



ATELIER ISF -GDRE

Financement des investissements en Tunisie : Le rôle des banques est-il important ?

Manel MAZIOUD¹, Mouldi DJELASSI², Dhafer SAIDANE³

01-04 2009

¹ Assistante contractuelle à la faculté de droit et des Sciences Economique de Sousse, doctorante à l'Université de Tunis EL Manar et à l'Université de Paris1 Ponthéon-Sorbonne. Emeil : manel.mazioud@laposte.net

² Professeur à l'Ecole Supérieure des Sciences Economiques et Commerciales de Tunis et Laboratoire d'Economie d'Orléans

³ Maître de conférence à l'Université Lille 3 – Equipe et Lille School of Management Research Center

Financement des investissements en Tunisie : Le rôle des banques est-il important ?

Version –Janvier 2009

Résumé

Cette étude est consacrée à l'étude de la structure de financement de l'investissement pour le cas de la Tunisie pendant la période allant de 1983 à 2005. Nous calculons à partir des données financières de la comptabilité nationale tunisienne la structure de l'investissement des entreprises tunisiennes. On va dans un premier temps 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. En utilisant une approche différente, on confirmera ensuite 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 dominé par l'autofinancement.

Mots clé : structure de financement, investissement, intermédiaires financiers
Classification JEL

Introduction

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.

Ce que l'on appelle communément « banques » correspond à des institutions qui assurent du financement par crédits en créant des moyens de paiement ad hoc. Il s'agit de la création d'un pouvoir 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), p.38).

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 d'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. On va dans un premier temps 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 (section 1). En utilisant une approche différente, on confirmera ensuite 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 » (section 2). 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 dominé par l'autofinancement.

1. La prise en compte de la structure des ressources nettes des ENF ; une approche alternative

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

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

1.1. 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 en 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 de financement externe des ANF pour mesurer l'importance du secteur bancaire. Ils utilisent aussi 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 qu'on peut tirer de ces indicateurs (orientation banque/orientation marché) sont fondés sur l'importance ou pas 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 les 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.

Les ratios que nous proposons permettent d'examiner la structure de financement des investissements. Rapporier les différentes sources de financement (autofinancement, banque 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 de entreprises.

Le tableau des flux (tableau 1) affiche les origines et les emplois des fonds des entreprises non financières à une période déterminée. Une forme simplifiée de ce tableau est présentée ci-dessous.

Les ressources brutes comprennent les ressources non financières (financement interne) et les ressources financières. Ces dernières sont composées :

- d'emprunts auprès des banques et autres institutions financières similaires,
- des 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,
- des 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 des crédits commerciaux.

Tableau 1 - Origines et emplois des fonds (année n)

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

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 prêts accordés par les établissements financiers sont en partie déposés auprès des établissements financiers. Dans les modèles de concurrence bancaire cette hypothèse est qualifiée de « fuite » dans le système bancaire. Le reste des ressources sert à réaliser des investissements réels. Cette méthode, utilisée dans différentes études sur la comparaison internationale des modes de financement⁴, permet d'estimer la part de chaque source dans le financement des investissements physiques. Le tableau des ressources brutes 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. Le tableau 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.

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

Les problèmes révélés par cette approche sont liés plus particulièrement à la classification retenue pour les actifs financiers et l'amointrissement 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'Etat 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 fusions –acquisitions survenues aux Etats-Unis et au Royaume-Uni pendant les années 1980 ne font que gonfler le poste « actions acquises » dans les emplois, et réduire ainsi la part des actions dans le financement de l'investissement réel. Un autre problème posé par les données nettes agrégées, concerne l'amointrissement 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 gonfle la part des prêts bancaires dans le financement des entreprises. Pour ces différentes raisons, on préfère présenter les résultats révélés par les deux approches tout en reconnaissant leurs limites respectives.

⁴ Voir notamment : Mayer (1988,1990), Mayer et Alexander (1990), Edwards et Fisher (1994), Corbett et Jinkinson (1996), Mullineux (1996), Djelassi (1996).

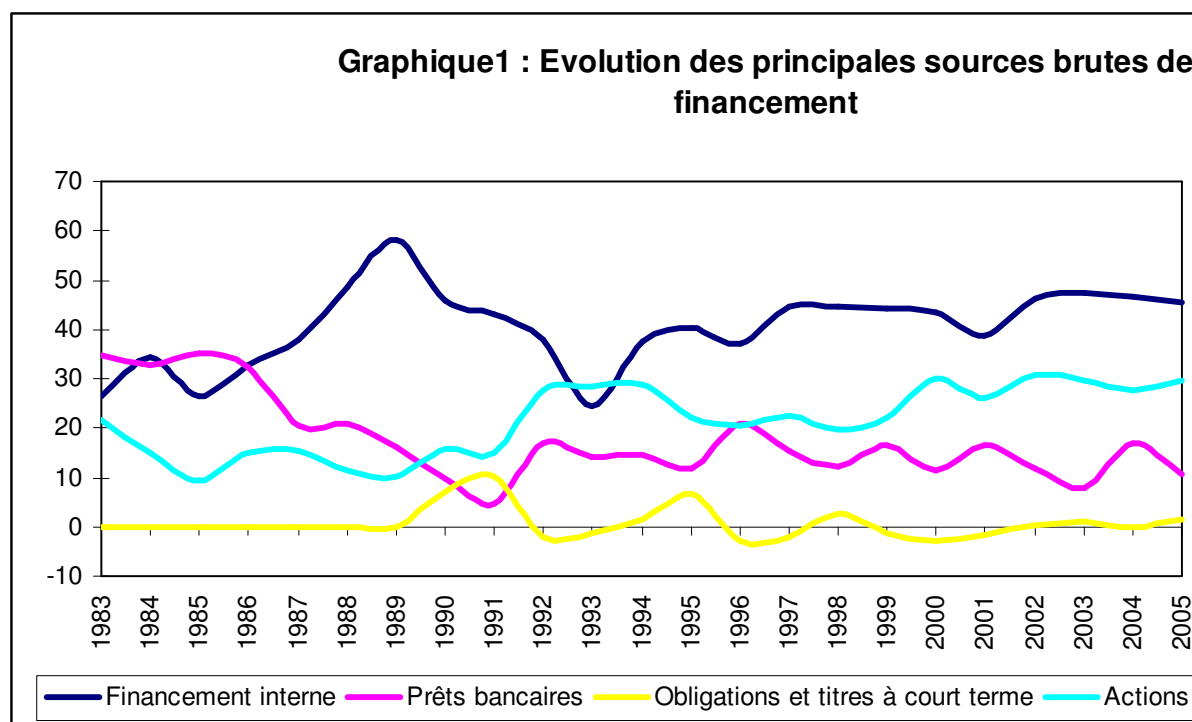
1.3. Structure de financement des entreprises tunisiennes : une analyse des ressources brutes et des ressources nettes

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

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

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	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0



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

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

Observation 1 : quelque soit la période de l'étude, le financement interne est la ressource de financement la plus importante. Si 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 ci-dessous.

Tableau 3 -Autofinancement brut

	1983-1985	1986-1990	1991-1995	1996-2000	2001-2005	1983-2005
--	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

Fin. interne au sens large	38,1	49	48,4	45,8	50,5	46
----------------------------	------	----	------	------	------	----

Ceci conforte la prédominance de financement interne dans la structure financière des entreprises tunisiennes.

Observation 2 : les prêts bancaires perdent de leur influence dans le financement des investissements notamment à partir du début des années 90. Ils sont dominés par le financement par actions.

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

Examinons à présents les ressources nettes de financement des entreprises non financières (tableau 4).

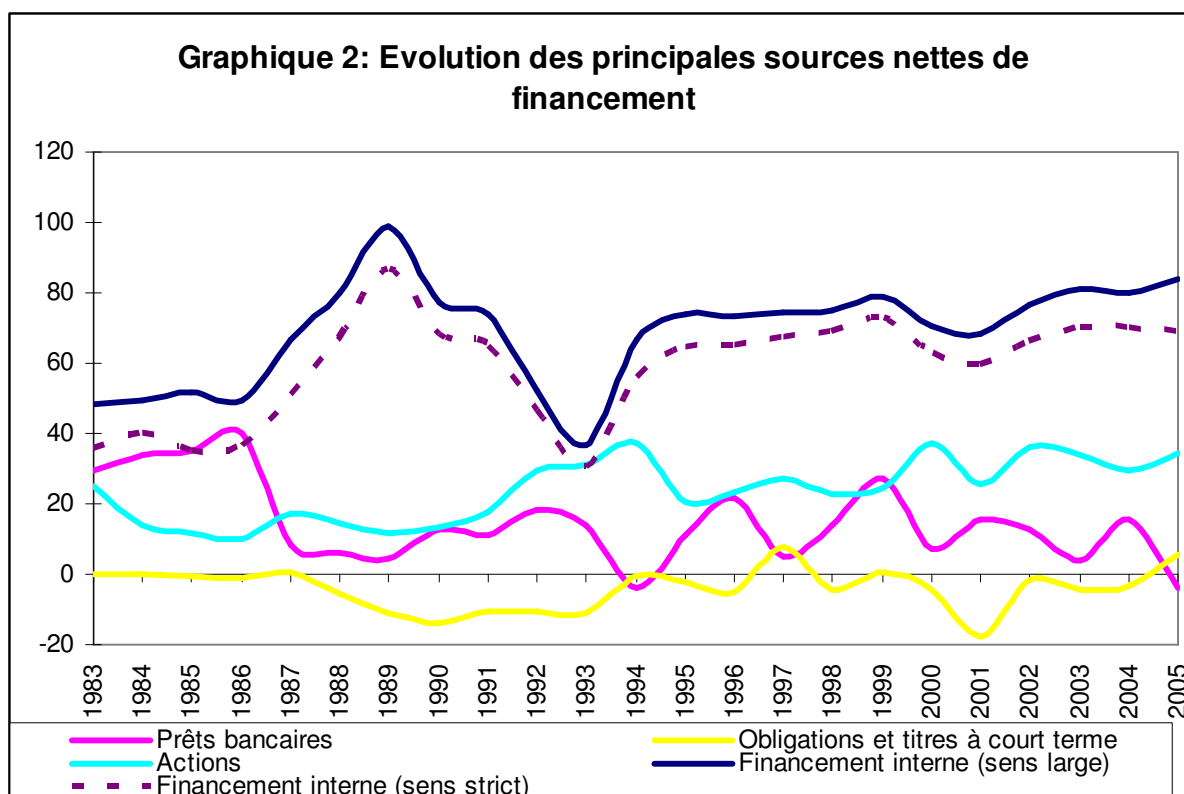
Tableau 4 : Ressources nettes de financement des entreprises non financières (en %)

	1983-1985	1986-1990	1991-1995	1996-2000	2001-2005	1983-2005
Fin interne (sens large)	49,8	63,5	73,7	71,7	76,1	65,9
<i>dont</i>						
Financement interne	35,4	52,7	64,6	64,0	64,1	52,2
<i>dont</i>						
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	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

L'examen des résultats du tableau 4 permet d'établir quelques observations :

Observation 1 : Sur courte période et sur une longue période, le financement interne est la source prédominante de financement des investissements. A partir du début des années 90, les entreprises tunisiennes affichent un taux d'autofinancement supérieur à 70%.

Observation 2 : le second résultat obtenu concerne la contribution assez modeste des crédits bancaires au financement des investissements. 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 financées par les banques, un niveau qui est plus faible que celui du financement par actions. Depuis le début des années 1990, il n'est donc plus possible de considérer la Tunisie comme un pays ayant un système de financement orienté vers les banques.



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 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 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 dans le financement des entreprises sont faibles.

2. Le système financier tunisien n’est ni « Bank Based » ni « 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 ENF via les marchés de capitaux.

2.1. Une désintermédiation conjoncturelle n’est pas l’expression d’une orientation vers une finance de marché

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

Il est vrai que la structure des bilans bancaires a connu une transformation notable mais pas nécessairement dans le sens d’une « marchésation » 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% (tableau 5).

Tableau 5 - Evolution de l'activité des banques de dépôts (en millier de dinars)

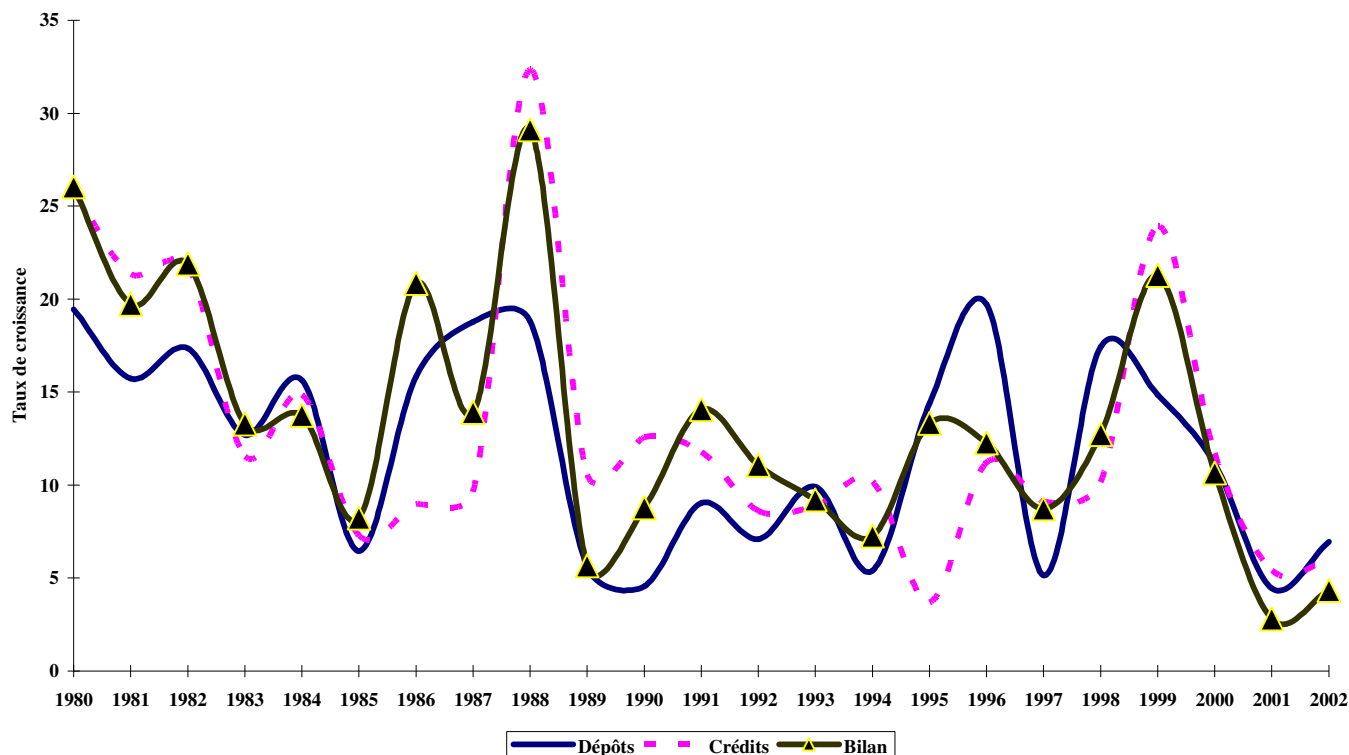
	Total dépôt à vue / Total Bilan	Total Dépôt / Total Bilan	Total Crédit / Total Bilan	Total Portefeuille titre / Total Bilan
1986	31.7	60.3	71.2	2.3
1987	24.4	57.8	64.2	2.6
1988	27	60.2	61.8	2.4
1989	20.6	55.4	63.3	1.9
1990	19.6	55.4	66.3	1.8
1991	16.4	53.3	66.7	2.3
1992	15.6	51	67.2	2.6
1993	15.06	49.1	65.7	2.5
1994	16	49.4	65.6	2.6
1995	16	48.5	67.3	2.6
1996	16	49	61.6	2.4
1997	16.9	52.2	61	2.6
1998	16.8	50.6	61.3	2.8
1999	16.4	52.7	60	2.9
2000	14.9	50	61.2	3.1
2001	15	50.1	61.8	3
2002	13.6	51	61.3	3.7
2003	13.8	52.2	64.3	4
2004	13.6	52.5	64.1	4
2005	13.8	39	63.5	4.1

Source : *Statistiques Financières de la BCT et rapports annuels des banques de dépôts.*

Contrairement à ce qu'on observe dans les banques des pays de l'OCDE depuis une vingtaine d'année (Saïdane (2002)), la baisse de l'activité bancaire en Tunisie n'est pas l'expression d'une marchandisation structurelle des ressources et des emplois mais plutôt le résultat d'une baisse conjoncturelle de l'activité bancaire comme l'indique le graphique ci-dessous (figure 1).

Graphique 3 :

Taux de croissance de l'activité bancaire agrégée des banques de dépôts 1980-2003



Source : Statistiques financières de la BCT et rapports annuels des banques de dépôts

Il apparaît clairement que la baisse des crédits et des dépôts est entraînée par la baisse des bilans bancaires. Si 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 cela n'est pas le cas.

Les tendances qui précèdent corroborent et précisent d'ailleurs les conclusions de Djélassi (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 financements – défini comme le rapport entre les dettes bancaires consentis aux ANF 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 1996-2000. En effet, depuis 1996 on assiste à un mouvement de ré-intermédiation avec un appel croissant aux banques du côté financement comme du côté placement.

De ce qui précède, on conclue que les évolutions erratiques de l'activité bancaire peut 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 conjoncturels que structurels. Pour confirmer cette conclusion nous allons examiner l'évolution de la structure du produit net bancaire.

2.2 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 tunisienne.

Le produit net bancaire renferme deux principale composantes : les produits financiers nets et les produits non financiers nets. La première composante correspond aux intérêts et aux commissions liées aux opérations traditionnelles de prêt ainsi que les dividendes et les revenus d'obligations. La deuxième composante correspond aux commissions sur les services, dont les services liées aux opérations de change. Figurent à ce poste aussi les produits résultant d'opérations exceptionnelles ainsi que les gains de change et les plus-values réalisées sur les opérations sur titres. Cette deuxième composante permet d'apprécier la part du chiffre d'affaires générée par les nouveaux métiers sur les marchés financiers. Le tableau 6 présente l'évolution de ces composantes de 1990 à 2003.

Tableau 6 - Les composantes du produit net bancaire (millier de dinars)

	PNB	Marge d'intérêt/PNB	Commission/PNB	Portefeuille titre/PNB
1986	215.2	78.7	10.6	10.7
1987	226.85	76.05	12.4	11.5
1988	238.5	73.4	14.2	12.4
1989	259.2	72.15	16.45	11.4
1990	280	70.9	18.7	10.4
1991	310	60.05	19.6	12.3
1992	340.1	65.2	20.5	14.3
1993	394.3	63.7	21.15	15.15
1994	471	62.2	21.8	16
1995	488.1	55.4	27.6	17
1996	575.1	59.97	25.29	14.72
1997	560.1	61.5	25.97	12.49
1998	689.7	65	18.5	16.5
1999	767.7	64.2	19.1	16.6
2000	879.7	63	19.4	17.6
2001	941.2	62	20.3	17.7
2002	940.2	60	22	18
2003	926.4	59.3	22.5	18.2
2004	988,4	56.2	22,9	20.8
2005	1.092,4	56.9	22,84	20.4

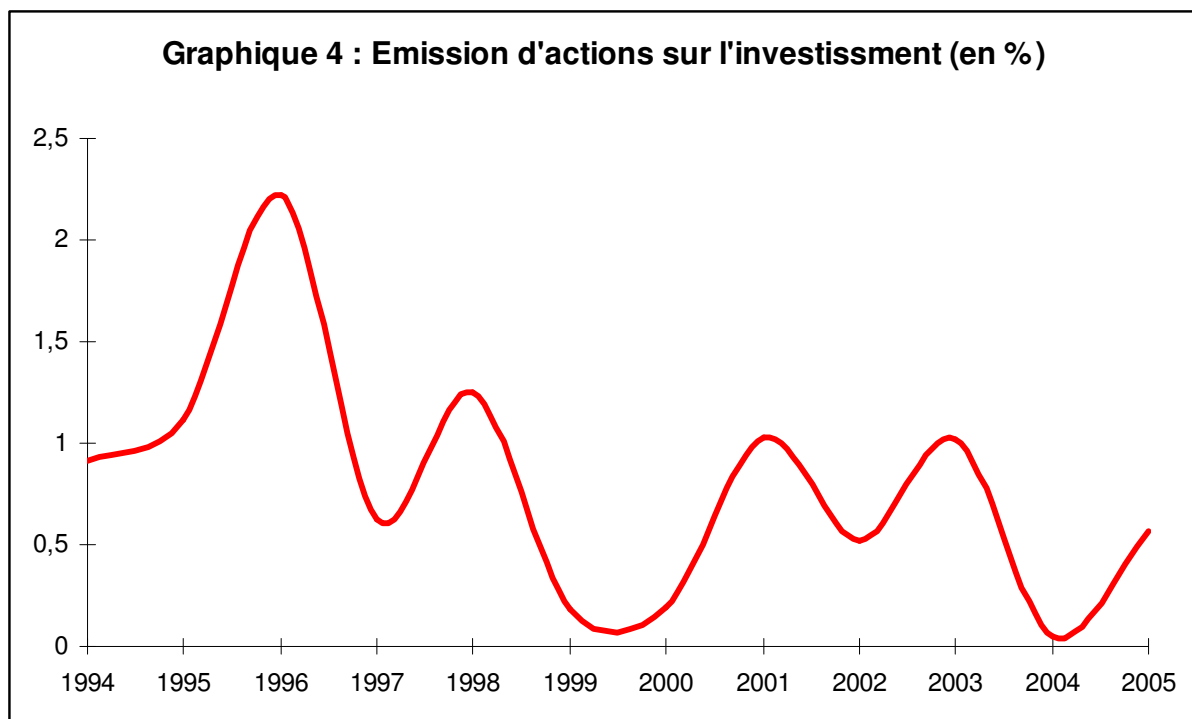
Source : rapports annuels de la BCT

On peut remarquer tout d'abord que la structure du produit net bancaire est assez classique en ce sens que la part des intérêts dépasse 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 d'ailleurs 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 celui de la Banque nationale pour le développement touristique (BNDT) qui avait mobilisé en 1997 un emprunt obligataire auprès des investisseurs internationaux japonais.

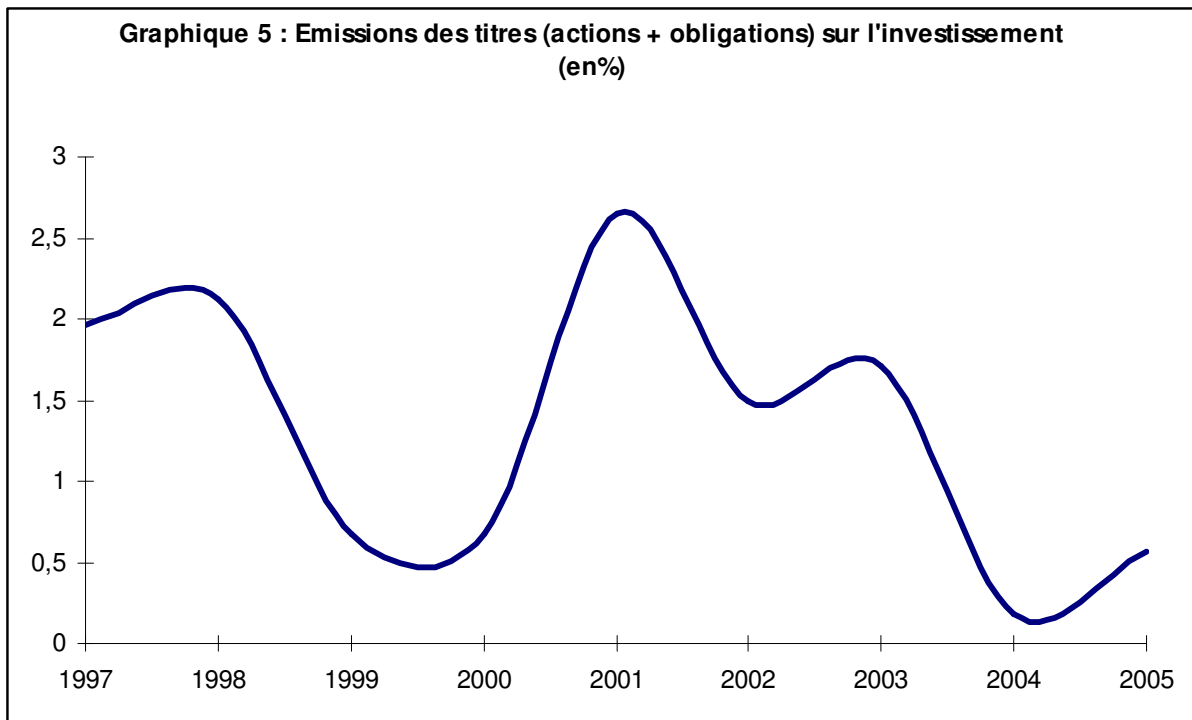
En période de faible conjoncture, notamment vers la fin des années 1980, les banques tunisiennes n'ont pas su compenser la réduction de leurs marges par le développement de nouvelles activités générant des commissions. Plus que le développement de nouveaux métiers, l'évolution de la structure du produit net bancaire relève encore davantage d'un effet conjoncturel. 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.

2.3. Un marché financier à l'impact limité pour les entreprises

Les émissions de titres reflètent le rôle du marché financier dans le financement des entreprises. L'analyse de l'évolution des émissions des titres effectués par les sociétés admises à la cote de la Bourse de Tunis et sur le marché de l'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 le marché financier tunisien rapporté à l'investissement physique reste aux alentours de 2% (graphique 4). La situation ne s'améliore pas même si on ajoute les émissions d'obligations à celles de titres de capital (graphique 5).

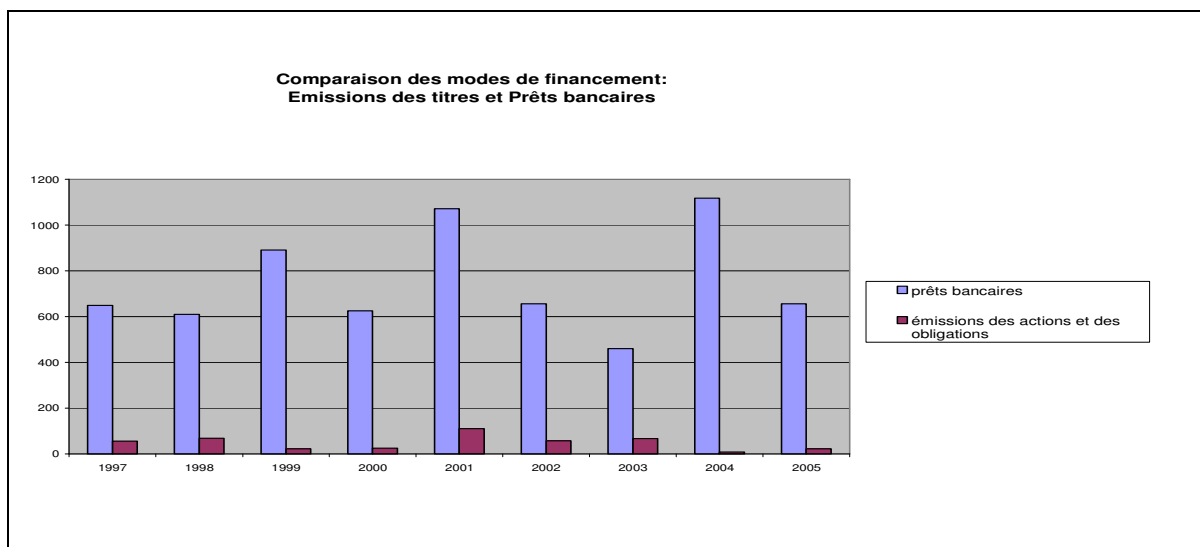


Source : Conseil du marché financier



Source : Conseil du marché financier

Graphique 6 : Comparaison des modes de financement : émissions des actions/obligations et prêts bancaires



Source : CMF et Comptes de la Nation, Tableau économique d'ensemble.

Si l'on rassemblerait l'ensemble des sommes ayant servi à financer les entreprises non financières en Tunisie en 2005 et qui ont transité par le marché financier, elle ne dépasserait pas les 23 millions de dinars sur un total de l'ordre de 655 MD accordés par les banques sous forme de crédit moyen et long terme, soit 3.5%. (figure 6). Le marché financier tunisien reste un vecteur de financement marginal des entreprises non financières. Les émissions de titre de capital restent très faibles et les émissions d'obligations sont pour l'essentiel réalisées par les sociétés financières (sociétés de leasing et banques).

Conclusion

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 ENF en Tunisie demeurent dominés par les instruments traditionnels comme le financement interne et les prêts bancaires, quand toutefois dans ce dernier cas, les banques veulent bien prêter. L'allocation des ressources par les banques est dominée par le rationnement du crédit. La frilosité bancaire peut parfois surprendre face aux montant des crédits accrochés. Ce paradoxe s'explique par les faiblesses en matière d'analyse du risque et une gouvernance bancaire éloignée des normes internationales. 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 » vs « Market Based » que l'on doit à Allen et Galle (1995) avec 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.

Bibliographie

Aglietta M. (1998), *Macroéconomie financière*, La découverte.

Allen F. et D. Gale, (1995), «A welfare comparison of the German and U.S. financial system», *European Economic Review*, n° 39, pp.179-209.

Chari I. et Couppey-Soubeyran (2007), « La place des banques dans le financement de l'économie tunisienne », à paraître in *Revue d'économie financière*.

Corbett J. et Jenkinson T.J. (1996) : « The Financing of Industry, 1970-1989: An International Comparison », *Journal of the Japanese and International Economies*, 10, p. 71 - 79.

Djelassi M. (1996) : « Analyse comparative des structures de financement et des mécanismes de contrôle des firmes : fondements micro-économiques et implications macro-économiques », 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.P. (1988), «New Issues in corporate finance », *European Economic Review*, vol 32, p.1167 - 1183.

Mayer C. (1990) : « Financial systems, corporate finance, and economic development ». in *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, Hubbard G. 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. (2002), «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. (2002), "Systèmes financiers et transition : où en est-on ? Une revue critique de la libéralisation financière", *Revue d'Etudes Comparatives Est-Ouest*, vol 33, n°4, 2002, pp.5-46.