

LA PLACE DES BANQUES DANS LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE TUNISIENNE

INÈS CHAARI *
JÉZABEL COUPPEY-SOUBEYRAN *

La Tunisie a amorcé, depuis la fin des années 1980, une série de réformes visant à améliorer la capacité du système financier à mobiliser l'épargne, à financer les investissements productifs et mieux répondre ainsi aux besoins du développement économique. Parallèlement à un vaste programme de libéralisation financière¹ destiné à diversifier les sources de financements et à stimuler un marché financier très peu actif jusqu'à la fin des années 1980, les autorités monétaires ont mis en place un plan de modernisation du secteur bancaire² et renforcé la supervision bancaire et la transparence en matière d'octroi des crédits.

Quel a été l'impact de ces mesures sur la structure du financement de l'économie tunisienne ? Ces mesures sont-elles parvenues à développer le système financier tunisien dans son ensemble et à stimuler les marchés financiers en particulier ? Comment le système financier tunisien a-t-il évolué ? Présente-t-il une orientation (banque/marché) caractéristique ? Près de vingt ans après la mise en place des premières réformes financières, le constat est plutôt mitigé. D'un côté, le système financier tunisien bénéficie d'une infrastructure réglementaire et opérationnelle conforme aux standards internationaux mais, de l'autre, ce système participe encore très faiblement au financement de l'économie.

297

* Centre d'économie de la Sorbonne, université Paris I Panthéon-Sorbonne.

L'objectif de cette étude est d'analyser comment a évolué la structure des financements externes en Tunisie, entre 1983 et 2005, et l'impact que les réformes financières, dont les principales ont été conduites au cours de cette période, ont pu avoir sur les modalités du financement de l'économie tunisienne. Pour ce faire, nous calculons des ratios de financements à partir des données financières extraites des comptes nationaux publiés par l'Institut national de statistiques de Tunisie. Ne sont pour l'instant régulièrement publiés que des comptes en flux. Or, seule une évaluation à partir d'encours permet d'examiner la déformation dans le temps de la structure des financements. C'est la raison pour laquelle nous reconstituons les encours non disponibles par cumul de flux. Cette méthode a de plus l'avantage de nous affranchir d'éventuels problèmes de valorisation des encours de titres.

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. De nombreux indicateurs sont en effet utilisés pour mesurer le développement financier des pays (Edey & Hviding, 1995 ; Mitchell, 1995 ; Allen & Santomero, 2001 ; Rajan & Zingales, 2003a, 2003b) qui rapportent au PIB tantôt les dépôts, tantôt les crédits, pour mesurer l'importance du secteur bancaire, tantôt le volume des transactions sur titres, tantôt la capitalisation boursière pour mesurer celle des marchés. Le classement des systèmes financiers selon la typologie traditionnelle (orientation banque / orientation marché) peut, dans cette optique, consister à rapporter un indicateur d'activité bancaire à un indicateur d'activité du marché. L'inconvénient est, cependant, que l'orientation banque peut ainsi se trouver fondée par la seule faiblesse du développement des marchés (sans pour autant que le secteur bancaire soit lui-même suffisamment développé). En outre, si ces indicateurs renseignent effectivement sur le niveau d'activité (en termes absolus) des banques et des marchés au sein du système financier, en toute rigueur ils ne permettent pas d'évaluer la part relative des banques et des marchés au sein du financement. Autrement dit, ces indicateurs renseignent sur le niveau de développement financier, éventuellement sur le développement relatif des banques et des marchés mais pas exactement sur la structure du financement d'un pays. Pourtant, leur utilisation se limite rarement à l'évaluation du niveau de développement financier. Demirgüç-Kunt et Levine (1999) utilisent, par exemple, tout un ensemble d'indicateurs de ce type pour évaluer à la fois le niveau de développement financier et l'orientation du système financier. Pour la Tunisie, la catégorie qu'ils retiennent est celle d'un système financier développé orienté banque. Les ratios que nous proposons ont, en revanche, pour vocation première d'examiner la structure du

financement externe et sa déformation dans le temps. Et contrairement au résultat établi par Demirgüç-Kunt et Levine (1999) à partir d'indicateurs d'activité, nos résultats suggèrent que la part des banques dans le financement de l'économie tunisienne est beaucoup trop faible pour conférer une orientation « banque » à son système financier. Ce dernier n'est assurément pas non plus un système « orienté marché ». Nos résultats permettent d'ailleurs de souligner que la part encore faible des banques dans le financement n'est sans doute pas sans lien avec le faible développement des marchés.

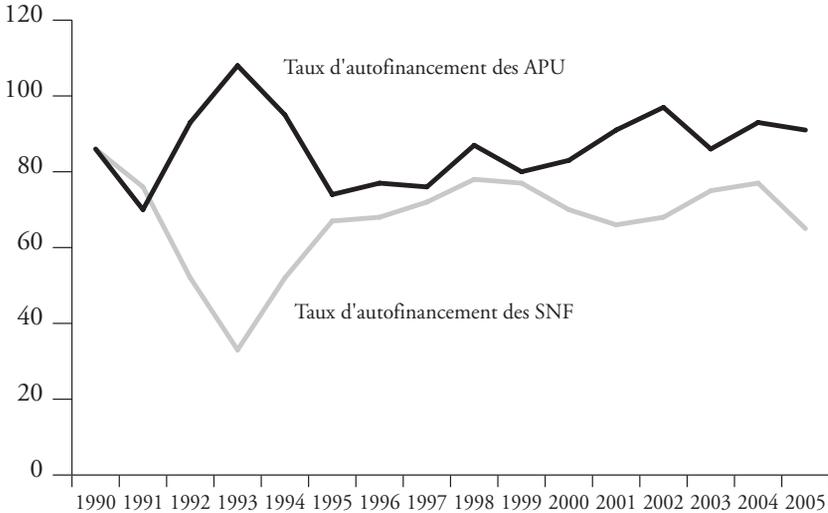
Dans cette étude, nous précisons d'abord les définitions préalables à notre évaluation de la structure du financement. Ensuite, nous abordons les aspects méthodologiques (données, secteurs, opérations, ratios). Enfin, nous présentons les résultats obtenus et les conclusions que nous en tirons.

TERMINOLOGIE DU FINANCEMENT

En matière de financement, on distingue le financement interne ou autofinancement, qui désigne un financement réalisé sur la base de l'épargne brute des agents (unité institutionnelle ou, à une échelle plus large, secteur institutionnel, au sens des comptes nationaux), et le financement externe qui correspond à un financement obtenu par un agent économique auprès d'un autre agent, unité ou secteur, résident ou non résident.

En Tunisie, le taux d'autofinancement des entreprises non financières se situait à 65 % en 2005 (graphique 1). Très fluctuant, ce taux était de 86 % en 1990, il a accusé une très forte baisse au début des années 1990 (33 % en 1993) avant de remonter en 1994 puis osciller entre 65 % et 75 % au début des années 2000. Depuis 1992, le taux d'autofinancement des administrations publiques dépasse celui des entreprises non financières. Il oscille entre 70 et 85 % hormis la période 1992-1994 au cours de laquelle il a été particulièrement élevé (108 % en 1993 en raison à la fois d'une vive augmentation de leur taux d'épargne et d'une diminution de leur taux d'investissement). La part de l'autofinancement est, de manière générale, largement prépondérante dans le financement de l'économie. Néanmoins, la part complémentaire du financement externe n'est ni négligeable, ni à négliger puisqu'elle permet d'analyser la mobilisation des banques et des marchés de capitaux dans le financement de l'économie.

Graphique 1
Évolution du taux d'autofinancement
 (en %)



Source : d'après les auteurs à partir des comptes nationaux annuels, INS.

300

Deux grandes modalités de financement externe sont à distinguer selon que ce dernier fait intervenir des intermédiaires financiers ou non. Dans le premier cas, on parle de financement indirect ou intermédié et, dans le second, de financement direct. De manière générale, lorsque le financement est indirect ou intermédié, un intermédiaire financier s'interpose entre les agents à capacité de financement auprès desquels ils collectent des fonds et les agents à besoin de financement auxquels ils apportent leur concours financier. Le crédit bancaire constitue la forme la plus emblématique du financement intermédié. Cependant, les banques peuvent aussi apporter leurs concours financiers aux agents à besoin de financement en achetant les titres que ces derniers émettent. D'autres intermédiaires financiers (assurances, OPCVM...) participent aussi de cette manière au financement. À cet égard, il convient de souligner qu'une partie des financements intermédiés, laquelle varie avec le degré de maturité des systèmes financiers et avec un certain nombre de facteurs institutionnels, culturels, juridique, etc., correspond donc à des financements par titres, dits financements de marché. Pour ajouter à l'idée que les frontières sont moins nettes qu'elles n'y paraissent, on peut aussi remarquer que le crédit peut recouvrir des formes différentes du traditionnel crédit bancaire. Les crédits commerciaux, que les comptes nationaux prennent soin d'isoler dans un poste différent de celui dédié au crédit, en sont une ; ils

consistent généralement en avances ou en délais de paiement et ont une importance considérable pour les petites entreprises. Étant donné la structure productive des pays du Maghreb (essentiellement constituée de très petites ou de moyennes entreprises), on s'attend à ce que cette forme de financement soit importante en part relative. Les prêts intra-sectoriels (crédits inter-entreprises ou inter-APU) en sont une autre et ils ne sont pas comptablement isolés du poste crédit. Dans ces deux cas (crédits commerciaux et prêts intra-sectoriels) que nous qualifierons de « prêts non bancaires », il s'agit de financements non intermédiés, différents toutefois du financement direct tel qu'on a coutume de le présenter. Par financement direct, on entend en effet le plus souvent le cas où les agents à besoin de financement émettent des titres (actions, obligations ou autres formes de titres) souscrits « directement » sur le marché par les agents à capacité de financement et l'on parle à cet égard de financement de marché. Ici, on gardera à l'esprit qu'une partie des financements directs, qui varie également avec le degré de maturité et l'environnement institutionnel des systèmes financiers, ne correspond pas à des financements de marché mais inclut des formes de crédits non bancaires.

MÉTHODE

301

Les données

Étudier la structure du financement externe des agents non financiers et son évolution dans le temps impose de disposer de données financières en encours. Ces données dressent un bilan de la valeur des actifs détenus et des engagements contractés. Les données de flux n'autorisent, quant à elles, qu'une photographie annuelle de la variation des modalités du financement. Une série de flux, aussi longue soit-elle, permet uniquement de dire qu'au cours de l'année t , il y a eu plus ou moins de financements par titres ou de crédits qu'au cours de l'année $t+n$, mais elle ne permet pas d'évaluer la part de telle ou telle forme de financement au sein du stock de financements contractés. Cependant, les comptes financiers nationaux tunisiens ne sont disponibles publiquement qu'en données de flux (extraits du Tableau des opérations financières (TOF) publié dans « les Comptes de la Nation base 1983 », par l'Institut national des statistiques). Afin de reconstituer les encours, nous nous sommes procurés le Tableau des opérations financières de l'année 1997 (année de base comptable 1983) en encours, figurant dans une étude - qui n'a pas encore été rendue publique - réalisée par l'Institut national des statistiques de Tunisie et la Banque de France. Cette étude nous fournit ainsi un encours de base pour l'année 1997 à partir duquel les flux ont été cumulés pour la période 1998-2005,

et retranchés pour la période 1983-1997. Cette méthode nous permet ainsi de disposer d'une approximation des encours pour l'ensemble de la période, autorisant une analyse de long terme, ce que ne permettrait pas la simple utilisation des flux annuels. De plus, étant obtenus par cumul de flux, ces encours « approximatifs » sont non valorisés et nous affranchissent donc des problèmes de valorisation qui sinon pourraient biaiser les ratios de financement.

Les secteurs

Le financement met en relation trois sous-ensembles de secteurs : les agents non financiers (ANF), les institutions financières (IF) et les non-résidents. Les ANF comprennent à la fois les sociétés non financières (SNF, ou S1 dans la nomenclature des comptes nationaux), les administrations publiques (APU, ou S3) et les ménages (S4). Les IF englobent les institutions de crédit (S21) - hors Banque centrale - (les banques de dépôt (S211) et les institutions de crédit non monétaires (S212)) et les entreprises d'assurances (S22). Les non-résidents - ou reste du monde - (S5) englobe l'ensemble des unités institutionnelles non résidentes, dont on pourra supposer qu'elles sont pour la plupart des institutions financières³, étant donné que dans le cas de la Tunisie les non-résidents ont une valeur financière nette positive (actifs financiers > passifs).

302

Les opérations financières

Au sein de la nomenclature des opérations financières, nous retenons trois grandes catégories, nécessaires au calcul des ratios de financement :
 - les crédits bancaires : ils peuvent être consentis par les IF résidentes (banques de dépôts et institutions de crédit non monétaires) ou bien par les non-résidents. Dans ces deux cas, l'encours que nous retenons correspond à un encours « net », c'est-à-dire à l'encours de crédits à l'actif des IF ou des non-résidents moins l'encours des crédits de même nature, inscrit au passif. Dans le cas des crédits consentis par les IF résidentes, il s'agit de ne retenir que les crédits accordés aux ANF et d'exclure ceux qui l'ont été à d'autres IF. Dans le cas des crédits consentis par des non-résidents, il s'agit plus simplement de se concentrer sur l'apport net de fonds de ces derniers. Lorsqu'il s'agit d'examiner la structure des financements, non plus de l'ensemble des ANF mais celle de chaque secteur institutionnel (APU, SNF), les encours de crédits retenus sont ceux inscrits au passif du secteur considéré moins ceux inscrits à son actif, afin de ne retenir ici que des crédits obtenus auprès d'IF et non des crédits non bancaires qui composent la catégorie suivante ;
 - les crédits non bancaires : ils désignent, d'une part, les prêts intra-

sectoriels (inter-APU ou inter-SNF) et, d'autre part, les crédits commerciaux accordés par les ménages, par les APU ou par les SNF ; les encours retenus sont ceux inscrits à l'actif des secteurs qui les consentent ;

- les titres (actions et hors actions) : ils désignent, d'une part, les obligations et bons acquis par les IF, les non-résidents, ou les ANF et émis par les APU ou les SNF et, d'autre part, les actions et autres participations acquises par les IF, les non-résidents, ou les ANF et émises par les SNF (l'encours des actions émises par les SNF correspond à l'encours des actions inscrit au passif de celles-ci dont on déduit celles figurant à l'actif de ce même secteur, pour ne pas prendre en compte des opérations d'échanges d'actions répondant à d'autres motifs que le financement). Les encours de titres que détient tel secteur sur tel autre ne sont pas directement identifiables dans les comptes financiers⁴. Des clés de répartition sont donc nécessaires pour les « approximer ». On fait correspondre cette clé à la taille relative du portefeuille de titres des IF vis-à-vis de l'ensemble des secteurs. On rapporte donc les titres détenus par les IF à ceux détenus par tous les secteurs et on multiplie ce poids par l'encours de titres inscrit au passif du secteur émetteur. La même logique est applicable pour déterminer la part des titres émis par les ANF (SNF, APU) et acquis par les non-résidents (titres au passif du secteur (titres à l'actif des non-résidents / titres à l'actif de tous les secteurs)). La part des titres émis et acquis par les ANF (détention directe de titres) peut ensuite s'obtenir par déduction, en retranchant à la somme des titres acquis par tous les secteurs, les titres émis par les ANF et acquis par les IF et ceux émis par les ANF et acquis par les non-résidents.

303

Les ratios de financement⁵

Afin d'analyser la structure des financements externes, nous décomposons l'ensemble des financements externes des ANF en sept catégories :

- (1) crédits bancaires consentis par les IF ;
- (2) crédits consentis par les non-résidents ;
- (3) prêts intra-sectoriels ;
- (4) crédits commerciaux ;
- (5) titres émis par les ANF (obligations et bons, actions et autres participations) :
 - acquis par les IF (5a)
 - acquis par les non-résidents (5b)
 - acquis par les ANF (5c)
- (6) total des financements externes des ANF = (1) + (2) + (3) + (4) + (5a) + (5b) + (5c).

Cette décomposition, exprimée au niveau global pour l'ensemble des

ANF, peut être répliquée au niveau sectoriel pour les financements externes des APU et ceux des SNF. À chaque composante des financements externes, correspond donc un ratio de financement obtenu simplement en rapportant la composante ((1), (2), (3), (4), (5a), (5b), (5c)) aux financements externes des ANF (6) si l'analyse est menée au niveau global, ou bien son équivalent au niveau des SNF ou des APU aux financements externes de chacun de ces deux secteurs si l'analyse est menée au niveau sectoriel. Sept ratios⁶ sont ainsi calculables au niveau global (ensemble des ANF), quatorze autres au niveau sectoriel (sept pour les financements externes des APU et sept autres pour ceux des SNF).

La contribution globale des IF résidentes au financement (taux d'intermédiation des financements au sens large) s'évalue en additionnant les ratios des crédits bancaires consentis par les IF (aux ANF dans leur ensemble au niveau global ; aux APU ou aux SNF au niveau sectoriel) et des titres émis par les ANF (SNF et/ou APU) et acquis par les IF. Celle des non-résidents est déterminée de la même manière en additionnant les ratios des crédits consentis par les non-résidents et des titres émis par les ANF et acquis par les non-résidents. Les ratios des crédits non bancaires (prêts intra-sectoriels et/ou crédits commerciaux) et ceux des titres (émis par les APU et/ou les SNF) détenus par les ANF mesurent quant à eux l'importance relative des financements non intermédiés.

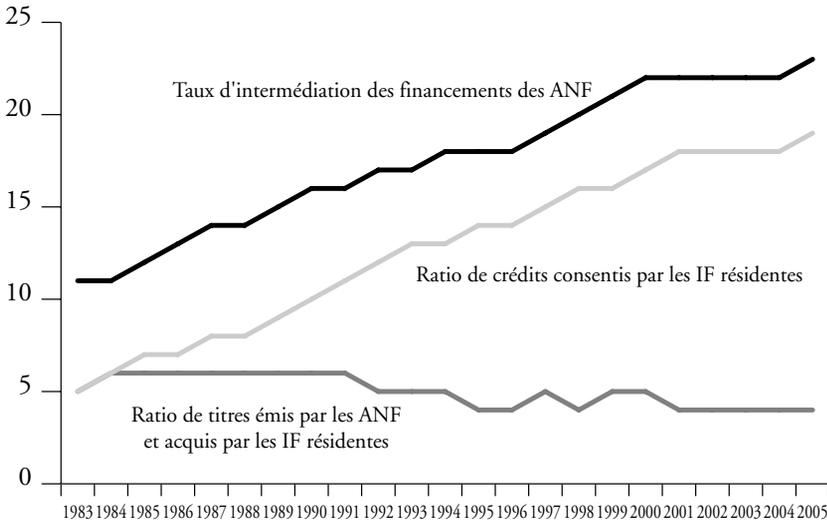
304

LES RÉSULTATS

Le poids encore faible des financements intermédiés

Telle que nous l'évaluons, la contribution globale des IF résidentes aux financements externes des ANF (ou taux d'intermédiation global) a progressé en Tunisie, au cours de la période 1983-2005, mais elle demeure faible (graphique 2). Très faible en début de période, évaluée à environ 11 %, la contribution des IF résidents progresse pour atteindre 23 % en fin de période. La progression est forte entre 1983 et 1999, période au cours de laquelle le taux d'intermédiation des financements gagne 10 points, pour se stabiliser ensuite à partir de 2000 jusqu'à la fin de la période à 22-23 %.

Graphique 2
Contribution des IF résidentes aux financements des ANF
 (en %)



Il faut noter que cette hausse ne provient pas d'une augmentation de l'intermédiation de marché (mesurée par le ratio des titres émis par les ANF et acquis par les IF) mais qu'elle est uniquement due à la croissance des crédits consentis par les IF. Le ratio des crédits bancaires consentis par les IF passe de 5 % en 1983 à 18 % en 2001 et gagne ainsi 13 points en 18 années. Particulièrement forte entre 1998 (11 675 millions de dinars) et 2001 (16 319 millions de dinars), la hausse des crédits consentis par les IF coïncide alors avec l'engagement pris par la Tunisie en 1998 auprès de l'OMC de libéraliser, restructurer et moderniser le secteur bancaire. Toutefois, le ratio des crédits bancaires se stabilise ensuite entre 2001 et 2004 à hauteur de 18 %, avant d'atteindre 19 % en 2005. Il est intéressant d'ajouter que l'encours des crédits consentis par les banques aux ANF (19 217 millions de dinars) représente en fait moins de la moitié de l'encours de crédits obtenus par l'ensemble des ANF (40 244 millions de dinars), l'autre moitié provenant pour une large part des non résidents (40 %) et des ANF eux-mêmes (environ 10 %). L'activité de crédit des IF présente donc un potentiel de développement important.

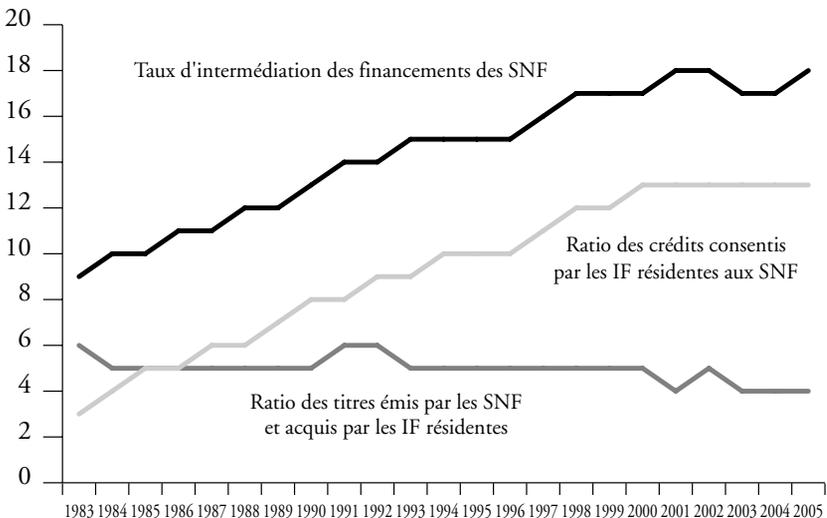
La part des titres acquis par les IF résidentes (intermédiation de marché) n'a, contrairement aux crédits consentis par elles, pas progressé. Elle oscille entre 5 % et 6 % sur la première partie de la période, puis entre 5 % et 4 % sur la seconde partie.

L'évaluation sectorielle fait, quant à elle, ressortir une contribution

globale des IF résidentes au financement des SNF particulièrement faible (graphique 3) : de 10 % en moyenne en début de période à 17 % en moyenne en fin de période. La progression est sensible toutefois entre 1983 (9 %) et 2001 (18 %). Comme au niveau global, cette hausse s'explique uniquement par la croissance des crédits consentis par les IF aux SNF. En effet, le ratio des crédits bancaires consentis par les IF (résidentes) aux SNF passe de 3 % en 1983 à 13 % en 2000, puis interrompt sa progression entre 2000 et 2005. Ce résultat contredit l'idée selon laquelle les banques seraient prédominantes dans le financement du secteur privé mais il est en revanche tout à fait en phase avec les difficultés ressenties par les entreprises tunisiennes et, en particulier les plus petites d'entre elles, pour accéder au financement bancaire, le plus souvent en raison d'une capacité insuffisante à produire les garanties exigées par les banquiers.

Graphique 3
Contribution des IF résidentes aux financements des SNF
(en %)

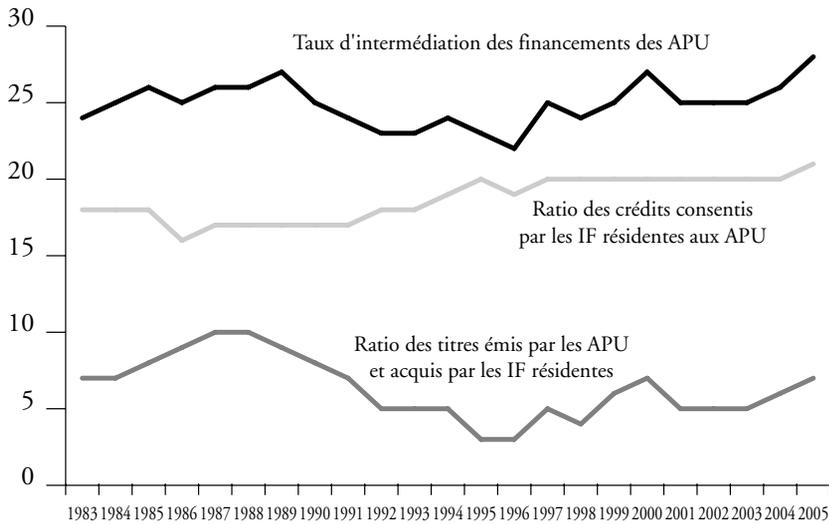
306



Par contre, la contribution globale des IF (résidentes) au financement des APU est relativement importante (environ un quart des financements externes des APU) comparée à celle apportée aux SNF, mais elle ne progresse quasiment pas au cours de la période, oscillant autour de 25 % (dont environ 20 % sous forme de crédits) avec un léger affaiblissement pendant la première moitié des années 1990, dû à une diminution, non pas de la part des crédits consentis, mais de celle des titres (émis par les APU) acquis par les IF, et une stabilisation au début

des années 2000. Les APU bénéficient d'un soutien important de la part des établissements de crédit parce que ces derniers sont dominés par les banques publiques qui possèdent des participations dans des sociétés publiques auxquelles elles accordent des crédits sans exiger de garantie.

Graphique 4
Contribution des IF résidentes aux financements des APU
(en %)



307

Au niveau global comme au niveau sectoriel, la contribution des IF au financement est bien trop faible pour conférer au système financier tunisien une « orientation banque ». Le relatif accroissement de cette contribution au financement des SNF (sous forme de crédits) semble toutefois indiquer que le système financier tunisien poursuit sa bancarisation, quoiqu'à un rythme assez lent.

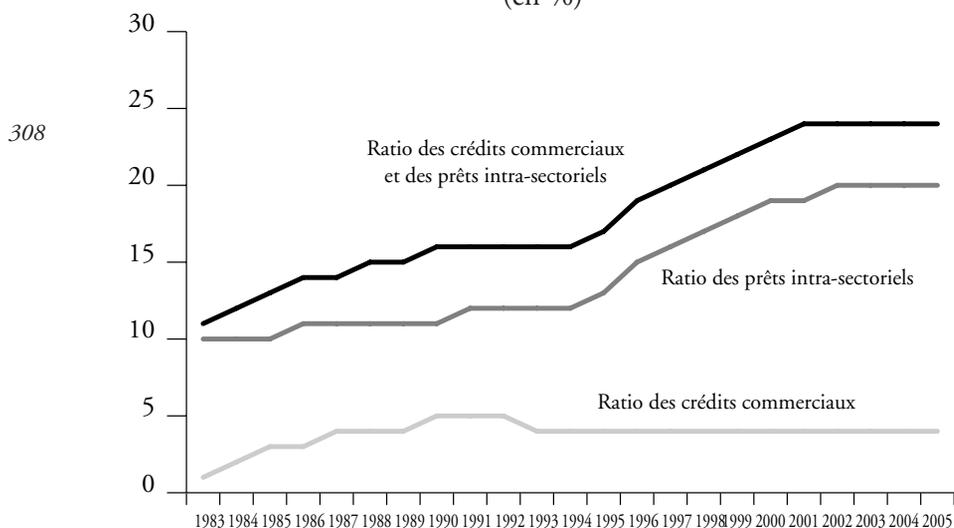
Le poids croissant des crédits non bancaires

L'évaluation de la part des crédits commerciaux et des prêts intra-sectoriels dans les financements externes des ANF met en évidence le poids des crédits non bancaires dans les financements externes des ANF. La part des crédits non bancaires dépasse nettement celle des crédits bancaires. Elle atteint en fin de période 24 % des financements externes (contre 18 % pour les crédits consentis par les IF résidentes aux ANF). Le ratio des crédits commerciaux et des prêts intra-sectoriels a plus que doublé au cours de la période (11 % en 1983, 16 % en 1990, et 24 % en

2005). Cette évolution va de pair avec celle décrite plus haut concernant le crédit bancaire. La montée des crédits commerciaux répond très vraisemblablement aux difficultés d'accès au crédit bancaire. Les relations de long terme que les fournisseurs entretiennent généralement avec leurs clients, font que ceux-ci disposent d'informations privilégiées sur le secteur d'activité, la capacité de remboursement... que les banques n'ont pas (ou pas autant)⁷.

L'augmentation de la part des crédits non bancaires s'explique essentiellement par l'augmentation des crédits commerciaux. La part des crédits commerciaux dans les financements externes des ANF est passée de 10 % en début de période à 20 % en fin de période. En revanche, la part des prêts intra-sectoriels dans les financements externes des ANF n'a quasiment pas dépassé 4 % depuis la fin des années 1980.

Graphique 5
Ratio des crédits commerciaux et des prêts intra-sectoriels
(en %)



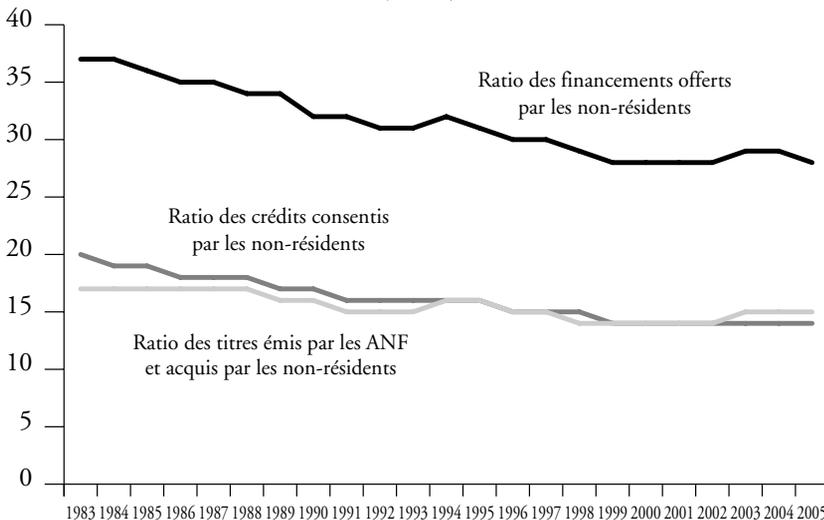
Pour les SNF, les crédits non bancaires représentent la plus large part des financements externes, près de 20 % en fin de période (contre 13 % pour les crédits bancaires). C'était déjà le cas en début de période lorsque les crédits non bancaires représentaient 8 % des financements externes contre seulement 3 % pour les crédits bancaires. Il faut toutefois noter que la part des prêts intra-sectoriels dans les financements externes des SNF est insignifiante (entre 0 % et 1 %) et que l'augmentation du ratio des crédits commerciaux et des prêts intra-sectoriels s'explique uniquement par la hausse de la part des crédits commerciaux.

Pour les APU, la part des crédits non bancaires dépasse également très largement celle des crédits bancaires : 41 % en 2005, soit près du double de la part des crédits bancaires, contre 7 % en 1983 quand les crédits bancaires représentaient alors 18 % des financements externes des APU. À la différence des SNF, les prêts intra-sectoriels représentent pour les APU une part non négligeable des financements externes, proche de 20 % dans les années 1980-1990, en légère diminution ensuite (17 % en fin de période). Les crédits commerciaux ont toutefois largement progressé tout au long de la période, de 2 % en 1983 à 24 % en 2005.

La contribution déclinante des non-résidents

La contribution globale des non-résidents aux financements externes des ANF dépasse largement celle des IF résidentes. Toutefois, cette contribution a continûment décliné tout au long de la période. La contribution des non-résidents (sous forme de crédits et de titres acquis) représentait 37 % des financements externes des ANF en début de période (contre 11 % pour les IF résidentes) et 28 % en fin de période (contre 23 % pour les IF résidentes). Ce fléchissement s'explique à la fois par une diminution des crédits consentis par les non-résidents aux ANF (de 17 % en 1983 à 15 % en 2005) et des titres (émis par les ANF) acquis par les non-résidents (de 20 % en 1983 à 14 % en 2005).

Graphique 6
Contribution des non-résidents aux financements des ANF
(en %)



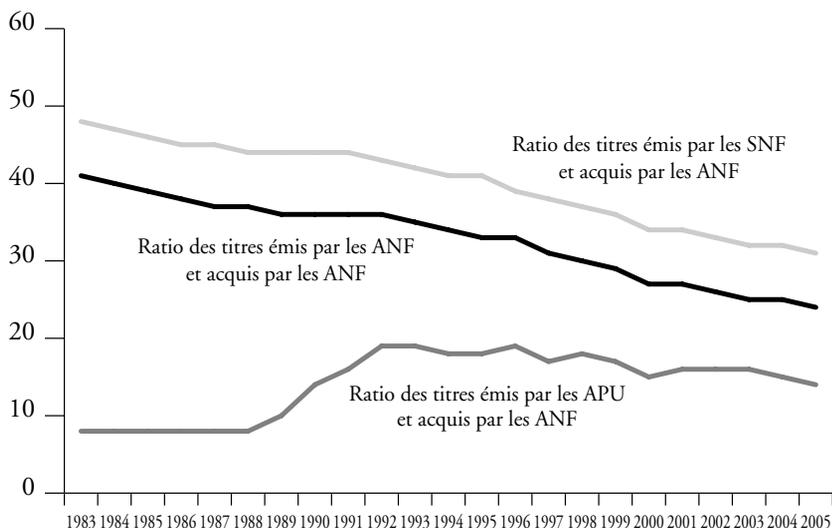
Au niveau sectoriel, la contribution globale des non-résidents aux financements externes des SNF est également largement supérieure à celle des IF résidentes. Elle décroît légèrement au cours de la période passant de 35 % en début de période à 31 % en fin de période. Bien qu'elle accuse un léger fléchissement en passant de 23 % en 1983 à 20 % en 2005, la part des titres (émis par les SNF) acquis par les non-résidents est significativement plus grande que celle des titres (émis par les SNF) acquis par les IF résidentes.

Relativement à la contribution des non-résidents, la structure du financement des APU a beaucoup changé. En début de période, les financements externes des APU provenaient à 60 % des crédits consentis par des non-résidents. Cette part s'est considérablement réduite dès le milieu des années 1980, passant au-dessous de 30 % au début des années 1990, jusqu'à atteindre environ 17 % au début des années 2000. Par ailleurs, en dépit de la libéralisation du marché obligataire (loi de 1988), la détention de titres publics par les non-résidents demeure insignifiante (entre 0 et 1 %).

Le recul des financements directs

Globalement, au cours de la période, la détention directe de titre a baissé, en dépit des réformes entreprises à partir de la fin des années 1980 et au début des années 2000 pour dynamiser les marchés financiers. L'effet stimulant des réformes semble n'avoir joué qu'au niveau de la détention de titres publics jusqu'au milieu des années 1990, puis s'être dissipé par la suite. Il semble en revanche que les réformes ne soient pas parvenues à stimuler la détention directe de titres émis par les SNF, puisque cette part a chuté de 48 % en 1983 à 31 % en 2005. La part des détentions directes de titres émis par les ANF (APU et SNF) ne dépasse pas, en 2005, 24 % des financements externes des ANF alors qu'elle s'élevait à 41 % en 1983, ce qui ne traduisait pas le dynamisme du marché financier en début de période mais l'extrême faiblesse de l'intermédiation des financements. En dépit des efforts déployés par les autorités financières pour développer les marchés financiers, ces derniers demeurent petits et très peu actifs. En 2005, la capitalisation boursière ne dépassait pas 12 % du PIB et le volume total des transactions (mesurant l'activité boursière) représentait moins de 2 % du PIB.

Graphique 7
Ratio des titres émis par les ANF et acquis par les ANF
 (en %)



CONCLUSION

Dans cette étude, nous avons cherché à évaluer la place des banques dans le financement de l'économie tunisienne en fondant notre évaluation sur une décomposition des financements externes. Nous utilisons les données financières de la comptabilité nationale tunisienne et reconstituons, par cumul de flux, des encours non valorisés à partir desquels nous calculons les ratios de financement correspondant à la décomposition des financements externes retenue.

Les résultats obtenus montrent que les intermédiaires financiers résidents jouent un rôle encore faible dans le financement de l'économie tunisienne. Bien que la contribution globale des IF résidentes aux financements externes des ANF, et plus particulièrement la part des crédits consentis aux ANF, progressent tout au long de la période 1983-2005 qui correspond à celle des principales réformes financières mises en œuvre, cette progression est lente, et le taux d'intermédiation des financements des ANF ne dépasse pas 23 % en 2005. Cette proportion de financements intermédiés nous apparaît, en tout état de cause, trop faible pour classer le système financier tunisien parmi les systèmes orientés banques.

À partir de nos ratios, nous mettons en évidence que la faiblesse des crédits accordés par les IF, en part relative, n'est pas compensée par

une intermédiation de marché active (4 % en 2005 contre 5 % en 1983), ni par un essor de la détention directe de titres par les ANF (24 % en 2005 contre 41 % en 1983). Et si la contribution des non-résidents offrait, quant à elle, une compensation forte en début de période, sa part a ensuite continûment diminué (37 % en 1983 contre 28 % en 2005). La faible contribution des IF ne paraît être compensée, et en partie seulement, que par le poids croissant des prêts non bancaires. Cela suggère que la faible contribution des IF résidentes au financement de l'économie tunisienne n'est peut-être pas sans lien avec le faible développement du marché financier. L'émergence des marchés financiers ne peut s'opérer sans une forte participation du système bancaire. L'expérience mondiale montre qu'en développant, à côté de leurs activités traditionnelles, l'activité « d'intermédiation de marché », les banques parviennent à stimuler et à dynamiser les marchés. Or l'essor de l'intermédiation de marché dépend de la capacité des banques à évaluer et à maîtriser les risques, ou autrement dit d'une culture du risque que les banques acquièrent dans l'intermédiation de crédit. À cet égard, la poursuite du développement de l'activité de crédit apparaît comme un préalable nécessaire au développement des marchés de titres. L'Égypte offre un point de référence intéressant avec un développement financier plus avancé qu'en Tunisie ou au Maroc, tant au niveau de l'intermédiation financière qu'à celui des marchés financiers quels que soient les indicateurs utilisés pour le mesurer (indicateurs de taille, d'activité, de concentration, d'efficience...). Le développement des marchés de titres a pris appui sur celui de l'intermédiation bancaire.

Enfin, nos résultats remettent en question la conception traditionnelle du développement financier selon laquelle l'orientation du système financier évoluerait avec le niveau de développement économique, d'un système orienté banque vers un système orienté marché. Pas plus que pour les pays financièrement avancés⁸, le clivage orientation banque / orientation marché n'apparaît pas pertinent dans le cas d'un pays en développement comme la Tunisie, qui poursuit lentement son processus de bancarisation et dont les réformes financières n'ont guère produit de convergence vers plus de marché, précisément parce que le développement des marchés ne peut se faire sans celui des banques.

ANNEXE

Ratios de financement

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	
A) RATIOS - ANF- (en % des financements externes des ANF)																								
crédits consentis par les IF résidentes	5%	6%	7%	8%	7%	8%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	13%	14%	14%	15%	16%	16%	17%	18%	18%	18%	18%	19%
crédits consentis par les non-résidents	17%	17%	17%	17%	17%	17%	16%	16%	15%	15%	15%	16%	16%	15%	15%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	15%	15%
crédits commerciaux et prêts intra-sectoriels	11%	12%	13%	14%	14%	15%	15%	16%	16%	16%	16%	16%	17%	19%	20%	21%	22%	23%	24%	24%	24%	24%	24%	24%
prêts intra-sectoriels	1%	2%	3%	3%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
crédits commerciaux	10%	10%	10%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	12%	12%	12%	12%	13%	15%	16%	17%	18%	19%	19%	20%	20%	20%	20%
titres acquis par les IF résidentes	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	4%	4%	4%	5%	4%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
titres acquis par les non-résidents	20%	19%	19%	18%	18%	17%	17%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	15%	15%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
titres acquis par les ANF	41%	40%	39%	38%	37%	37%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	35%	34%	33%	33%	31%	30%	29%	27%	27%	26%	25%	24%
contribution globale des IF résidentes	11%	11%	12%	13%	14%	14%	15%	16%	16%	17%	17%	18%	18%	18%	19%	20%	21%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	23%
contribution globale des non-résidents	37%	37%	36%	35%	35%	34%	34%	32%	32%	31%	31%	32%	31%	30%	30%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	29%	29%	28%
B) RATIOS - SNF- (en % des financements externes des SNF)																								
crédits consentis par les IF résidentes	3%	4%	5%	5%	6%	6%	7%	8%	8%	9%	9%	10%	10%	10%	11%	12%	12%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
crédits consentis par les non-résidents	12%	12%	12%	13%	13%	12%	12%	12%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	10%	10%	10%	11%	11%	11%	10%
prêts intra-sectoriels et crédits commerciaux	8%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	10%	10%	10%	12%	13%	14%	16%	17%	18%	18%	19%	19%	20%	20%	20%

NOTES

1. Parmi les principales mesures prises, on peut noter :

- en 1988, l'ouverture du marché obligataire qui était auparavant réservé aux banques et aux entreprises non financières ;
- en 1992, le lancement des sociétés d'investissement, afin d'encourager la gestion de titres et le développement du capital investissement (SICAF, SICAV, SICAR) ; la création de nouveaux produits financiers (actions à dividendes prioritaires, titres participatifs, certificats d'investissement, etc.), développement des fonds communs de placements ;
- en 1994, la réorganisation de la Bourse sous la tutelle de deux organes indépendants de contrôle (le Conseil du marché financier) et de gestion de marché (la Bourse des valeurs mobilières de Tunis) ;
- en 1999, l'octroi d'avantages fiscaux aux investisseurs (exonération d'impôt sur certains produits financiers tels que les bons du trésor négociables) et aux émetteurs (une réduction d'impôts sur 5 ans pour les sociétés qui entrent en Bourse et ouvrent leur capital à hauteur de 30 %) ;
- en 2000, la dématérialisation des titres et la mise en place de nouveaux règlements relatifs à l'appel public à l'épargne ;
- en 2001, la création des fonds communs de créance permettant l'acquisition de créances détenues par des banques ou d'autres organismes et l'émission de parts représentatives de ces créances ;
- en 2005, la mise en place de la nouvelle loi sur la sécurité financière.

2. La Banque centrale de Tunisie (BCT) a instauré un programme de mise à niveau du secteur bancaire et de toutes ces institutions financières qui s'est traduit notamment par : la suppression de l'encadrement du crédit, l'adoption d'une nouvelle politique de refinancement par le biais notamment de la libéralisation des taux d'intérêt et la mise en place d'une nouvelle politique de réserves obligatoires, le développement de la monétique, des systèmes de paiement et de la télécompensation, la sécurisation des transports de fonds, la mise en place d'une centrale d'information (telle la centrale des risques) et des impayés, la création de sociétés de recouvrement de créances, la titrisation.

3. Autrement dit, on se concentrera sur l'apport net de fonds des non-résidents.

4. Ceux-ci sont en effet construits selon le principe des comptes écran et ne fournissent donc pas de « qui à qui ». La clé de répartition que nous retenons revient à supposer que la part des titres (actions ou obligations) acquis par les IF par rapport à l'ensemble des acquisitions de titres (par tous les secteurs) est aussi égale à la part des titres de même nature détenus par les IF quel qu'en soit l'émetteur. Si, par exemple, les obligations acquises par les IF représentent $x\%$ du total des obligations acquises par tous les agents, on supposera que les IF détiennent $x\%$ des obligations émises par les ANF, $x\%$ de celles émises par les SNF et $x\%$ de celles émises par les APU.

5. Une annexe méthodologique détaillant les ratios de financement utilisés est disponible auprès des auteurs.

6. Huit ratios en exprimant un ratio supplémentaire pour l'ensemble des crédits non bancaires.

7. La littérature consacrée aux crédits interentreprises va dans ce sens. F. Boissay (2004) montre, par exemple, qu'en dépit des taux élevés appliqués aux crédits fournisseurs, les entreprises y recourent particulièrement lorsque les crédits bancaires sont rationnés.

8. Les différences entre pays financièrement avancés tiennent bien plus aux écarts, au sein des financements intermédiés, entre la part des crédits et celle des titres qu'à ceux, au sein des financements externes, entre financements intermédiés et financements directs de marché. Voir Capelle-Blancard et Couppey-Soubeyran (2003) pour une étude appliquée à l'Europe.

BIBLIOGRAPHIE

- ALLEN F., GALE D. (2000), *Comparing financial systems*, Cambridge, MIT Press.
- ALLEN F., SANTOMERO A. M. (2001), "What do financial intermediaries do?", *Journal of Banking & Finance*, 25, 271-294.
- BECK T., DEMIRGÜC-KUNT A., LEVINE R. (2001), "The Financial Structure Database", in *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets and Development*, MIT Press, Cambridge.
- BECK T., DEMIRGÜC-KUNT A., LEVINE R. (2000), "A new database on financial development and structure", *World Bank Economic Review*, n° 14.
- BOISSAY F. (2004), « Crédits interentreprises et délais de paiement : une théorie financière », *Annales d'économie et de statistique* n° 73.
- CAPELLE-BLANCARD G., COUPPEY-SOUBEYRAN J. (2003), « Le financement des agents non financiers en Europe : le rôle des intermédiaires financiers demeure prédominant », *Economie et statistique*, n° 366.
- CAPELLE-BLANCARD G., COUPPEY-SOUBEYRAN J., SOULAT L. (2008), «The Measurement of Financial Intermediation in Japan», *Japan and the World Economy*, volume 20, issue 1, January 2008.
- DEMIRGÜC-KUNT A., LEVINE R. (1999), "Bank-Based and Market-Based Financial System: Cross-Country Comparisons", *World Bank Working Paper* n° 2143 (reprinted in *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*, MIT Press, Cambridge, 2001).
- EDEY M., HVIDING K. (1995), "An assessment of financial reform in OECD countries", *OECD Working Papers* n° 154.
- INSTITUT NATIONAL DE LA STATISTIQUE DE TUNISIE, *Les Comptes de la Nation base 1983*, Agrégats et tableaux d'ensemble 1990-2004.
- LEVINE R. (2002), « Bank-based or market-based financial systems: Which is better? », *Journal of Financial Intermediation*, 11(4), 398-428.
- LEVINE R. (2005), « Finance and Growth: Theory, Evidence, and Mechanisms », in *Handbook of Economic Growth*. Ph. Aghion & S. Durlauf (eds.), Amsterdam, North-Holland Elsevier Publishers.
- MITCHELL B. (1995), *International Historical Statistics*, Stockton Press, London.
- RAJAN R.G., ZINGALES L. (2003a), "Banks and markets: The changing character of European finance", NBER Working Paper n° 9595.
- RAJAN R.G., ZINGALES L. (2003b), "The great reversals: The politics of financial development in the 20th century", *Journal of Financial Economics*, 69, 5-50.
- WILHELM F. (2002), « Le taux d'intermédiation financière : aspects méthodologiques », Rapport 2001 du Conseil national du crédit et du titre (CNCT).

