

LE FINANCEMENT DES INVESTISSEMENTS EN TUNISIE : LE RÔLE DES BANQUES EST-IL IMPORTANT ?

MOULDI DJELASSI *
MANEL MAZIOUD **
DHAFER SAÏDANE ***

L'approche schumpetérienne de l'intermédiation financière stipule que les activités innovatrices ne peuvent avoir lieu sans la complicité des banques qui fournissent à l'entrepreneur les moyens financiers nécessaires. L'homme d'affaires emprunte d'abord et dépose ensuite. La fonction de financement est une prérogative des banques et le crédit bancaire joue un rôle essentiel. Il contribue à la mobilisation du capital en tant que fonds financier au service des entrepreneurs. Il rend le capital plus efficace car il permet un accroissement du produit réel.

309

Ce que l'on appelle communément « banques » correspond à des institutions qui assurent du financement par des crédits en créant des moyens de paiement *ad hoc*. Il s'agit de la création d'un pouvoir

* École supérieure des sciences économiques et commerciales de Tunis ; Laboratoire d'économie d'Orléans (LEO), université d'Orléans.

** Université de Tunis EL Manar.

*** Equipe ; Skema Business School, Lille School of Management Research Center (LSMRC), université Lille 3.

Les auteurs remercient Jean-Paul Pollin (université d'Orléans) et Jézabel Couppey-Soubeyran (université Paris I) pour les échanges qu'ils ont eus sur le thème de l'article. Ils remercient également Nadine Levratto (université Paris Ouest Nanterre La Défense) pour ces suggestions lors de l'atelier « Monnaie Banque Finance » - Axe thématique « Intermédiation et systèmes financiers », organisé par le Groupement de recherche européen (GDRE) du CNRS, à l'université de Nancy 2, le 1^{er} avril 2009. L'article a aussi bénéficié des remarques des participants aux 26^e journées d'économie monétaire et bancaire organisées par le GDRE, à Orléans, du 25 au 26 juin 2009.

d'achat *ex nihilo* précédant la création de biens. C'est dans cet esprit que le crédit crée une monnaie nouvelle permettant à la dépense d'être le moteur de l'économie. Les banques prennent alors des risques. Elles sont indispensables « parce qu'elles sont les seules à pouvoir arracher les paris sur l'avenir au carcan de l'épargne disponible » (Aglietta, 1998).

La banque contribue effectivement à la création d'un pouvoir d'achat avant la création d'un bien. L'entrepreneur va se saisir de ce pouvoir d'achat afin d'investir. Il a donc besoin de la banque. Celle-ci joue alors un rôle essentiel dans le développement économique. Il consiste, en particulier, à choisir les firmes qui pourront bénéficier de l'épargne publique. Le secteur bancaire agit donc sur le sentier de l'expansion économique par l'intermédiaire de la création monétaire et de l'allocation de l'épargne.

Les banques tunisiennes ont-elles atteint ce stade de maturité leur permettant d'assurer un rôle moteur de la croissance ?

C'est à cette question que nous allons essayer de répondre. Dans un premier temps, nous allons essayer de repérer le rôle des banques en matière de financement de l'économie en proposant une approche alternative pour examiner la structure des ressources des entreprises non financières. Ensuite, en utilisant une approche différente, nous confirmerons le résultat de Chaari et Couppey-Soubeyran (2007). En effet, le système financier tunisien adopte encore un comportement assez traditionnel et il n'est ni *bank-based*, ni *market-based*. Dès lors, sans une réforme financière envisageant une restructuration des banques en Tunisie, le *statu quo* actuel ne fera pas évoluer la structure de financement des entreprises tunisiennes qui demeurera dominée par l'autofinancement.

LA PRISE EN COMPTE DE LA STRUCTURE DES RESSOURCES NETTES DES ENTREPRISES NON FINANCIÈRES : UNE APPROCHE ALTERNATIVE

L'idée est de partir de la structure du mode de financement des entreprises non financières dans un pays et d'évaluer les véritables ressources qui nourrissent l'investissement physique de ces entreprises. Habituellement, on utilise les ressources brutes. Cette approche peut introduire un biais car elle ne distingue pas les investissements en actifs physiques des investissements en actifs financiers des entreprises non financières.

L'approche en termes de flux nets permet donc de surmonter les limites associées à l'analyse en termes de flux bruts. Cette approche donne une information sur le financement marginal de l'investissement

et mesure l'importance des différentes sources dans le financement des entreprises pour n'importe quelle période.

Origines et emplois des fonds

Les ratios que nous proposons constituent une mesure alternative aux indicateurs généralement retenus pour évaluer l'importance relative des banques et des marchés au sein des systèmes financiers. Chaari et Couppey-Soubeyran (2007) ont analysé, à partir des données financières des encours, la structure de financement externe (banque et marchés de capitaux) des agents non financiers en Tunisie. Les auteurs ont utilisé la part des crédits bancaires dans le total du financement externe des entreprises non financières pour mesurer l'importance du secteur bancaire. Ils ont aussi utilisé la part des actions et des obligations pour mesurer celle des marchés. Ces indicateurs permettent effectivement d'évaluer la part relative des banques et du marché au sein du financement. Cependant, ils ne nous renseignent pas sur la structure du financement des investissements physiques. Autrement dit, les résultats que l'on peut tirer de ces indicateurs (orientation banque/orientation marché) sont fondés sur le degré de l'importance des différentes composantes de financement externe. On pourra ainsi trouver une baisse de la part des banques parce que, tout simplement, il y a eu un accroissement des crédits commerciaux ou des crédits consentis par les non-résidents, ce qui a gonflé le financement externe sans pour autant que le secteur bancaire soit lui-même sous-développé.

311

Les ratios que nous proposons permettent d'examiner la structure de financement des investissements. Rapporter les différentes sources de financement (autofinancement, banques et marchés) dans le total des investissements productifs constitue la meilleure démarche pour analyser l'importance des banques et des marchés de capitaux dans le financement des entreprises.

Le tableau 1 (ci-après) affiche les origines et les emplois des fonds des entreprises non financières à une période déterminée.

Les ressources brutes comprennent le financement interne et les ressources externes. Ces dernières sont composées d'emprunts auprès des banques et autres institutions financières similaires, de crédits interentreprises ou commerciaux et d'émissions de valeurs mobilières. Le montant total des ressources sert à réaliser des investissements en actifs non financiers, tels que les investissements en actifs corporels fixes et l'augmentation des stocks, les investissements en actifs financiers comme les dépôts auprès des banques et autres institutions financières similaires, l'acquisition d'actions et d'obligations et l'octroi de crédits commerciaux.

Tableau 1
Origines et emplois des fonds (année « n »)

Ressources brutes	Emplois	Ressources nettes
Financement interne (1)	Numéraires et dépôts (7)	Financement interne (1)
Prêts bancaires et autres institutions financières (2)	Actions acquises (8)	Prêts bancaires et autres institutions financières : (2) - (7)
Émission d'actions nouvelles (3)	Obligations acquises (9)	Émissions nettes d'actions nouvelles : (3) - (8)
Émission d'obligations (4)	Crédits commerciaux consentis (10)	Émissions nettes d'obligations : (4) - (9)
Crédits commerciaux reçus (5)	Investissements physiques (11)	Crédits commerciaux nets : (5) - (10)
Total des ressources (6)	Total des emplois (12)	Total des ressources nettes : (6) - (7) - (8) - (9) - (10) = investissements physiques (11)

Source : d'après les auteurs.

312

Pour identifier la manière dont l'investissement physique est financé, l'approche utilisée revient à déduire des ressources brutes les investissements en actifs financiers. On fait l'hypothèse que chaque élément des ressources brutes a sa contrepartie dans les emplois. On considère par exemple que les actions émises par les entreprises sont en partie utilisées pour acquérir des actions. L'écart entre actions émises et actions acquises sert à réaliser des investissements réels. Cette méthode, utilisée dans différentes études sur la comparaison internationale des modes de financement (Corbett et Jinkinson, 1996 ; Djelassi, 1996 ; Edwards et Fischer, 1994 ; Mayer, 1988 et 1990 ; Mayer et Alexander, 1990 ; Mullineux, 1996), permet d'estimer la part de chaque source dans le financement des investissements physiques.

Ainsi, la colonne des ressources brutes du tableau 1 permet de mesurer la participation de chaque source dans le financement de l'activité globale de l'entreprise, c'est-à-dire les investissements en actifs financiers et en actifs réels. La colonne des ressources nettes mesure la part de chaque source dans le financement des investissements productifs.

Cette manière de calculer la part des différentes sources de financement dans le total des ressources est considérée comme la méthode la plus significative pour identifier, sur une longue période, l'importance des différentes sources dans le financement de l'investissement.

*Les problèmes révélés par l'approche
en termes de ressources nettes et brutes*

Les problèmes révélés par cette approche sont plus particulièrement liés à la classification retenue pour les actifs financiers et l'amoin-drissement du rôle de certains modes de financement. En effet, la valeur prise par chaque élément des ressources nettes est sensible à la classification des actifs financiers acquis (les contreparties des différentes ressources brutes). Si, par exemple, les dépôts à terme sont considérés comme des actifs bancaires acquis, alors ils seront déduits des prêts bancaires. De même, l'acquisition des obligations de l'État par les entreprises réduit la part des obligations dans le financement de l'investissement réel. L'importance de chaque source dans le financement de l'investissement est tributaire de l'évolution des contreparties. Par exemple, les vagues de fusion-acquisition survenues aux États-Unis et au Royaume-Uni pendant les années 1980 gonflent le poste « actions acquises » dans les emplois et réduisent ainsi la part des actions dans le financement de l'investissement réel. Un autre problème posé par les données nettes agrégées concerne l'amoin-drissement de l'importance de certains modes de financement lorsque certaines entreprises sont exclusivement émettrices de cet actif, tandis que d'autres en sont entièrement détentrices. Supposons l'existence de deux entreprises. La première emprunte 100 auprès du secteur bancaire, tandis que l'autre dépose 100. Selon l'approche en termes de ressources brutes, les prêts bancaires sont égaux à 100. Or, selon l'approche en termes de ressources nettes, le secteur bancaire n'a pas un rôle de financement des investissements. Dans ce cas, l'approche en termes de ressources brutes permet de mieux évaluer le rôle d'intermédiation bancaire, alors que l'approche en termes de ressources nettes s'intéresse plus au rôle des banques dans le financement de l'investissement. Pour ces différentes raisons, on préfère présenter les résultats révélés par les deux approches, tout en reconnaissant leurs limites respectives.

313

*Structure de financement des entreprises tunisiennes :
une analyse des ressources brutes et des ressources nettes*

Pour réaliser notre étude, nous avons utilisé les données comptables agrégées publiées dans les Comptes de la nation sur la période 1983-2005.

Examinons d'abord les ressources brutes de financement des entreprises non financières (cf. tableau 2 ci-après).

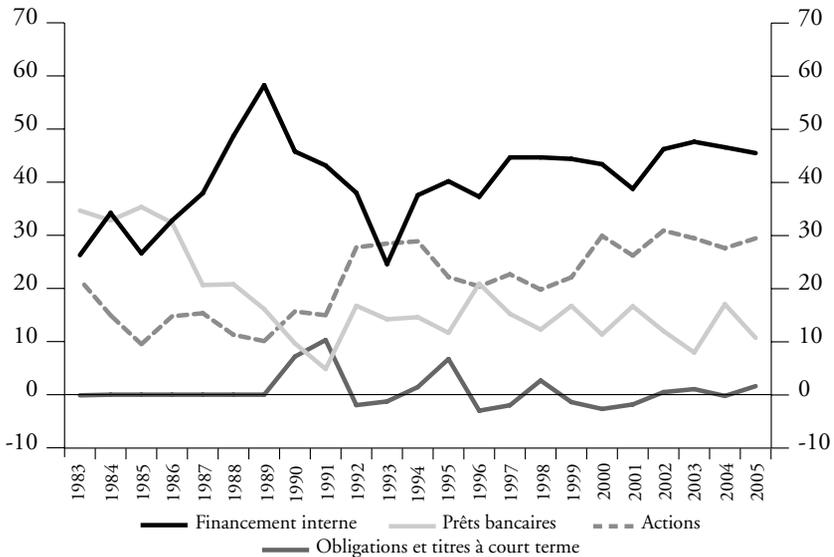
Tableau 2
Ressources brutes de financement des entreprises non financières
 (en %)

	1983-1985	1986-1990	1991-1995	1996-2000	2001-2005	1983-2005
Financement interne	26,4	39,3	41,7	40,3	42,1	35,9
Transferts en capital*	11,7	9,7	6,7	5,5	8,4	10,1
Prêts bancaires	35,0	21,0	8,2	16,1	13,7	22,7
Crédits commerciaux	11,4	11,2	16,4	15,8	8,2	5,0
Obligations	-0,1	3,6	8,5	-2,9	-0,1	0,7
Actions	15,6	15,2	18,5	25,2	27,7	25,6
Total	100	100	100	100	100	100

* Les transferts en capital comprennent notamment les aides à l'investissement.

Source : calculs effectués d'après les données fournies par les Comptes de la nation, Banque centrale de Tunisie.

Graphique 1
Évolutions des principales sources brutes de financement
 (en %)



Source : calculs effectués d'après les données fournies par les Comptes de la nation, Banque centrale de Tunisie.

L'examen des résultats du tableau 2 permet d'établir quelques observations.

Observation 1. Quelle que soit la période de l'étude, le financement interne constitue la ressource de financement la plus importante. Si l'on tient compte de l'hypothèse réaliste selon laquelle le transfert

en capital est une source de financement interne, alors le pourcentage d'autofinancement brut atteint les valeurs consignées dans le tableau 3, qui confortent la prédominance de financement interne dans la structure financière des entreprises tunisiennes.

Tableau 3
Autofinancement brut
(en %)

	1983-1985	1986-1990	1991-1995	1996-2000	2001-2005	1983-2005
Financement interne au sens large	38,1	49	48,4	45,8	50,5	46

Source : calculs effectués d'après les données fournies par les Comptes de la nation, Banque centrale de Tunisie.

Observation 2. L'approche en termes de ressources brutes permet de mieux cerner le rôle d'intermédiation bancaire parce qu'elle tient compte de la totalité des prêts bancaires accordés aux entreprises afin de financer tous leurs emplois. Les résultats révèlent que les prêts bancaires perdent de leur influence dans le financement des besoins des entreprises, notamment à partir du début des années 1990. Leur part est passée de 35 % entre 1983 et 1985 à 8 % entre 1991 et 1995.

Observation 3. Le marché des titres financiers, notamment le marché des actions, participe d'une manière active au financement des entreprises.

Examinons maintenant les ressources nettes de financement des entreprises non financières (cf. tableau 4).

Tableau 4
Ressources nettes de financement des entreprises non financières
(en %)

	1983-1985	1986-1990	1991-1995	1996-2000	2001-2005	1983-2005
Financement interne (sens large)	49,8	63,5	73,7	71,7	76,1	65,9
dont						
• financement interne (sens strict)	35,4	52,7	64,6	64,0	64,1	52,2
• transferts en capital	14,4	10,8	9,1	7,7	12,0	13,7
Prêts bancaires	32	26,4	11	14,4	5,9	12,8
Crédits commerciaux	1,9	9,1	3,5	-11,4	-5,2	-11,3
Obligations	-0,3	-7,5	-6,5	-4,7	-6,3	2,7
Actions	18,4	11,8	19,2	30,3	30,0	29,8
Ajustement statistique	-2,2	-3,1	-0,9	-0,3	-0,5	0,1
Total	100	100	100	100	100	100

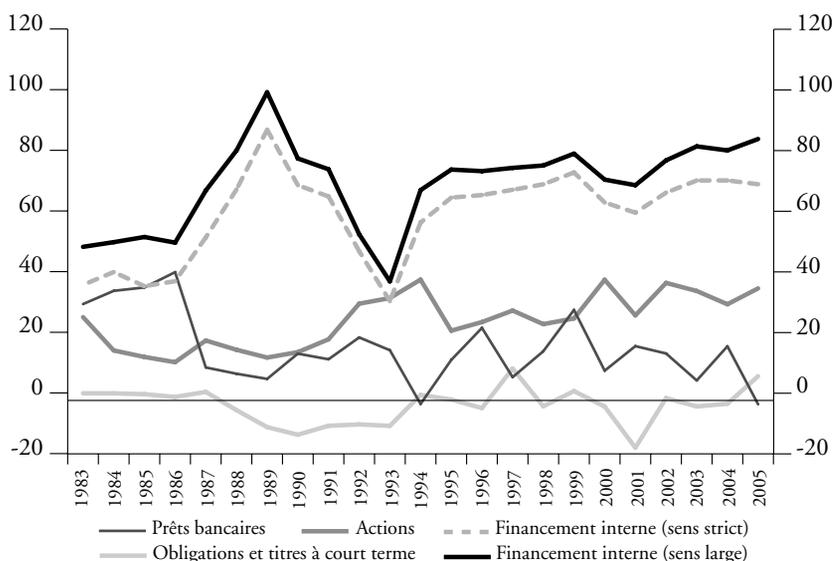
Source : calculs effectués d'après les données fournies par les Comptes de la nation, Banque centrale de Tunisie.

L'examen des résultats du tableau 4 (plus haut) permet d'établir quelques observations.

Observation 1. Sur une période courte et sur une période longue, le financement interne constitue la source prédominante de financement des investissements physiques. À partir du début des années 1990, les entreprises tunisiennes affichent un taux d'autofinancement supérieur à 70 %.

Observation 2. Le second résultat obtenu concerne la contribution des crédits bancaires assez modeste au financement des investissements physiques. Depuis la fin des années 1980, on a remarqué un déclin de la part des prêts bancaires qui a atteint seulement 6 % entre 2001 et 2005. Sur l'ensemble de la période, seulement 13 % des dépenses d'investissement sont financés par les banques, un niveau qui est plus faible que celui du financement par actions. Les résultats en termes de ressources brutes et nettes révèlent donc que depuis le début des années 1990, il n'est plus possible de considérer la Tunisie comme un pays ayant un système de financement orienté vers les banques.

Graphique 2
Évolution des principales sources nettes de financement
(en %)



Source : d'après les auteurs à partir des Comptes de la nation, Banque centrale de Tunisie.

Observation 3. Les émissions d'actions semblent jouer un rôle très important dans le financement des investissements des firmes tunisiennes avec une contribution de l'ordre de 30 % sur toute la période. Il faut cependant relativiser cette remarque parce que la manière dont la part des actions émises est calculée ne reflète pas le vrai rôle du marché financier tunisien dans le financement des investissements. Dans les émissions d'actions, on inclut dans le total les parts de capital des petites entreprises, les augmentations de capital entre la société mère et les filiales. Les émissions de titres cotés qui reflètent le rôle du marché financier tunisien dans le financement des entreprises sont faibles.

LE SYSTÈME FINANCIER TUNISIEN N'EST PAS MARKET-BASED

Nous allons approfondir les résultats précédents en montrant que dans le cas du système financier tunisien, la modestie des financements bancaires ne signifie pas un plus grand financement des entreprises non financières *via* les marchés de capitaux.

Une désintermédiation conjoncturelle n'est pas l'expression d'une orientation vers une finance de marché

317

Le système financier en Tunisie a connu beaucoup de changements initiés par l'État visant le passage d'une économie basée sur les crédits bancaires vers une économie fondée sur le marché financier tunisien.

Il est vrai que la structure des bilans bancaires a connu une transformation notable, mais pas nécessairement dans le sens d'une « marchandisation » des ressources et des emplois. En effet, la part des crédits dans le total de l'actif a diminué, passant de 71,5 % en 1980 à 63,5 % en 2005. Pour la même période, celle des dépôts dans le total de l'actif est passée de 68,72 % à 39,09 % (cf. tableau 5 ci-après).

Contrairement à ce que l'on observe dans les banques des pays de l'OCDE depuis une vingtaine d'années (Saïdane, 2002a), la baisse de l'activité bancaire en Tunisie n'est pas l'expression d'une marchandisation structurelle des ressources et des emplois. Elle semble plutôt relever du résultat d'une baisse conjoncturelle de l'activité bancaire intimement liée à la croissance économique comme l'indique le graphique 3 (ci-après).

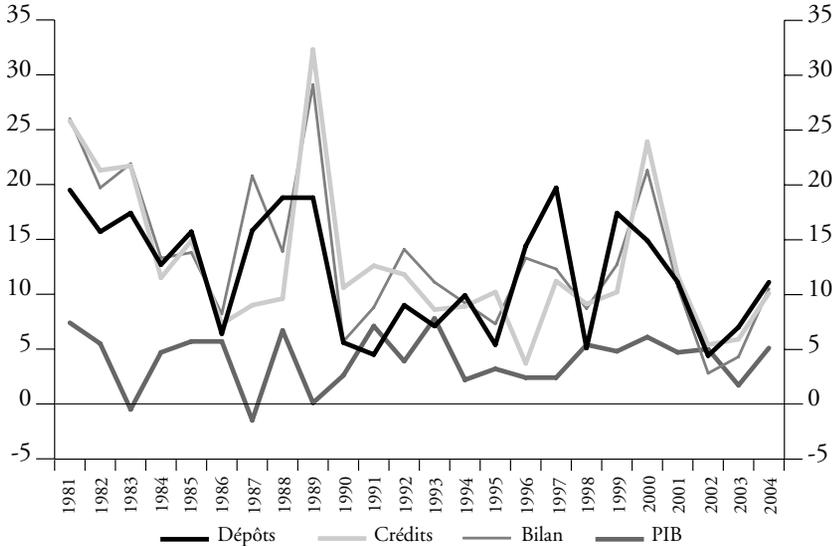
Tableau 5
Évolution de l'activité des banques de dépôt

Année	Total dépôts (en millier de dinars)	Total crédits (en millier de dinars)	Total bilan (en millier de dinars)	Total dépôts/ total bilan (en %)	Total crédits/ total bilan (en %)	Total hors bilan (en millier de dinars)
1980	1 110 323	1 156 279	1 615 660	68,72	71,57	ND
1981	1 326 418	1 454 568	2 036 387	65,14	71,43	ND
1982	1 535 064	1 764 754	2 437 896	62,97	72,39	ND
1983	1 801 636	2 148 351	2 971 335	60,63	72,3	ND
1984	2 030 285	2 396 361	3 366 100	60,32	71,19	ND
1985	2 348 036	2 752 664	3 829 199	61,32	71,89	ND
1986	2 499 482	2 953 156	4 144 029	60,32	71,26	2 095 975
1987	2 895 350	3 217 719	5 007 194	57,82	64,26	2 763 421
1988	3 439 266	3 527 316	5 703 908	60,30	61,84	3 362 445
1989	4 086 164	4 668 304	7 364 329	55,49	63,39	3 992 318
1990	4 315 463	5 160 879	7 781 621	55,46	66,32	4 665 410
1991	4 511 638	5 810 018	8 464 123	53,3	68,64	4 755 870
1992	4 918 544	6 494 843	9 654 199	50,95	67,27	4 888 457
1993	5 266 938	7 054 548	10 721 879	49,12	65,8	5 347 809
1994	5 789 011	7 681 393	11 709 863	49,44	65,6	7 028 967
1995	6 101 406	8 463 401	12 559 640	48,58	67,39	6 984 325
1996	6 979 025	8 77 006	14 232 358	49,04	61,66	6 197 027
1997	8 356 311	9 760 767	15 977 679	52,3	61,09	7 787 522
1998	8 786 639	10 649 735	17 371 307	50,58	61,31	8 347 628
1999	10 319 750	11 732 749	19 581 046	52,7	59,92	10 373 941
2000	11 853 028	14 537 982	23 744 996	49,92	61,23	11 399 809
2001	13 173 870	16 241 305	26 277 506	50,13	61,81	11 572 475
2002	13 759 534	17 122 207	27 015 205	50,93	63,38	ND
2003	14 716 143	18 140 720	28 185 443	52,21	64,36	ND
2004	16 353 350	19 981 079	31 138 231	52,51	64,16	ND
2005	13 273 304	21 561 162	33 954 455	39,09	63,5	ND

ND : non défini.

Sources : rapports annuels des banques de dépôt ; statistiques financières de la Banque centrale tunisienne.

Graphique 3
Taux de croissance du PIB et de l'activité bancaire
(en %)



Sources : FMI, *World Economic Outlook Database*, octobre 2007 ; rapports annuels des banques de dépôt ; statistiques financières de la Banque centrale de Tunisie.

319

Il apparaît clairement que la baisse des crédits et des dépôts est entraînée par la baisse du taux de croissance des bilans bancaires. Cette fluctuation de l'activité bancaire est elle-même largement liée à celle du PIB.

S'il s'agissait d'une marchandisation de l'intermédiation, on aurait alors assisté à une progression continue des bilans, entraînée par une croissance des titres souscrits à l'actif et des titres émis au passif. Or, ce n'est pas le cas.

Les tendances qui précèdent corroborent et précisent d'ailleurs les conclusions de Djelassi (2004), selon lesquelles il y a une diminution assez nette du taux d'intermédiation en flux de 1988 à 1995 avec un redressement à partir de 1995. Le taux d'intermédiation en termes de demande de financement - défini comme le rapport entre les dettes bancaires consenties aux entreprises non financières et leurs financements externes - est passé d'environ 60 % durant la période 1983-1990 à 43 % entre 1991 et 1995, pour remonter légèrement à 50 % entre 1996 et 2000. En effet, depuis 1996, on assiste à un mouvement de réintermédiation avec un appel croissant aux banques du côté financement comme du côté placement.

De ce qui précède, on conclut que les évolutions erratiques de l'activité bancaire peuvent se traduire par une désintermédiation. Cependant, en Tunisie, ce recul de la finance indirecte n'est pas synonyme d'orientation vers la finance directe. Les mouvements constatés sont davantage liés à des facteurs plus conjoncturels que structurels. Pour vérifier tout cela, nous allons examiner l'évolution de la structure du produit net bancaire.

*La structure du produit net bancaire :
une activité encore traditionnelle*

L'analyse des évolutions des déterminants du produit net bancaire fournit une illustration intéressante du fonctionnement non marchandisé des banques tunisiennes.

Dans la décomposition du PNB, on fait généralement ressortir deux éléments principaux :

- les intérêts nets, plus communément appelés « marge d'intermédiation » laquelle correspond à la différence entre les intérêts débiteurs perçus par les banques et les intérêts créditeurs qu'elles versent ;
- les commissions nettes (commissions reçues des commissions versées), en rétribution des opérations de services financiers (commissions sur gestion de titres pour le compte de la clientèle, gestion des risques, activités de conseil, gestion des dépôts...).

320

Les intérêts nets et les commissions nettes représentent respectivement en moyenne pour les banques tunisiennes sur la période 1990-2003 environ 60 % et 40 % du PNB. Le tableau 6 (ci-après) présente l'évolution de ces composantes pour la même période.

Tout d'abord, on peut remarquer que la structure du produit net bancaire est assez classique, en ce sens que la part des intérêts dépasse structurellement celle des commissions.

Les banques tunisiennes continuent donc de générer l'essentiel de leurs revenus de leur activité traditionnelle. Sur toute la période, on ne décèle aucune réorientation stratégique des banques tunisiennes consécutive à un affranchissement de la clientèle des grandes entreprises (*corporate*) au profit du marché. En d'autres termes, l'activité de banque de financement et d'investissement est encore embryonnaire en Tunisie. En outre, les émetteurs potentiels, surtout des banques et, dans une moindre mesure, la clientèle *corporate*, s'adressent le plus souvent au marché financier international. Cela a été le cas, par exemple, de la Banque internationale arabe de Tunisie (BIAT) en 1998 en émettant des GDR (*global depositary receipts*) à Londres, ou encore de la Banque nationale pour le développement touristique (BNDT) qui avait mobilisé en 1997 un emprunt obligataire auprès des investisseurs internationaux japonais.

Tableau 6
Évolution des composantes du produit net bancaire

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
PNB (A)	348 360	345 694	427 543	490 883	533 817	590 740	673 063	721 745	776 859	858 208	933 298	1 008 617	1 010 957	968 542
(en millier de dinars)														
Intérêts (B)	208 513	178 013	225 787	241 343	317 999	355 753	426 887	444 869	478 002	574 766	597 179	637 527	604 592	582 613
(en millier de dinars)														
Commissions (C)	139 847	167 681	201 756	249 540	215 818	234 987	246 176	276 876	298 857	283 442	336 119	371 090	406 365	385 929
(en millier de dinars)														
(B)/(A) (en %)	59,86	51,49	52,81	49,17	59,57	60,22	63,42	61,64	61,53	66,97	63,99	63,21	59,80	60,15
(C)/(A) (en %)	40,14	48,51	47,19	50,83	40,43	39,78	36,58	38,36	38,47	33,03	36,01	36,79	40,20	39,85

Source : Association professionnelle tunisienne des banques et des établissements.

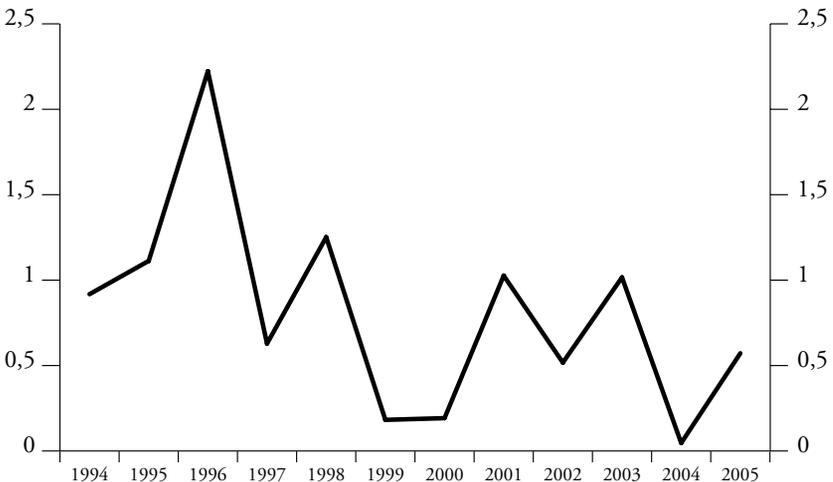
En période de faible conjoncture, notamment vers la fin des années 1980, les banques tunisiennes n'ont pas su compenser la réduction de leurs marges par le développement de nouvelles activités générant des commissions. Plus que le développement de nouveaux métiers, l'évolution de la structure du produit net bancaire relève encore davantage d'un effet conjoncturel lié à la croissance du PIB. Ainsi, le retard des banques tunisiennes en matière d'ingénierie financière n'encourage pas les entreprises à se laisser conseiller par des banques partenaires afin de se financer sur le marché financier tunisien. Il en résulte que les banques tunisiennes restent orientées autour d'une intermédiation classique « hors marchés ».

Un marché financier à l'impact limité pour les entreprises

Les émissions de titres reflètent le rôle du marché financier tunisien dans le financement des entreprises. L'analyse de l'évolution des émissions des titres effectuées par les sociétés admises à la cote de la Bourse de Tunis et sur le marché du hors-cote démontre que le marché financier tunisien a un impact très limité pour le financement des entreprises non financières. Entre 1994 et 2005, les actions émises par les sociétés non financières sur ce marché financier rapporté à l'investissement physique restent aux alentours de 2 % (cf. graphique 4). La situation ne s'améliore pas, même si l'on ajoute les émissions d'obligations à celles de titres de capital (cf. graphique 5 ci-après).

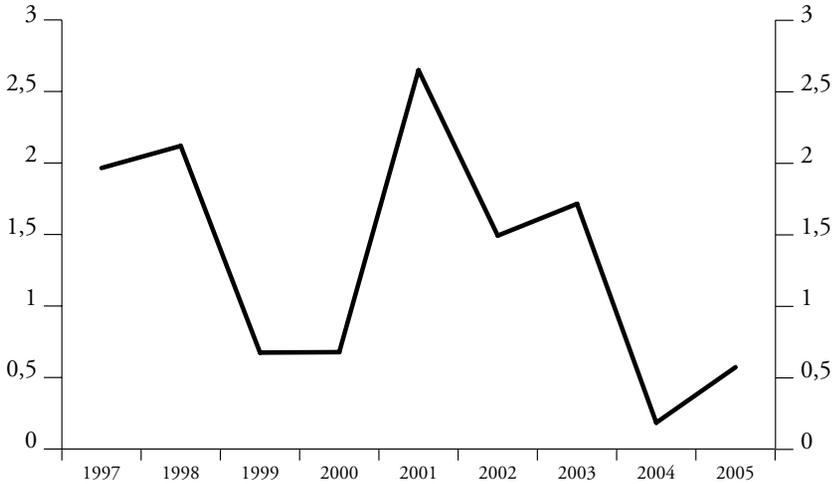
322

Graphique 4
Émissions d'actions sur investissement
(en %)



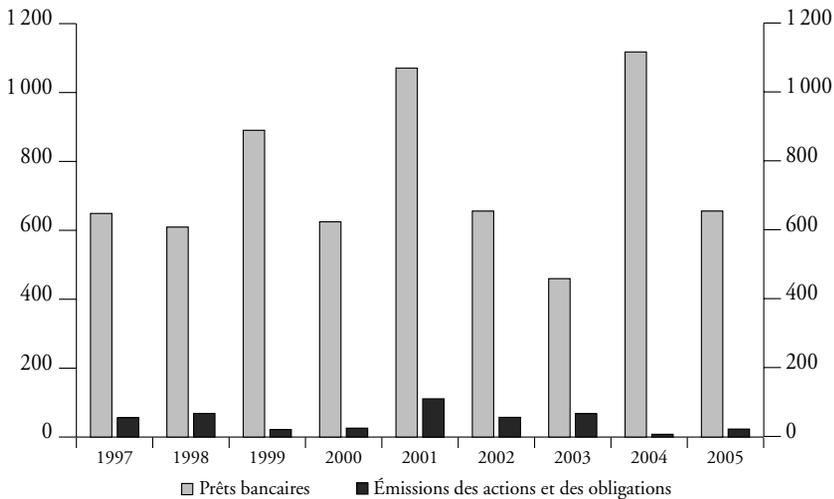
Sources : calculs des auteurs ; Comptes de la nation, Banque centrale de Tunisie ; Conseil du marché financier.

Graphique 5
Émissions des titres (actions et obligations) sur investissement
(en %)



Sources : calculs des auteurs ; Comptes de la nation, Banque centrale de Tunisie ; Conseil du marché financier.

Graphique 6
Comparaison des modes de financement : émissions des actions et des obligations et des prêts bancaires
(en millions de dinars)



Sources : calculs des auteurs ; Comptes de la nation, Banque centrale de Tunisie ; Conseil du marché financier.

Si l'on rassemblait l'ensemble des sommes ayant servi à financer les entreprises non financières en Tunisie en 2005 et qui ont transité par le marché financier tunisien, elles ne dépasseraient pas 23 millions de dinars sur un total de l'ordre de 655 millions de dinars accordés par les banques sous forme de crédit à moyen et à long terme, soit 3,5 % (cf. graphique 6 plus haut). Le marché financier tunisien reste un vecteur de financement marginal des entreprises non financières. Les émissions de titres de capital restent très faibles et les émissions d'obligations sont pour l'essentiel réalisées par les sociétés financières (sociétés de *leasing* et banques).

La restructuration des banques tunisiennes est loin d'être achevée. Leur mise à niveau par rapport aux standards internationaux est en cours. Dans ces conditions, la structure ainsi que le mode de financement des entreprises non financières en Tunisie demeurent dominés par les instruments traditionnels comme le financement interne et les prêts bancaires. Mais pour améliorer cette fonction de prêt utile à la croissance, les banques tunisiennes doivent relever un défi, celui de l'amélioration de l'analyse du risque ainsi que l'instauration d'une gouvernance bancaire proche des standards internationaux.

324

Plus généralement, la notion même de désintermédiation ne peut avoir le même sens dans les économies émergentes par rapport à son acception dans les économies de l'OCDE. De même, la distinction *bank-based* par rapport à *market-based*, dont l'idée a été introduite par Allen et Gale (1995) et vérifiée empiriquement par Derminguc-Kunt et Levine (1999), manque d'ancrage dans des systèmes financiers encore désarticulés. En effet, l'idée d'un glissement d'un système dominé par les banques vers un système dominé par les marchés ne peut s'appliquer à des économies dont les systèmes bancaires sont encore peu concurrentiels au plan domestique comme au plan international.

La mise à niveau de l'appareil bancaire tunisien et sa restructuration paraissent donc comme des préalables nécessaires, afin d'aboutir à un système financier utile pour le financement de l'économie réelle.

ANNEXE 1

Tableau 1
Sources nettes de financement
des sociétés non financières tunisiennes

Sources nettes	Sources brutes	Emplois
Financement interne	Épargne brute	
Prêts bancaires	Prêts à court terme et prêts à moyen et long terme	Moyens de paiement internationaux Monnaie et dépôts non monétaires.
Actions	Actions et autres participations	Actions et autres participations
Obligations	Obligations et bons	Obligations et bons
Crédits commerciaux	Crédits commerciaux et assimilés	Crédits commerciaux et assimilés
Transferts en capital	Transferts en capital	Transferts en capital

Source : d'après le tableau économique d'ensemble, Comptes de la nation, Banque centrale de Tunisie.

BIBLIOGRAPHIE

- AGLIETTA M. (1998), *Macroéconomie financière*, La découverte.
- ALEXANDER I. et MAYER C. (1990), « Banks and Securities Markets : Corporate Financing in Germany and the UK », *CEPR Discussion Papers*, n° 433.
- ALLEN F. et GALE D. (1995), « A Welfare Comparison of the German and US Financial System », *European Economic Review*, n° 39, pp. 179-209.
- CHAARI I. et COUPPEY-SOUBEYRAN J. (2007), « La place des banques dans le financement de l'économie tunisienne », *Revue d'économie financière*, n° 93.
- CORBETT J. et JENKINSON T. J. (1996), « The Financing of Industry, 1970-1989 : an International Comparison », *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 10, pp. 71-79.
- DEMIRGUC-KUNT A. et LEVINE R. (1999), « Bank-Based and Market-Based Financial Systems - Cross-Country Comparisons », Banque mondiale, *Policy Research Working Paper Series*, n° 2143.
- DJELASSI M. (1996), « Analyse comparative des structures de financement et des mécanismes de contrôle des firmes : fondements microéconomiques et implications macroéconomiques », thèse de doctorat en sciences économiques, université d'Orléans.
- DJELASSI M. (2004), « Les conséquences des réformes financières sur les structures de financement en Tunisie », *Revue techniques financières et développement*, mars, n° 74.
- EDWARDS J. et FISCHER K. (1994), *Banks, Finance and Investment in Germany*, Cambridge University Press.
- MAYER C. (1988), « New Issues in Corporate Finance », *European Economic Review*, vol. 32, pp. 1167-1183.
- MAYER C. (1990), « Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development », in *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, Hubbard G. (éd.), University of Chicago Press.
- MULLINEUX A. (1996), « The Funding of Non-Financial Corporations (NFCs) in the EU (1971-1993) : Evidence of Convergence ? », mimeo.

SAÏDANE D. (2002a), « Les mutations de l'intermédiation bancaire dans les pays de l'OCDE : nouveaux revenus, nouveaux métiers », *Revue d'économie financière*, n° 66, 2002, pp. 307-334.

SAÏDANE D. (2002b), « Systèmes financiers et transition : où en est-on ? Une revue critique de la libéralisation financière », *Revue d'études comparatives est-ouest*, vol. 33, n° 4, pp. 5-46.