22(2), p.69
- [5] Chapra, M. U. (2008). The global financial crisis: can Islamic finance help minimize the severity and frequency of such a crisis in the future. Paper presented at the Islamic Development Bank Forum, p.15
- [6] Chishti, S. (1985). Relative stability of interest-free economy. *Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics*, 3(1), p.8
- [7] Chong, B. S., & Liu, M. H. (2009). Islamic banking: interest-free or interest-based?. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17(1), p.126
- [8] Errico, L., & Sundararajan, V. (2002). Islamic financial institutions and products in the global financial system: Key issues in risk management and challenges ahead. *IMF Working Paper*, p.25
- [9] Ghassan, H. B., & Krichene, N. (2017). Financial stability of conventional and Islamic banks: A survey. *MPRA Paper No. 82372*, p.7
- [10] Hamza, H., & Guermazi-Bouassida, S. (2012). Financement bancaire islamique: une solution éthique à la crise financière. *La Revue des Sciences de Gestion*, (3), p.164
- [11] Hasan, M., & Dridi, J. (2010). The effects of the global crisis on Islamic and conventional banks: A comparative study. *IMF Working Paper WP/10/201*, p.33
- [12] Hassan, A. (2009). The global financial crisis and Islamic banking. *The Islamic Foundation, UK*, p.2
- [13] Hassoune, A. (2003). La solvabilité des banques islamiques: forces et faiblesses. *Revue d'économie financière*, p.4-5
- [14] Iqbal, Z., & Mirakhor, A. (2011). An introduction to Islamic finance: Theory and practice (Vol. 687). *John Wiley & Sons*, p.144
- [15] Khan, M. S. (1986). Islamic interest-free banking: a theoretical analysis. *Staff Papers*, 33(1), p.19
- [16] Khan, M. S., & Mirakhor, A. (1989). The financial system and monetary policy in an Islamic economy. *Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics*, 1(1), p.92
- [17] Khoutem, B. J., & Nedra, B. A. (2012). Islamic participative financial intermediation and economic growth. *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, 3(8), p.52
- [18] Njima, N. E. B., & Zouari, S. M. (2012). Enjeux et opportunités du développement de la finance islamique en Tunisie. *Journal of Academic Finance*, (2), p.10
- [19] Said, A. (2012). Efficiency in Islamic banking during a financial crisis: an empirical analysis of forty-seven banks. *Journal of Applied Finance & Banking*, 2(3), p.164
- [20] Sakti, M. R. P., & Mohamad, A. (2018). Efficiency, stability and asset quality of Islamic vis-à-vis conventional banks: Evidence from Indonesia. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, p.382
- [21] Swartz, N. P., & Itumeleng, O. O. (2015). Profit and loss sharing as an offshoot for bank stability: A comparative analysis. *International Journal of Business, Economics and Management*, 2(3), p.73
- [22] Zarqa, M. A. (1983). Stability in an interest-free Islamic economy: A note. *Pakistan Journal of Applied Economics*, 2(2), p.186