
LE SYNDROME DU SURENDETTEMENT ET L'EFFICACITE DE L'INVESTISSEMENT DANS LE CADRE ANALYTIQUE DE LA FINANCE ISLAMIQUE

Anani Nourredine MENSAH¹

Résumé: *L'article relève le facteur gouvernance comme une contrainte majeure de la croissance et donc du développement économique dans les pays en développement engagés dans les initiatives PPTTE. Cette contrainte qui procède de la finance conventionnelle repose sur le paiement du taux d'intérêt et donc l'obligation du service de la dette sans aucun préalable de contrôle de sa gestion. Pour le modèle de la finance islamique, le préalable de rendement est une alternative équitable et efficace dans la mesure où il fait intervenir une tierce personne jouant le rôle de manager entre les parties impliquées dans le projet d'investissement. Une telle ingénierie permet de mieux rentabiliser la dette contractée étant donné l'asymétrie d'information entre les parties.*

Mots clés: *remise de dette, PPTTE, développement, gouvernance, asymétrie d'information, finance islamique.*

Abstract: *The paper finds that governance is a major constraint to growth and development in Highly Indebted Poor Countries (HIPC). This constraint stems from mechanisms of conventional finance relative to interest and debt service payments and which shows no regard for monitoring and management issues. This study proposes the Islamic finance model as an efficient and equitable alternative with the intervention of a third party playing the role of manager between the parties in an investment project. Such an interface is helpful because it enhances the profitability of the debt in this environment characterized by asymmetric information.*

Keywords: *Debt relief, HIPC, development, governance, asymmetric information, Islamic finance.*

¹ Enseignant-chercheur. Faculté des Sciences Economique et de Gestion - Université de Lomé. BP 1515, Lomé, TOGO. E-mail : Nourredine_mensah@yahoo.com

Introduction

L'incapacité du Mexique à payer sa dette en 1982 est l'événement qui marqua le début de la crise de la dette dans les pays en développement. Pour éviter un effet d'imitation, divers programmes de remise de dette bilatérale et multilatérale et de restructuration furent introduits dans les années suivantes. La plupart des programmes de restructuration des années 80 comme le Plan Baker et le Plan Brady avaient renfloué les créiteurs du secteur privé et permis aux banques commerciales d'amortir certaines dettes les rééchelonnant, les convertissant en obligations (obligations Brady) ou les vendant aux institutions financières internationales. Il a été dit que le but principal de ces plans est d'éviter une crise financière en Occident (Pettifor and Greenhill, 2002). Mais le succès du Plan Brady relève de son adéquation au problème de la dette des pays à revenu intermédiaire vers lequel il était dirigé (Arslanalp and Henry, 2005). Il n'était pas conçu pour améliorer la situation de la dette sans cesse critique des PPT. Par ailleurs, le Club de Paris au début des années 90, les Accords de Londres en 1991 ainsi que ceux de Cologne en 1999 ont accepté d'élever le niveau d'annulation de la dette jusqu'à 90 % et même plus si nécessaire pour les pays les plus pauvres.

Ainsi, durant la dernière décennie, les pays en développement ont obtenu une remise de dette d'un montant global de plus de 50 milliards de dollars. L'année 2007 est marquée par l'expression de la volonté du G8 de réduire davantage dans l'avenir la dette du monde en développement (G8, 2007). L'un des objectifs des programmes de remise de dette est de réduire la dette extérieure des pays pauvres très endettés (PPT) à un niveau 'soutenable'. Ceci permet de rétablir la confiance des bailleurs. L'allègement du fardeau de la dette de ces pays vise à encourager leur capacité d'investissement et donc de croissance et de développement économique. Il y a eu de grandes attentes dans le cadre des initiatives du FMI et de la Banque Mondiale en 1996 et 1999 pour libérer des ressources en faveur des pays pauvres. Nous estimons ici que de telles initiatives doivent intégrer la question de l'efficacité des dettes contractées dans le cadre des projets de financement.

Selon les principes de la finance classique ou conventionnelle, tout débiteur doit rembourser sa dette (capital et intérêt). Ces paiements sont déterminés avant l'exécution du projet (ex ante). Dans ces conditions, l'emprunteur est le seul à être rémunéré ex post, après l'exécution du projet. Or en finance islamique, il n'y a pas de débiteur ni de créancier. Les partenaires (apporteur de monnaie et gestionnaire) sont co-exécutants du projet. Si le projet ne génère pas de bénéfice, aucun des exécutants ne sera rémunéré. On estime que dans l'optique de la finance islamique, les projets sont mieux étudiés de sorte que chaque partenaire supporte un risque, et, l'exécution du projet est plus efficace. Cette inefficacité relative de la finance classique relève de la rémunération ex ante du prêt, ce que rejette la finance islamique. Si le financement du projet repose sur le principe de rémunération ex post de toutes les parties impliquées et que ces dernières cogèrent les projets, la responsabilité de la gestion des projets serait partagée et les projets devraient avoir plus d'efficacité.

A l'échelle des pays, les différentes mesures de remise de dette initiées par le FMI et la BM intègrent dans leurs conditionnalités la question de gouvernance et de mise en œuvre de politiques adéquates. La finance conventionnelle exigeant le paiement de l'intérêt comme rémunération du capital prêté, le coût du capital ou service de la dette

hypothèque sérieusement la croissance et le développement économique. Une telle situation est aggravée particulièrement par la corruption qui caractérise les pays en développement. Il y a lieu d'imaginer plus de contrôle dans la gestion des fonds empruntés pour plus d'efficacité des investissements.

Notre préoccupation est de voir si les principes de la finance islamique n'offriraient-ils pas plus d'efficacité que ceux de la finance conventionnelle ou classique ? De manière spécifique, c'est de montrer que, dans un contexte de mauvaise gouvernance, la finance conventionnelle n'offre pas de garantie suffisante pour l'efficacité du capital investi et ensuite que la finance islamique offre plus de garantie et de transparence pour la rentabilité de l'investissement.

Notre approche méthodologique repose sur une analyse hypothético-déductive qui consiste à déterminer à partir de la littérature existante des éléments de réponse au problème posé.

En conséquence, dans la première section l'examen des déterminants politiques et économiques d'une remise de dette aux pays pauvres très endettés conduit à déceler le rôle que joue la qualité de la gouvernance dans la répartition des remises de dette entre les pays en développement. Le problème de gouvernance ainsi relevé semble être résolu par le modèle de la finance islamique prônant l'ingérence d'une tierce personne entre les parties impliquées dans le financement d'un projet, étant donné l'existence d'une situation d'asymétrie d'information.

1. Les déterminants de remise de dette

Ici, les bases théoriques des déterminants de la remise de dette seront présentées, couvrant des questions importantes telles que le surendettement, la performance de croissance, les déterminants politiques et la qualité de gouvernance. La revue des études empiriques permettra d'apprécier comment les gouvernements des pays créditeurs tiennent compte de la qualité institutionnelle et de gouvernance des pays débiteurs pour l'octroi des remises de dette.

1.1. Le syndrome du surendettement

Le 'syndrome stipule que les pays hautement endettés bénéficient très peu des rendements sur tout investissement additionnel en raison de l'obligation du service de la dette. Les obligations de grosse dette peuvent être appréhendées comme une taxe élevée sur l'investissement, les réformes de politique et le développement car une part significative des gains de l'ajustement économique revient aux crédateurs étrangers et non au pays lui-même. Essentiellement, plus la dette extérieure est élevée, plus élevés sont les coûts d'opportunité des sacrifices présents en terme de croissance économique future. C'est la base de l'hypothèse de la courbe de dette de Laffer qui renvoie à la relation entre l'ampleur de la dette d'un pays et la valeur des remboursements. La valeur nette actuelle des remboursements de dette augmente avec la valeur nominale de la dette globale jusqu'à un certain seuil. Au-delà de ce niveau d'endettement, une valeur nominale plus élevée de dette est associée à des efforts d'investissement plus faibles, une croissance économique plus faible et par conséquent une valeur nette actuelle plus faible du service de la dette. Les crédateurs pourraient alors offrir une

remise de dette aux pays ayant des montants élevés de dette extérieure en vue de réduire les obligations futures de dette. Ceci peut accroître la part des gains additionnels provenant des ajustements économiques allant au pays débiteur et créant ainsi des incitations à opérer ces ajustements (Corden, 1991). Cette stratégie finirait en une situation de gagnant-gagnant en diminuant non seulement le fardeau de la dette des débiteurs mais aussi en augmentant les remboursements futurs aux créiteurs. Le syndrome de la dette exorbitante est aussi supposé déprimer la croissance en augmentant l'incertitude des investisseurs privés à propos de l'action gouvernementale menée en vue de satisfaire les obligations du service de la dette telle qu'une hausse soudaine de l'offre de monnaie qui occasionne l'inflation (Clements, Bhattacharya and Nguyen, 2005) ou qui fausse les politiques fiscales futures.

Malgré les résultats mitigés, la littérature empirique (Deshpande, 1997 ; Patillo, Poirson et Ricci, 2002 ; Bhattachariya and Clements , 2004 ; Imbs and Ranciere, 2005) soutient l'hypothèse du syndrome de dette exorbitante avec des parts de dette fluctuant entre 100 et 170 % des exportations ou entre 35 et 60 % du PIB. Cependant, en cas de transfert net de ressources positivement lié au niveau d'endettement des pays, les effets d'incitation ou non pour l'investissement ou le remboursement de crédit peuvent aller en sens inverse (Bird and Milne, 2003 ; Marchesi et Missale, 2004 ; Bulow et Rogoff, 2005). Il en ressort le prêt défensif comme motivation principale des donateurs internationaux.

Ces résultats contredisent l'hypothèse du syndrome de surendettement : les pays qui augmentent leur capacité (et désir) de payer vont recevoir très peu de transferts futurs de ressources. Les résultats de Cordella, Ricci et Ruiz-Arranz (2005), de Birdsall, Claessens et Diwan (2002) soutiennent cette hypothèse et trouvent que l'endettement des PPTe en général et des pays africains au Sud du Sahara n'affecte ni les investissements ni la croissance. Une explication est que les pays à revenu faible très endettés bénéficient le plus de transferts de ressources fournis par les donateurs.

1.2. Remise de dette et croissance économique

Une question connexe traite de l'efficacité et de l'efficience de la remise de dette. Puisque l'évidence théorique et empirique suggère que des fardeaux énormes de dette tendent à être associés à de faibles investissements et une faible croissance économique, notamment dans des pays à faible revenu, la remise de dette devrait avoir un effet stimulant sur l'investissement et le développement économique. Berthelemy (2004), dans le cadre analytique PPTe, montre qu'une plus grande part des opérations de remise de dette sera réservée à des dépenses sociales dans des pays ayant initialement une mauvaise gouvernance. Dans les pays où initialement la qualité de la gouvernance est bonne, l'initiative PPTe est censée accroître les incitations aux réformes politiques si la remise de dette réduit une énorme dette existante. Cette justification de remise de dette semble être tout à fait convaincante à première vue. Cependant, la littérature empirique sur les avantages tirés de la remise de dette est ambiguë. Puisque la réduction de la dette multilatérale est partiellement financée par les donateurs bilatéraux (par leur contribution aux fonds multilatéraux) et ce financement vient habituellement du même réservoir politique (notamment le budget

d'aide des donateurs) il devrait exister un arbitrage entre remise de dette et assistance officielle de développement (Birdsall et al., 2002). En analysant un panel de 52 pays en développement sur la période 1982-1999, Marchesi et Missale (2004) trouvent une corrélation négative significative entre l'annulation de la dette et les dons bilatéraux qui relèvent d'une substitution de la réduction de dette pour les transferts d'aide. Une telle éventualité peut réduire le montant des transferts de ressources disponibles à tous les pays à faible revenu. Ndikumana (2003) ne trouve pas de relation directe entre le volume de dette annulée et le volume de l'ODA (aide publique au développement) déboursé, alors que Hernandez et Katada (1996) trouvent un léger effet d'éviction entre la dette remise ODA et les nouveaux prêts provenant de ressources bilatérales.

Dans ces pays, l'initiative PPTe n'est pas supposée fonctionner ; non pas à cause du canal d'incitation indirecte proposé par la théorie de la dette excessive, mais en raison du lien direct entre remise de dette PPTe et l'engagement requis de réduction de la pauvreté.

Toutefois, Clements et al. (2005), utilisant des données sur 55 pays à faible revenu sur la période 1970-1999, trouvent que de grands fardeaux de dette n'ont pas sérieusement gêné l'investissement public dans les pays à faible revenu et que la remise de dette a conduit à une consommation publique plus grande dans la plupart des cas, plutôt qu'à l'investissement qui aurait contribué à une croissance économique future. Et si seulement une petite partie de la dette est canalisée en investissement public, l'impact sur la croissance sera modéré dans le meilleur des cas. Patillo, Poirson et Ricci (2004) soutiennent aussi qu'il existe une relation entre la remise de dette et la croissance dans les PPTe, mais que la situation politique et économique c'est-à-dire la qualité de la gouvernance dans l'échantillon de pays devrait être prise en compte.

A cet effet, Arslanalp et Henry (2006) n'espèrent pas que la remise de dette s'occupe du problème fondamental des institutions économiques inappropriées qui entrave l'investissement et la croissance dans les pays les plus pauvres du monde. Selon leur opinion, l'approche de remise de dette est peu efficace.

En considérant ces recherches théoriques et empiriques, les fardeaux de dette élevée semblent d'un côté nuisibles à la croissance économique dans les pays à faible revenu. De l'autre côté, en raison du rôle crucial (1) de la qualité de gouvernance (2) des transferts nets (notamment à travers l'aide bilatérale et multilatérale) et (3) des effets de motivation ambivalente, il est incertain que la remise de dette seule puisse améliorer la croissance économique future dans les PPTe.

1.3. Politiques économiques efficaces, remise de dette et changement institutionnel

Etant donné l'incertitude et l'ambiguïté des résultats, la question demeure de savoir pourquoi les pays créditeurs accordent aisément et généreusement la remise de dette et quels sont réellement les déterminants majeurs de la répartition de remise de dette. Michaelowa (2003) donne une explication théorique pour de telles observations. Elle fonde un modèle de politique économique sur un comportement de maximisation de l'utilité des acteurs politiques participant au processus d'élaboration de décisions des programmes de remise de dette. Par là, l'auteur prétend que si les politiciens et les

fonctionnaires internationaux constatent que le risque de non remboursement devient très élevée, ils préfèrent accorder la remise de dette dans le but de dissimuler leur prêt imprudent passé et 'vendre' la renonciation de fonds comme une mesure novatrice de réduction de la pauvreté. Ceci est spécialement vrai si le lobbying des ONGs en faveur de remise de dette accroît l'obtention de crédit public positif pour la remise de dette octroyée.

Par exemple, supposons qu'en dépit de la remise de dette passée, le pays débiteur n'a pas amélioré sa situation politique et économique. Néanmoins, des gouvernements politiquement rationnels dans les pays créditeurs ne tiendraient pas compte de ce résultat comme signal et arrêter leurs activités, en reconnaissance d'une politique économique mauvaise du passé. Plutôt, ils trouveraient des arguments pour des mesures ultérieures de remise de dette. Un tel comportement peut être interprété comme un prêt défensif. L'évidence empirique supporte cette motivation de remise de dette (Ngassam, 1992 ; Nunnenkamp, 1989 ; Devarajan, Rajkumar et Swaroop, 1999; Marchesi et Missale, 2004).

Les gains politiques peuvent même s'accroître si l'initiative de remise de dette est entreprise conjointement par plusieurs pays. En particulier, le G8 accorde une bonne plate forme pour les gouvernements de ses pays membres pour gagner en compétitivité contre l'opposition interne. En formant une plate forme commune, le gouvernement peut agréer et assigner une compétence plus grande à chacun (Vaubel, 1991). Ainsi, l'opposition a des difficultés morales aussi bien que communicatives contre l'accord politique. En plus, le soutien moral et intellectuel des ONGs demandant une remise de dette peut être obtenu. Le passé colonial est aussi déterminant dans la mesure où les pays liés aux membres du G8 peuvent être traités plus généreusement que les autres.

Pour éviter des impayés, les créanciers peuvent accorder la remise de dette essentiellement aux pays dans lesquels s'accumulent probablement des arriérés de paiement indépendamment des problèmes institutionnels et de gouvernance. Puisque les pays avec de faibles institutions connaissent plus probablement des troubles en rapport à leurs obligations de dette, les créanciers peuvent même accorder plus de remise de dette aux pays pratiquant de mauvaises politiques. En effet, Birdsall et al (2002, 2003) après analyse d'un échantillon de 37 pays ASS ont suggéré que la remise de dette durant la période 1977-98 a été indépendante des variables de politique dans des pays à dette élevée, alors que les transferts nets dépendent plus des indicateurs de gouvernance dans des régimes à dette faible. En conséquence, ils ont estimé que la communauté internationale tout entière semble moins sélective à la qualité institutionnelle des pays à dette élevée. Les auteurs ont aussi trouvé que la sélectivité politique a décliné dans le temps ; dans les années 90, les créanciers bilatéraux et multilatéraux finançaient en fait de mauvaises politiques dans des pays à dette élevée.

Neumayer (2002) a trouvé peu d'évidence d'une corrélation entre la qualité de gouvernance et la répartition de remise de dette sur la période 1989-98. Seulement 1 sur 6 indicateurs de gouvernance semblait être un déterminant statistiquement significatif si oui ou non un pays est jugé éligible pour recevoir une remise de dette.

Alesina et Weder (2002) relèvent que des gouvernements corrompus menant des politiques inappropriées ont reçu juste autant d'aide et de remise de dette que les

moins corrompus. Selon leur recherche empirique couvrant la période 1970-95, il n'y a même pas d'évidence faible d'un effet négatif de la corruption sur l'aide ou la remise de dette étrangère reçue.

Mais le comportement des bailleurs de fonds repose sur le principe de *Sunk cost* qui implique un accroissement de capitaux à des pays lourdement endettés en vue d'une relance efficace de l'activité économique. L'explication est donnée dans une étude de Gogue et Evlo (1990) qui considère une courbe de production associée à l'évolution du maximum de paiement net des dépenses incompressibles. A ce propos, les auteurs relèvent trois options possibles. La première où le capital est rare ($K = K_0$) implique une productivité marginale supérieure au taux d'intérêt international. Avec la prise en compte de l'hypothèse de petit pays vient la deuxième option offrant l'opportunité au débiteur d'accroître le stock de capital jusqu'au niveau optimal ($K = K^* > K_0$) où le taux d'intérêt international va égaler la productivité marginale du capital. Sous réserve de crédibilité du pays débiteur, les créanciers vont d'ailleurs aider à la réalisation de cet équilibre qui correspondrait à un optimum de Pareto, puisqu'il implique une capacité accrue de remboursement de dette ($K^*A^* > K_0A_0$). Ainsi, comparativement à la première option, les créanciers pourront gagner en termes nets. La troisième option ($K = K_1 < K_0$) reflétant le *syndrome du surendettement* est la moins avantageuse pour tous, le débiteur n'étant même pas en mesure d'opérer des paiements de dette.

Cette éventualité remet en cause la crédibilité de toute politique prônant l'octroi de nouveaux prêts. Alesina et Dollar (2000) trouve une nature stratégique à l'aide qui implique le même comportement des créanciers par rapport à la remise de dette.,

Une autre question importante est de savoir si la remise de dette peut contribuer à améliorer la qualité de gouvernance dans les pays à faible revenu, créant ainsi des conditions institutionnelles propices à la croissance économique. L'expérience suggère que sans engagement suffisant du gouvernement, des politiques sont souvent mises en application de manière inappropriée et il est peu probable qu'elles soient maintenues (Ahmed, Lane et Schulze-Ghattas, 2001). Les conditions imposées par les acteurs externes peuvent être contournées, même si les critères officiels ont été satisfaits. Cette non-conformité peut sérieusement affecter la réussite des réformes induites par des transferts conditionnés (Bird, 1998). Dollar et Svensson (2000) montrent que des gouvernements disposés à reformer doivent être identifiés et ne peuvent pas être créés par les organisations internationales.

A ce sujet, Freytag et Pehnelt (2009) découvrent que les PPTTE semblent révéler en moyenne une mauvaise performance par rapport au développement de la qualité de gouvernance depuis le milieu des années 1990.

Chauvin et Kraay (2005) montrent que la remise de dette dans 62 pays en développement durant la période 1989-2005 n'a pas amélioré la qualité institutionnelle ni conduit à accroître les IDE ou à avoir des taux de croissance économique plus élevés.

Les résultats suggèrent que les changements dans la qualité de gouvernance ne sont pas nécessairement corrélés avec l'éligibilité du pays pour la remise de dette PPTTE. Aussi, dans la plupart des cas, la remise de dette n'a pas réussi à apporter une amélioration de qualité des institutions dans les pays bénéficiaires de l'initiative PPTTE.

2. Le modèle de la finance islamique et la question de la gouvernance

Il ressort de l'analyse qui précède que l'efficacité de la dette contractée, donc de tout investissement dépend de la qualité de gouvernance. Ce facteur est mieux pris en considération par la finance islamique. A ce propos, l'exposé des principes fondamentaux de la pensée économique islamique (2.1) va permettre de mieux saisir la formalisation du processus de rendement d'un projet (2.2), de comprendre le rôle de l'information dans la conclusion du contrat entre les partenaires et le manager du projet (2.3) et d'analyser le rôle de l'information asymétrique par rapport aux contrats optimaux (2.4).

2.1. Les principes fondamentaux de la pensée économique islamique

Il faut d'emblée rejeter l'idée selon laquelle la science économique islamique serait un nouveau paradigme. Il est évident que la pensée économique islamique a connu un essor ces dernières années dans les Etats islamiques, mais elle demeure le fondement de l'économie islamique depuis la révélation du Coran au 7^{ème} siècle², et en ce sens, elle est beaucoup plus vieille que les fondements théoriques des paradigmes économiques occidentaux. L'Islam comprend un ensemble de principes et doctrines qui guide et régule la relation du musulman avec DIEU et la société. A cet égard, l'Islam n'est pas seulement un service divin comme le judaïsme et le christianisme, mais aussi un code de conduite qui organise à la fois la vie spirituelle et matérielle. Un examen de la littérature contemporaine en économie politique islamique donne des différences substantielles entre ce paradigme et la science économique 'capitaliste' moderne dans des domaines clés. Ces différences relèvent des principes fondamentaux de l'islam (Bilal, 1999; Presley and Sessions, 1994 ; Abdel-Wahab, 2005), notamment :

- a. DIEU est le créateur et propriétaire de richesse et les hommes en sont les gérants au service de DIEU ; les hommes peuvent rechercher et utiliser cette richesse dans le cadre d'une relation de confiance (Coran 20.6).
- b. C'est un devoir divin que de travailler. La justice sociale résulte du travail productif et d'opportunités égales de sorte que chacun peut faire valoir ses compétences et gagner la récompense juste de l'effort de travail fourni.
- c. Justice et égalité en Islam n'impliquent pas que les individus seraient égaux en pauvreté et en richesse (Chapra, 1985 ; Behechti et Bâhonar, 1990 ; Abdel-Wahab, 2005). Mais il incombe à l'Etat islamique de garantir un niveau de subsistance vitale à ses serviteurs, en vue de modérer les inégalités sociales (Coran 2.275-279) et permettre au pauvre de mener une vie spirituelle et matérielle digne et satisfaisante.

² La prohibition du paiement de l'intérêt était déjà mentionnée dans la Thora (Ancien Testament), notamment dans Ezechiel 18.5-9 et dans l'Évangile selon Luc, chapitre 6.34, 35. Dans le dernier cas, les évêques de France, réunis en concile en 1312, menacèrent même d'excommunication ceux qui prêtaient à intérêt.

- d. Les devoirs assignés à l'Etat en Islam consistent essentiellement à commander, conseiller, contrôler et protéger. Ainsi, le Coran ordonne à la société d'obéir à DIEU, à Son prophète et de respecter leurs recommandations (Coran 4.59). Un système économique islamique opère selon le principe fondamental que les forces de l'offre et de la demande devraient travailler librement dans la détermination des prix sur tous les marchés. C'est seulement dans des circonstances exceptionnelles que l'intervention de l'Etat est justifiée et, au cas échéant, la finalité d'une telle intervention n'est pas d'entraver la liberté de commerce mais de garantir plus d'information parfaite sur les marchés ou bien organiser les activités économiques en vue de protéger la liberté économique sans nuire aux agents économiques.
- e. La prohibition de l'intérêt est le dernier principe fondamental sur lequel porte nos réflexions. A ce propos, les concepts arabes de *riba* (intérêt) et *moudaraba* (rendement ou bénéfice) nous permettront de désigner respectivement les systèmes de finance conventionnelle et de finance islamique.

Le dernier aspect de la pensée économique islamique le plus dense et le plus controversé dans une perspective occidentale. Son acceptation impliquerait clairement la refonte de la science économique capitaliste présente et produirait une modification majeure dans le fonctionnement à la fois des systèmes économiques et financiers nationaux et internationaux.

En interdisant l'intérêt, l'Islam cherche à établir une société qui repose sur l'équité et la justice (Coran 2.239). Selon l'Islam, tout revenu serait proportionnel à l'effort de travail. Prêter de la monnaie contre l'intérêt permet au prêteur d'augmenter son capital sans effort, comme la monnaie ne crée pas de plus-value par elle-même. C'est uniquement la combinaison des facteurs travail et capital qui engendre un surplus ou un déficit : il est donc plus loyal pour un pourvoyeur de capital de partager le profit ou la perte avec l'emprunteur que d'avoir un rendement fixe sans considération du résultat d'entreprise du débiteur.

La prohibition de l'intérêt pose nécessairement un problème complexe ; en effet, un individu qui renonce à la consommation, et donc épargne, ne peut s'attendre automatiquement à une rémunération pour cette privation. C'est qu'il n'existe pas de raison justifiant la perception automatique d'une rémunération sur le capital prêté. Il en résulte une distinction nette entre monnaie et capital : la transformation de la monnaie en capital nécessite la prise en compte du risque et la connaissance de la manière de combiner efficacement des facteurs de production avec la monnaie (Presley, 1988). Le prêteur n'a pas droit à une rémunération automatique en contrepartie de l'offre de monnaie, sans qu'il ne contribue à la prestation de capital de l'entreprise. Même au cas échéant, la rémunération ne peut être fixée, mais serait dictée par la part de cette contribution. Le pourvoyeur de capital a droit à une part des profits qui est proportionnelle au risque et à l'effort fourni. Elle ne serait donc pas déterminée par le taux d'intérêt courant du marché mais par le taux de rendement du projet individuel pour lequel le capital est apporté. La relation classique entre créateur et débiteur tombe ainsi en islam. Le prêteur devient alors un partenaire dans l'entreprise, contribuant au capital de l'entreprise et en conséquence non éloigné de l'usage pour

lequel la monnaie est mise.

Ce comportement peut être apprécié par rapport au droit de propriété. Pour Presley (1988) et Abdel-Wahab (2005), l'argent représente la créance monétisée de son détenteur au droit de propriété. Et prêter la monnaie n'est qu'un transfert de ce droit de propriété. Si l'emprunteur n'utilise pas le prêt de façon productive en vue de générer de la richesse supplémentaire, il n'y a pas réclamation au droit de propriété additionnelle. Par contre, si la monnaie produit de la richesse additionnelle, le prêteur tout comme l'emprunteur a droit à une part de cette richesse, mais pas sous forme de rendement fixé, indépendamment du niveau de cette richesse additionnelle.

2.2. La formalisation du processus de rendement d'un projet

Le modèle examiné présente les caractéristiques d'un projet unique d'investissement (Holmstrom et Weiss, 1985 ; Meyer, 1986 ; Presley et Sessions, 1994). Le rendement de chaque projet dépend du capital investi et de l'effort de gestion d'un manager. Les agents économiques diffèrent selon leurs attributs et sont dotés soit de capital ou de la capacité de gestion. Ce sont des partenaires ayant un comportement neutre vis-à-vis du risque et recherchant individuellement ou collectivement des opportunités d'investissement potentiel. Une fois qu'une telle opportunité est repérée, ils louent les services d'un manager unique qui a de l'aversion pour le risque dans la coordination du projet.

Nous supposons que le contrat négocié entre le manager et les partenaires prévoit pour le premier de retenir la valeur du projet nette d'un rendement agréé aux derniers. Le résultat d'un projet est aléatoire et dépend de l'état de la nature.

Le résultat d'un projet dépend de l'effort de gestion e , du capital investi I et d'un terme aléatoire représentant l'état de la nature Θ . Pour simplifier, supposons seulement deux états de la nature : l'état défavorable représenté par θ_1 et celui favorable représenté par θ_2 . Le résultat du projet à l'état i (avec $i = 1, 2$) s'écrit :

$$z_i = f^i(I, e) \quad (1)$$

L'effort de gestion est essentiel pour un résultat positif. Cet effort implique un coût que Grossman et Hart (1981) définissent comme le coût d'opportunité pour un revenu alternatif. Ce coût mesurable en terme monétaire est indépendant du niveau de revenu du manager. La fonction de profit qui en résulte s'écrit :

$$\Pi_i = f^i(I, e) - I - e = y - e(x) \quad (2)$$

$$x = f(I, y)$$

Et y indique le rendement

Ces hypothèses proviennent de Holmstrom and Hart (1985). La première hypothèse est relativement standard et stipule notamment que l'effort est nécessaire pour toute

production. La seconde hypothèse stipule que les productivités totale et marginale de chaque input sont plus fortes dans l'état favorable de la nature, c'est-à-dire lorsque $\Theta = \Theta_2$. La fonction de profit peut se réécrire comme la différence entre le rendement du projet net des coûts d'investissement et l'effort requis de la part du manager pour assurer ce rendement avec le niveau d'investissement I .

Le manager va développer un effort dont l'intensité peut être basse ou haute (e_B ou e_H) dans des états de la nature que sont le défavorable et le favorable (Θ_1 ou Θ_2). Il en résulte la configuration stratégique suivante :

	Θ_1	Θ_2
e_B	$f^1(I, e_B)$	$f^2(I, e_B)$
e_H	$f^1(I, e_H)$	$f^2(I, e_H)$

La solution du jeu serait le déploiement d'un effort élevé du manager dans un état favorable entraînant en conséquence le rendement le plus élevé, soit $f^2(I, e_H)$.

2.3. Asymétrie d'information et contrats

Il y a asymétrie d'information entre le manager et les investisseurs, asymétrie relative à la supériorité du premier d'observer le niveau de l'effort et l'état de la nature avant d'engager la production. Une telle situation résulte du fait que les préférences des deux groupes d'individus diffèrent. Le manager est incité à substituer l'effort à l'investissement dans le but de réduire le coût de fourniture de l'effort qui n'est pas publiquement observable.

La théorie de l'agence traite du problème en considérant l'entreprise comme constituée d'ayants droit avec des objectifs différents, parfois antagonistes. Ces divergences d'intérêts combinées à une concentration de pouvoir détenu par les dirigeants et les actionnaires conduisent à des conflits coûteux aggravés en cas d'information asymétrique (Jensen et Meckling, 1976). Cette dernière résulte du fait que les délégations de pouvoirs entre ayants droit peuvent amener à des comportements opportunistes qui nuisent aux intérêts des autres membres de l'entreprise. Il y a alors éclosion (i) de coûts de contrôle engagés par le principal pour s'assurer que l'agent agit bien dans son intérêt et (ii) de coûts de dédouanement engagés par l'agent pour rassurer le principal du bon usage de la délégation de pouvoir. Dans le cadre de la finance islamique, les accords conclus entre les parties limitent les conflits potentiels et les coûts induits.

La solution au problème passe par le choix d'un contrat stimulant compatible qui fournit au manager un rendement en fonction des variables publiquement observées y et ou I . Dans une approche alternative, le contrat spécifie $s(I, y)$ comme une relation d'un ensemble de paiements du manager vers les investisseurs, et selon l'état de la nature.

Un contrat *riba* entre le manager et les investisseurs consiste en un barème établissant une relation entre s et le montant investi dans le projet, I . Le manager est alors libre de choisir le niveau individuellement optimal de Π , via e , étant donné l'état de la nature Θ , et le niveau du capital investi. Un tel contrat peut être décrit par :

$$\delta^r = \{(I_1, s_1), (I_2, s_2)\} \quad (6)$$

Ainsi, le contrat *riba* laisse au manager la liberté de choisir le niveau optimal de y correspondant à chaque état de la nature. L'utilité de la gestion, fonction du rendement de gestion spécifique, est croissante de manière concave.

Puisque le manager observe l'état de la nature θ avant de choisir le niveau d'effort e et le montant d'investissement I , il peut toujours assurer une relation particulière entre le rendement y et l'investissement I avant de choisir e de manière adéquate. La liberté de fixer y de façon optimale implique alors une liberté de fixer e de façon optimale dans chaque état.

Pour un contrat *moudarabah*, la rémunération du capital sous forme d'intérêt est interdite. Les capitalistes sont amenés à investir dans le projet avec la proposition de partager le résultat du projet. Le contrat *moudarabah* consiste en un barème liant s au résultat net du projet y , et qui s'écrit :

$$\delta^m = \{(y_1, s_1), (y_2, s_2)\} \quad (8)$$

Le contrat *moudarabah*, tout en restreignant le choix optimal du manager de y à travers e , permet au manager la liberté sur I .

2.4. Information asymétrique et contrats optimaux

La capacité du manager à observer θ (après avoir conclu le contrat mais avant les décisions de production) l'incite à mal renseigner les investisseurs quant à sa vraie valeur. Pour caractériser les contrats optimaux à information asymétrique à la fois sous le financement *riba* ou *moudarabah*, il est nécessaire d'imposer les contraintes de compatibilité stimulante. Ainsi le manager reportera $\theta = \theta_i$ en cas d'état i (Dasgupta et al, 1979 ; Myerson, 1979). Nous supposons qu'au moment de la conclusion de contrats, toutes les parties partagent la même information sur θ et donc tiennent les mêmes convictions. Le contrat optimal se rapporte à un contrat efficient *ex ante* sous contrainte de stimulants appropriés.

En rappelant les caractéristiques des contrats *riba* et *moudarabah*, il est évident que le désir du manager de maximiser son rendement sur le projet implique d'autres contraintes qui dépendent de la nature du contrat. Si le contrat est financé par *riba* alors, il y a deux contraintes additionnelles spécifiant que le manager choisit le niveau optimal de rendement en fonction de chaque état. Alternativement, sous un financement *moudarabah*, les contraintes additionnelles expriment que le manager choisit le niveau d'investissement optimal en fonction de chaque état de la nature.

Nous désignerons la solution au problème de maximisation de l'utilité avec asymétrie d'information la seconde meilleure solution. La première meilleure solution résout le problème sans imposer les contraintes de compatibilité stimulante. La première meilleure solution, notée (s_i^*, x_i^*) avec $i = 1, 2$, est indépendante du choix du contrat.

Il est donc clair que lorsque l'information est symétrique, le contrat optimal avec financement *riba* ou *moudarabah* produit des niveaux identiques d'investissement, de

rendement des investisseurs et de résultat de projet. Bien que la contrainte de réservation des investisseurs force le manager à porter des risques, elle ne crée pas par elle-même un rôle explicite pour le *moudarabah*. Le contrat est en mesure de spécifier directement des choix de production efficace. La rémunération des investisseurs n'a pas besoin de jouer un rôle de répartition et peut être basée uniquement sur des considérations de partage de risque.

Pour la seconde meilleure solution, il faut d'abord relever que la première meilleure solution est inaccessible sous un financement *riba* ou *moudarabah*. La première meilleure solution de pleine assurance n'est donc pas possible. Au cas échéant, le manager trouverait une opportunité de réclamer faussement qu'il opérait dans un état défavorable. Pour assurer un rapport fidèle du manager dans l'état favorable, des avantages de partage de risque doivent être compromis, et la seconde meilleure solution est caractérisée par le débat entre la répartition de risque réduit et l'efficacité accrue en production. *La seconde meilleure solution optimale sous financement riba est caractérisée par le comportement du manager du projet qui place l'effort au niveau individuellement optimal dans chaque état de la nature. Sous financement moudarabah, c'est le comportement du manager du projet qui fixe l'investissement du capital au niveau individuellement optimal dans chaque état de la nature, sous contrainte des termes du contrat avec le niveau d'effort. Dans chaque cas, les asymétries d'information sont respectivement bloquées par des restrictions sur l'effort de travail du manager ou l'investissement en capital qui doit être placé à un niveau inefficacement faibles dans des états défavorables de la nature.*

Conclusion

L'étude proposée soutient l'idée selon laquelle le financement de tout projet selon les principes de la finance islamique est plus efficace que le modèle de la finance conventionnelle. Alors que le modèle de la finance conventionnelle repose sur la rémunération ex ante du capital, la finance islamique prône la prohibition du taux d'intérêt et avance le résultat du projet comme alternative. Tout en relevant l'existence d'une asymétrie d'information entre les deux parties engagées dans un projet d'investissement, il propose l'ingérence d'une tierce personne pour y remédier.

Ainsi, en rapport au modèle classique, le syndrome du surendettement par l'obligation du service de la dette entrave les performances de croissance et donc de développement économique ; cette relation négative est aggravée par la faible qualité de gouvernance qui caractérise l'économie des PPTTE.

Pour y remédier, cet article propose une solution axée sur les principes de la finance islamique. Il permet de pouvoir illustrer l'impact potentiel de la doctrine islamique sur les relations économiques occidentales, en mettant l'accent sur la prohibition de l'intérêt (*riba*) en islam. Il révèle que l'usage de la méthode alternative de rémunération du capital (le *moudarabah*) conduira, sous certaines conditions à un niveau relevé d'investissement. En appliquant les idées développées dans la littérature occidentale de contrat, il montre qu'un contrat *moudarabah* entre le manager de projet et un groupe d'investisseurs peut permettre une révélation plus efficace de tout avantage informationnel que le manager pourrait détenir sur les autres.

Dans le cadre de la lutte contre la pauvreté en relation avec le problème de la bonne gouvernance en Afrique et dans les pays en développement en général, il serait intéressant de promouvoir le financement des projets selon la démarche islamique. L'existence d'un manager choisi de commun accord entre les bailleurs de fonds et les gouvernants permettrait de mieux rentabiliser les projets de développement économique et de résorber efficacement le problème de la gouvernance et donc celui de la pauvreté notamment dans le cadre des initiatives PPTE.

Références bibliographiques

- Abdel-Wahab, M. (2005), *"Islam et Finance."* Dans *Finance et Religions* Ed , pp. 481-496.
- Addison, T. and Rahman, A. (2004), *"Resolving the HIPC Problem : Is good policy enough? "* In *Debt Relief for Poor Countries*, by Basingstoke, Hampshire et al., Ed. T. Addison, H. Hansen, and F. Tarp, Palgrave Macmillan, pp. 105–120.
- Ahmed, M., Lane, T. and Schulze-Ghattas, M. (2001), *"Refocusing IMF Conditionality."* in *Finance and Development*, N° 38, Vol 4, pp. 40–43.
- Alesina, A. and Dollar, D. (2000), *"Who Gives Foreign Aid to Whom and Why? "*, Journal of Economic Growth, N° 5, Vol 1, pp. 33–63.
- Alesina, A. and Weder, B. (2002), *"Do Corrupt Governments Receive Less Foreign Aid? "*, The American Economic Review N° 92, Vol 4, pp. 1126–1137.
- Arslanalp, S. and Henry, P. B. (2005), *"Is Debt Relief Efficient? "*, The Journal of Finance, N° 60, Vol 2, pp. 1017–1051.
- Arslanalp, S. and P.B. Henry (2006), « Debt relief », *NBER Working Paper series* No121
- Bauer, P. T. (1991), *The Development Frontier: Essays in Applied Economics*, London, Harvester Wheatsheaf.
- Behecti et Bâhonar, (1990), *Philosophie de l'Islam*, Publication Séminaire Islamique, p. 417.
- Berthélemy, J.-C. (2004), *"HIPC Debt Relief and Policy Reform Incentives."* In, *Debt Relief for Poor Countries* by Basingstoke, Hampshire et al., Ed. T. Addison, H.
- Hansen & F. Tarp, Palgrave Macmillan, pp. 90–104.
- Bhattacharya, R. and Clements, B. (2004), *"Calculating the Benefits of Debt Relief."*, Finance and Development: pp. 48–50.
- Bilal, G. (1999), *Islamic Finance: Alternatives to the Western Model*, Fletcher Forum, N° 23, pp. 145-159.
- Bird, G. (1998), *"The Effectiveness of Conditionality and the Political Economy of Policy Reform: Is It Simply a Matter of Political Will? "*, Journal of Policy Reform, N° 2, Vol 1, pp.89–113.
- Bird, G. and Milne, A. (2000), *"Debt Relief for Poor Countries: Distinguishing Rhetoric from Reality."*, New Economy, N° 7, Vol 4, pp. 199–204.
- Bird, G. and Milne, A. (2003), *"Debt Relief for Low Income Countries: Is It Effective and Efficient?"*, The World Economy, N° 26, Vol 1, pp. 43–59.
- Birdsall, N., Claessens, S. and Diwan, I. (2002), *Will HIPC Matter? The Debt Game and Donor Behavior in Africa*. CEPR Discussion Paper 3297; WIDER Discussion Paper No. 50 London: Center for Economic Policy Research. Birdsall, N., Claessens, S. and Diwan, I. (2003), *"Policy Selectivity Forgone: Debt and Donor Behavior in Africa."*, The World Bank Economic Review, N° 17, Vol 3, pp. 409–435.
- Bulow, J. and Rogoff, K. (2005), *"Grants versus Loans for Development Banks."*,

- American Economic Review, N° 95, Vol 2, pp. 393–397.
- Chapra, U. (1985), *Towards a Just Monetary System*, Leicester Islamic Foundation.
- Chauvin, N. D. and Kraay, A. (2005), *What Has 100 Billion Dollars Worth of Debt Relief Done for Low-Income Countries?* Washington (mimeo) Available at SSRN.
- Chowdhury, A. R. (2004), “*External Debt, Growth and the HIPC Initiative: Is the Country Choice too Narrow?*” In *Debt Relief for Poor Countries*, by Basingstoke, Hampshire et al., Ed. T. Addison, H. Hansen, & F. Tarp, Palgrave Macmillan, pp. 158–180.
- Clements, B., Bhattacharya, R. and Nguyen, T. Q. (2005), “*Can Debt relief Boost Growth in Poor Countries?*”, IMF Economic Issues No. 34, Washington DC, International Monetary Fund
- Cordella, T., Ricci, L. A. and Ruiz-Arranz, M. (2005), *Deconstructing HIPC’s Debt Overhang*, Washington DC, International Monetary Fund
- Corden, W. M. (1991), “*The Theory of Debt Relief: Sorting out Some Issues.*”, *The Journal of Development Studies*, N° 27, Vol 3, pp. 135–145.
- Dasgupta, P., Hammond, P. and Maskin, E. (1979), “*The Implementation of Social Choice Rules : Some General Results on Incentive Compatibility.*”, *Review of Economic Studies*, N° 46, pp. 185-216.
- Deshpande, A. (1997), “*The Debt Overhang and the Disincentive to Invest.*”, *Journal of Development Economics*, N° 52, Vol 1, pp. 169–187.
- Devarajan, S., Rajkumar, A. S. and Swaroop, V. (1999), “*What Does Aid to Africa Finance?*”, Policy Research Working Paper Series No. 2092, Washington DC, The World Bank.
- Dollar, D. and Svensson, J. (2000), “*What Explains the Success or Failure of Structural Adjustment Programs?*”, *The Economic Journal*, N° 110, Vol 466, pp. 894–917.
- Easterly, W. (1999), “*How Did Highly Indebted Poor Countries Become Highly Indebted? Reviewing Two Decades of Debt Relief.*”, Policy Research Working Paper No.2225, Washington DC, The World Bank.
- Easterly, W. (2001), “*The Exclusive Quest for Growth.*”, The MIT Press, London.
- Gogue, T. et Evlo, K. (1990), “*Politique Economique, Endettement et Gestion de la Dette Publique au Togo.*”, working paper ; Universite de Lomé.
- Freytag, A. et G. Pehnelt (2009), “*Debt relief and governance quality in developing countries*”, *World Development*, 37(1), pp 62-80.
- Freytag, A. and Renaud, S. (2007), “*From Short-term to Long-term Orientation - Political Economy of the Policy Reform Process.*”, *Journal of Evolutionary Economics*, N° 17, pp. 433–449.
- Grossman, S. and Hart, O. (1981), “*Implicit Contracts, Moral Hazard and Unemployment.*”, *American Economic Review*, N° 71, pp. 301-318.
- Hernandez, L. and Katada, S. N. (1996), “*Grants and Debt Forgiveness in Africa.*”, Policy Research Working Paper No. 1653, Washington DC, The World Bank.

Holmstrom, B. and Weiss (1985), "*Managerial Incentives, Investment and Aggregate Implications : Scale Effets.*", Review of Economic Studies, N° 52, pp. 403-426.

Imbs, J. and Ranciere, R. (2005), "*The Overhang Hangover.*", Policy Research Working Paper No. 3673, Washington DC, The World Bank.

Jensen M.C. et W.H Meckling (1976), Theory of the firm, managerial behavior, and agency costs

Marchesi, S. and Missale, A. (2004), "*What Motivates Lending and Aid to the HIPC's?*" Centro

Meyer, M. A. (1986), "*Profit-sharing, employment fluctuations and entrepreneurial incentives.*" Mimeo, Nuffield College, Oxford.

Michaelowa, K. (2003), "*The political economy of the enhanced HIPC Initiative.*" Public choice, N° 114, Vol 3-4, pp. 461-476.

Myerson, R. B. (1979), "*Incentive compatibility and the bargaining problem.*" Econometrica, N° 47, pp. 61-74.

Ndikumana, L. (2003), "*Additionality of debt relief and debt forgiveness, and implications for future volumes of official assistance.*" International Review of Economics and Finance, N° 13, Vol 3, pp. 325-340.

Neumayer, E. (2002), "*Is good governance rewarded? A cross-national analysis of debt Forgiveness.*" World Development, N° 30, Vol 6, pp. 913-930.

Ngassam, C. (1992), "*The empirical determinants of lending to Sub-Saharan Africa.*" Montclair, NJ: Center for Economic Research on Africa, Dept. of Economics and Finance, School of Business Administration.

Nunnenkamp, P. (1989), "*Voluntary and involuntary lending: A test of major hypotheses.*" Policy Research Working Paper Series No. 193. Washington DC: The World Bank.

Pattillo, C., Poirson, H., and Ricci, L. (2002), "*External debt and growth.*" IMF Working Paper WP/02/69. Washington, DC: International Monetary Fund.

Patillo, C., H. Poirson et L. Ricci (2004), What are the Channels through which external debt Affects growth ? » *IMF working paper*, WP/04/15.

Pettifor, A. and Greenhill, R. (2002). "*Debt relief and the millennium development goals: Background paper.*" In *Human Development Report 2003*, New York: UNDP.

Presley, J.R. (1988) Directory of Islamic Financial Institutions, Beckenham: Croom Helm.

Presley, J. R. and J. G. Sessions, (1994), "*Islamic economics : the emergence of a new paradigm.*" *The Economic Journal*, N° 104, pp. 584-596.

Thomas, M. A. (2001), "*Getting debt relief right.*" *Foreign Affairs*, N° 80, Vol 5, pp. 36-45.

Vaubel, R. (1991), "*A public choice view of international organization.*" In *The political economy of international organizations: A public choice approach*, R. Vaubel, & T. D

Willett (Eds.), Boulder, San Francisco and Oxford, Westview Press, pp. 27–45.