

Document de Travail

Développement,
Intégration
Régionale et
Ajustement en
Méditerranée

LES SYSTEMES BANCAIRES ET
FINANCIERS DANS L'OUVERTURE
A L'ESPACE EUROPEEN : UNE
COMPARAISON PECO-MAGHREB

DIRAM

Développement, Intégration Régionale et Ajustement en Méditerranée

Document de travail DIRAM n°1

Janvier 1999

JEAN-YVES MOISSERON/ DJAMILA DAHMANE / ANNE JOSEPH

Paru dans Boudhiaf M. , Rajhi T. (Eds) [2000], *Impact de l'élargissement de l'Union Européenne aux PECO sur les pays Sud-Méditerranéens*,

**LES SYSTEMES BANCAIRES ET
FINANCIERS DANS L'OUVERTURE
A L'ESPACE EUROPEEN : UNE
COMPARAISON PECO-MAGHREB**

DIRAM est un programme de recherche IRD (Institut de Recherche pour le Développement) mené en collaboration avec l'Université de Tunis III.
Contact : Jean-Yves Moisseron, tel : 00 216 1 744 553, e-mail : moisseron@planet.tn

L'élargissement de l'Union Européenne à deux zones géographiques voisines, le Maghreb, d'une part et les pays de l'Est d'autre part, impose aux pays de ces deux zones toutes une série de défis à relever pour que leur intégration se solde par un gain global en termes de croissance et de bien-être. Parmi les réformes très nombreuses à entreprendre, le système financier apparaît comme un secteur stratégique. Il faut qu'il facilite l'ajustement de ces économies à un environnement concurrentiel assez différent de leur fonctionnement actuel. Ce sera l'objet de la première partie de dresser les caractéristiques que doit remplir un système financier pour être efficace dans un environnement concurrentiel.

Mais, il ne suffit pas que le système financier soit intrinsèquement performant, il faut également qu'il soit cohérent avec les formes de régulation économique plus globales. En voulant s'intégrer à une zone très largement libéralisée et déréglementée, les pays de l'Est et du Maghreb s'imposent une transformation de leur fonctionnement. Cet impératif était évident pour les pays de l'Est puisqu'il s'agissait pour eux d'abandonner le système de planification impérative, mais c'est également le cas des pays du Maghreb qui doivent adapter leurs structures à un mode de fonctionnement nouveau, basé sur un marché global, déréglementé, fortement compétitif et ouvert sur le monde extérieur. Cette contrainte de nature systémique peut être interprétée comme le passage d'une économie d'endettement à une économie de marché des capitaux que nous rappellerons dans la deuxième partie, la dernière partie, quant à elle, sera consacrée à une étude empirique à travers cette grille d'analyse.

1 / Les caractéristiques d'un système financier adapté à l'ouverture

L'ouverture commerciale d'un pays est supposée avoir des effets bénéfiques sur la croissance par l'intermédiaire de plusieurs mécanismes. Les deux principaux étant une ré allocation des ressources vers des investissements plus conformes aux avantages comparatifs et un accès à la technologie étrangère. Cependant, ces effets bénéfiques de l'ouverture peuvent être remis en cause en l'absence d'un système financier efficace.

1.1 Importance du secteur financier dans le fonctionnement d'une économie

Alors que dans les premiers modèles de croissance, le secteur financier jouait un rôle marginal dans le processus de développement économique, il est désormais admis que la sphère financière est un facteur de croissance essentiel. En ce qui concerne les pays en développement, McKinnon et Shaw (1973) ont montré que la répression financière nuit à la croissance économique. La "répression financière" se manifeste par des taux d'intérêt réels fixés arbitrairement au-dessous de leurs valeurs d'équilibre, par une orientation sélective du crédit, par l'existence de réserves obligatoires et un manque de concurrence au sein du système bancaire. Leurs travaux ont été très critiqués, en particulier sur le lien existant entre épargne et taux d'intérêt réel. Par ailleurs, la prise en considération d'un secteur financier informel par les néostructuralistes [Van Wijnbergen (1983 a et b) et Taylor (1983)] aboutit également à des conclusions opposées à celles de McKinnon et Shaw sur les effets de la répression financière. Même si certaines des conclusions de McKinnon et Shaw sont discutées, il est dorénavant admis l'importance d'un secteur financier efficace pour permettre un processus de croissance économique.

En effet, la sphère financière agit sur la sphère productive par deux biais : la quantité et la qualité des investissements. Le canal "quantité" des investissements peut être divisé en deux : il s'agit de la quantité d'épargne collectée par le secteur financier et de la quantité d'épargne que le secteur financier alloue effectivement aux agents économiques. Le canal "qualité des

investissements" a été mis en évidence par les théoriciens de la croissance endogène. Le développement de la sphère financière a un impact positif sur les investissements grâce à une meilleure gestion du risque de liquidité, une diversification du portefeuille et une orientation de l'épargne vers les placements les plus productifs. Du fait des interactions à double sens entre sphère financière et productive, Berthélemy et Varoudakis (1994) montrent que si le secteur financier d'un pays est insuffisamment développé, l'économie peut être prise dans un piège de pauvreté.

1.2 Caractéristiques d'un système financier adapté à l'ouverture internationale

L'ouverture qui implique l'arrivée de nouvelles entreprises et une plus grande concurrence vis à vis de l'extérieur, suppose pour être bénéfique au pays, une adaptation de la structure de l'économie à ses avantages comparatifs et donc une ré allocation des ressources. L'efficacité du système financier réside dans cette capacité permanente à assurer une mobilité intersectorielle des facteurs. Si le système financier ne peut permettre cette ré allocation, certaines entreprises anciennes risquent de disparaître faute de trouver des ressources pour ajuster leur processus de production, tandis que la création de nouvelles entreprises serait ralentie faute de capitaux disponibles.

L'ouverture commerciale permet par ailleurs d'importer davantage de biens d'équipements et plus généralement d'accéder à la technologie étrangère. Mais il est nécessaire dans ce cas de pouvoir mobiliser des capitaux afin de financer ces importations. Là encore, un système financier inadapté risque d'entraver le potentiel de développement des entreprises locales.

Le système financier doit donc être capable de collecter suffisamment de ressources et d'éviter que les capitaux ne fuient le pays. La libéralisation commerciale est difficilement concevable sans une libéralisation financière. Dès lors, il devient plus nécessaire de veiller aux éléments déterminants le solde de la balance des capitaux, d'autant plus que l'ouverture se traduira sans doute, pour les pays du Maghreb, du moins, par un accroissement du déficit de la balance commerciale qui devra être compensé par des entrées de capitaux. Dans un contexte d'ouverture des marchés, il est nécessaire d'avoir des taux d'intérêt capables, d'une part d'attirer l'épargne étrangère, mais également de mobiliser l'épargne interne qui viendra compenser l'augmentation probable du besoin de financement de la Nation. Naturellement, le niveau de la fiscalité ne doit pas décourager la constitution d'une épargne suffisante.

Il est également souhaitable que les épargnants disposent d'une assez grande diversité des produits d'épargne, un continuum de produits, qui assure une satisfaction en termes de risque, d'échéance, de rendement aux besoins diversifiés d'agents économiques qui devront disposer d'instruments de gestion ou de placements plus souples. La concurrence au sein des établissements financiers facilite l'innovation et la vérité des taux.

L'ensemble du système bancaire et financier doit fonctionner sur la base des mécanismes de marché pour transmettre à l'ensemble des agents économiques des informations fiables. Les décisions de prêts et d'emprunts, ainsi que leurs conditions d'échéance et de taux doivent être librement négociées. Le système bancaire doit acquérir une plus grande indépendance par rapport à l'Etat et les formes de régulation monétaires doivent s'orienter vers une régulation par les taux.

La mobilisation de l'épargne auprès des établissements financiers suppose également que les agents aient confiance dans les intermédiaires financiers et estiment être capables de récupérer leur épargne. D'où la plus grande importance accordée à l'information : informations des banques

vis à vis des agents non financiers (notamment sur le respect des ratios de solvabilité et de liquidité), mais également informations des entreprises vers les banques concernant leur comptabilité.

Pour assurer l'efficacité du système, il faut aussi en cas de défaillance d'une entreprise, que les banques soient à même de pouvoir récupérer leurs créances. Cet aspect est d'autant plus important, que dans un premier temps, l'ouverture d'un pays entraîne la fermeture des entreprises les moins rentables.

Cela signifie tout d'abord que les banques obtiennent des garanties fiables de la part des entreprises et qu'elles puissent revendre facilement ces garanties. La clarification du droit de propriété est alors indispensable. Afin que les actifs des banques ne soient pas immobilisés dans des créances non performantes, elles doivent pouvoir récupérer leurs créances en cas de non paiement des entreprises. Cela signifie qu'il est indispensable que les lois sur les faillites et les procédures de recouvrement soient adaptées au contexte économique du pays et surtout qu'elles soient appliquées correctement par les différents acteurs concernés.

Enfin la gestion des moyens de paiement, dans le contexte d'ouverture avec l'extérieur, doit être assurée avec efficacité pour pouvoir assurer les transferts de capitaux.

Telles sont quelques unes des caractéristiques que doit remplir un système financier dans un contexte d'ouverture de l'économie. Cependant, dans le cas de l'intégration des pays de l'Est et du Maghreb, ces éléments ne sont pas suffisants. Il est également nécessaire que le système financier soit cohérent avec l'ensemble des mécanismes nouveaux qu'imposent cette ouverture. Cette contrainte de cohérence s'impose parce que l'espace auquel s'ouvre ces pays est un espace très concurrentiel fonctionnant avec des marchés de capitaux très volatiles où les signaux transmis par les taux d'intérêts ont une influence décisive sur les décisions économiques.

2/ Les concepts d'économie d'endettement et de marchés des capitaux et l'intégration à l'économie internationale.

Dans le processus de transition vers un système économique adapté aux ambitions d'ouverture, les pays des deux zones géographiques considérées ne se trouvent pas dans la même situation, du fait de leur histoire et de leurs structures économiques initiales. La transition à l'Est s'opère à partir de systèmes économiques qui furent longtemps organisés selon le principe de la planification impérative. Bien que ces pays se soient engagés dans un processus de transition vers l'économie de marché, leurs systèmes financiers restent marqués par cette origine et par les difficultés spécifiques du processus de transformation².

Pour les pays du Maghreb, la transition est d'un autre type, dans la mesure où les changements envisagés n'ont pas l'ampleur des bouleversements opérés dans les anciennes économies socialistes. Il ne s'agit pas de changer de système, mais de passer d'une économie en voie de développement marquée par un fort interventionnisme de l'Etat à une économie de marché ouverte.

Malgré la différence de contexte initial, et de niveau de développement, on peut considérer que sur le plan financier, l'adaptation nécessaire des structures de financement est

2 J-Yves Moissoner, 1993, Les réformes bancaires et financières des économies ex-socialistes dans la transition vers l'économie de marché, Thèse, Paris I.

relativement commune aux pays des deux zones. Dans les deux cas en effet, il s'agit de passer d'un système financier de type "économie d'endettement", à un système financier de type "économie de marchés des capitaux".

Nous allons tout d'abord rappeler ces concepts et ensuite, nous montrerons, qu'ils sont utiles pour l'analyse de la transition financière au Sud comme à l'Est et qu'ils permettent de "situer" l'état actuel des systèmes financiers par rapport à l'objectif d'intégration dans la zone européenne.

2.1 Economie d'endettement et économie de marché des capitaux.

Cette distinction, tirée des travaux de Hicks et prolongée par V.Levy-Garboua a connu en France un certain succès théorique et a été particulièrement utile pour décrire les mutations financières internationales qui se sont produites dans les années 1980⁽³⁾. La distinction entre les deux types de système repose essentiellement sur la façon dont s'opère la mise en contact des agents économiques non financiers dans les circuits des financements. Deux cas de figures doivent être envisagés.

Dans le cas d'une économie dite « de marché des capitaux », les financements se font directement entre les agents économiques. Le plus souvent, ils se procurent des ressources financières sur les marchés en émettant des titres d'endettement ou de propriété⁴. Ceux-ci sont acquis par les institutions financières, par les ménages ou par les agents qui disposent de capacités de financement excédentaire de façon structurelle ou conjoncturelle⁵.

Offres et demandes de capitaux se confrontent alors directement sans passer par la médiation d'un intermédiaire financier. Les taux d'intérêts fixés sur les marchés en fonction de l'offre et de la demande jouent un rôle essentiel dans la détermination des conditions d'emprunt. L'exemple idéal d'un tel marché est le marché des valeurs mobilières. Les intermédiaires financiers ne sont pas nécessairement absents de la finance directe mais leurs opérations ne portent pas sur l'activité de crédit bancaire. Ils peuvent agir à titre de courtier. Ils servent de conseil pour l'émission des titres ou de garantie pour leur écoulement sur le marché à des conditions optimales.

Dans une économie dite "d'endettement", la mise en rapport des offreurs et des demandeurs se fait par des intermédiaires financiers et bancaires. L'exemple le plus simple est celui de la banque de dépôt qui draine l'épargne disponible auprès des agents disposant d'excédents et qui prête sur la base de ces ressources aux agents déficitaires. Il s'agit dans ce cas de financements intermédiés car l'agent financier opère une transformation des créances qui touche les échéances, les risques, le terme et la liquidité. A l'inverse de ce qui se passe sur un marché financier, la créance de l'agent excédentaire n'est plus la dette de l'agent déficitaire.

L'agent financier est au centre des rapports créanciers à débiteurs. Comme l'indique le schéma suivant, représentant les bilans des agents.

³ J.R.HICKS, 1974, *The Crisis in Keynesian Economics*, Oxford, Basil Blackwell, et V.LEVY-GARBOUA, B.WEYMULLER, 1985, *Macroéconomie contemporaine*, Paris, Economica.

⁴ Une partie importante des participations d'entreprises ne sont pas négociables sur un marché, même si ces participations doivent être prises en compte dans la finance directe.

⁵ Le reste du monde est un secteur institutionnel qui acquiert une partie souvent importante des titres émis.

FINANCE DIRECTE					
<i>Agent Excédentaire</i>			<i>Agent déficitaire</i>		
Actif	Passif		Actif	Passif	
Titres (souscrits)				Titres (émis)	
INTERMEDIATION					
<i>Agent Excédentaire</i>		<i>Intermédiaire financier</i>		<i>Agent Déficitaire</i>	
Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
Dépôt (à vue et épargne)		Crédit à agent déficitaire	Dépôt d'agent Excéden- taire		Emprunt auprès de l'intermédi aire financier

Il va de soi que les systèmes financiers actuels dans tous les pays participent à la fois à la finance directe et de la finance intermédiée. Le système d'économie d'endettement est celui où prédomine la finance intermédiée, c'est à dire le système bancaire, tandis que dans l'économie de marché des capitaux, c'est la finance directe qui assure principalement le financement. Les marchés des capitaux ont alors une place prépondérante. Le crédit n'est ici destiné qu'aux agents dont la dimension est insuffisante pour avoir accès au marché des titres (ménages, PME...) ainsi qu'aux entreprises qui, pour des opérations à court terme font appel aux banques.

Empiriquement, il est possible d'estimer un taux d'intermédiation qui mesure la part de la finance intermédiée dans l'ensemble des financements. Si ce taux est faible, c'est que la finance directe domine. Si le taux est élevé, les agents ayant des besoins de financement s'adressent principalement aux banques. En réalité, la définition d'un taux d'intermédiation n'était pas évidente et selon que l'on retienne une notion stricte ou élargie, les résultats peuvent être opposés même lorsque l'on dispose d'informations précises et détaillées⁶.

Mais la distinction entre les deux systèmes ne se limite pas à la nature de l'intermédiation. C'est d'ailleurs ce qui fait toute la richesse et l'intérêt du concept. La nature du circuit de financement conditionne en effet toute une série d'éléments de structure qui ont leur cohérence propre et qui reflète des systèmes de financement très différents.

Dans le cas de l'économie de marché des capitaux, l'Etat n'intervient que comme un agent parmi d'autres sur des marchés des capitaux volumineux ouverts à de nombreux agents économiques, connectés entre eux et sur l'extérieur. La banque centrale conserve naturellement un pouvoir important et fait sentir son action sur l'ensemble des marchés, mais dans un tel contexte, elle ne peut intervenir durablement contre les tendances des marchés et elle subit une contrainte externe qui limite ses marges de manœuvre. C'est pourquoi l'économie de marchés des capitaux s'impose dans des systèmes économiques où l'action de l'Etat est limitée et où les

⁶ R.Monfront, 1989. « Les évolutions du système financier français à travers le TERF », *Cahiers économiques et monétaires*, n° 34,

formes de régulation s'opèrent sur les marchés comme ce fut le cas par exemple des économies européennes du 19^{ème} siècle.

Après la 2nde guerre mondiale, les Etats ont été dans la nécessité d'intervenir beaucoup plus directement dans le fonctionnement des économies en raison des crises, des guerres ou des impératifs de la reconstruction. Dans ces périodes, l'épargne nationale n'était plus en mesure d'assurer les besoins de financement des entreprises alors même que l'Etat tentait d'accélérer l'investissement. Ce déséquilibre créait des besoins de financement qui ne pouvaient être satisfaits à des coûts acceptables, par les ressources d'épargne disponibles. C'est pourquoi il fallait financer l'économie par le crédit, à savoir par la création de nouveaux moyens de financement. Il fallait en plus assurer une plus grande transformation des créances en raison des préférences des ménages pour l'épargne liquide. Ces émissions de crédits augmentent l'endettement des entreprises auprès des banques de second rang, mais induisent aussi un besoin de financement auprès de la Banque Centrale. C'est pourquoi l'économie d'endettement se caractérise par un double niveau d'endettement : endettement des entreprises par rapport aux banques de second rang et endettement des banques de second rang vis-à-vis de la Banque Centrale.

Cette dernière est la seule institution capable de répondre aux besoins de financement important des banques de second rang et elle assure en dernière instance la liquidité du système financier. Son rôle de prêteur en dernier ressort est déterminant. Par son intermédiaire, l'Etat est finalement un acteur dominant du système financier. Il exerce une influence décisive sur les conditions de refinancement des agents économiques.

L'économie d'endettement constitue donc un ensemble cohérent : le décalage entre les ressources d'épargne et les besoins de financement induits par la politique volontariste de l'Etat se traduit par la nécessité d'avoir massivement recours à des crédits qui anticipent la création de richesses, plutôt que sur des ressources acquises sur une richesse déjà accumulée. A la politique volontariste de l'Etat répond la prise en charge par la Banque Centrale de la clôture du circuit financier. Elle s'affirme comme prêteur en dernier ressort.

Mais ce pouvoir est paradoxal dans la mesure où l'obligation d'assurer à tout prix le bouclage du système, rend finalement la Banque centrale dépendante des opérations des banques de second rang, d'où la nécessité dans certains cas de contrôler directement l'activité des banques de second rang par des procédures d'encadrement du crédit⁷.

L'économie d'endettement rompt par ailleurs l'ajustement par les prix. Une hausse des besoins de financement ne se traduit pas par une tension sur les taux mais par une augmentation de l'offre de crédit. Les taux d'intérêt cessent de refléter les conditions d'offre et de demande. Ils demeurent faibles en valeur réelle du fait des pressions inflationnistes propres à l'économie d'endettement. La faiblesse des taux répond d'ailleurs à la volonté des pouvoirs publics de permettre aux entreprises de se financer et à faible coût. De plus, les institutions financières doivent transformer massivement les placements liquides des ménages en emplois à long terme (comparativement à une économie de marché de capitaux). Elles subissent donc un risque important lié à la transformation des échéances. Ces deux aspects rendent difficile une régulation monétaire par les mécanismes de marché car une gestion par les taux fragiliserait encore plus les banques de second rang.

⁷ La Banque centrale se trouve donc contrainte et ne dispose pas de moyen d'agir contre l'excès de création monétaire.

Comme cela a été évoqué, un tel système est potentiellement inflationniste dans la mesure où la Banque Centrale valide ex-post la création monétaire des banques de second rang. Or, le poids croissant des contraintes externes dans des économies de plus en plus ouvertes, rend plus nécessaire la lutte contre l'inflation. L'ouverture est donc peu compatible avec une économie d'endettement.

En ce qui concerne la structure financière des entreprises, il faut noter les conséquences suivantes. En effet, l'économie de marché des capitaux ne peut fonctionner que s'il existe une incitation à l'épargne longue sous forme de titres financiers. Il est donc nécessaire d'assurer des taux réels positifs pour mobiliser les ressources des agents disposant d'une certaine capacité de financements. Ici encore, les taux réels négatifs ne sont pas compatibles avec une économie de marché des capitaux.

Dans le cadre de l'économie d'endettement, la nécessité de contrôler la création monétaire à son point de départ mais aussi la volonté d'influer sur le développement des secteurs économiques, conduit l'Etat à mettre en place des dispositifs d'incitations particuliers comme des procédures de bonification du crédit ou une différenciation de l'accès aux refinancements centraux selon la destination des crédits. C'est pourquoi, l'économie d'endettement est parfois considérée comme une économie administrée⁸.

Dans un tel système, le marché monétaire se résume essentiellement à un marché interbancaire où n'interviennent qu'un nombre réduit d'opérateurs, principalement les banques. Enfin, les établissements financiers se font peu concurrence, soit en raison des limitations d'activité, soit parce qu'ils opèrent sur des circuits spécialisés qui disposent de privilèges particuliers.

⁸ Commissariat général au Plan, 1987, *Perspective du financement de l'économie française*, La documentation Française, mai

Comparaison entre une économie d'endettement et une économie de marché de capitaux

	Economie d'endettement	Economie de marché des capitaux
Finance	Directe	Intermédiée
Etat	Interventionniste	Faible
Banque Centrale	Position dominante mais Action contrainte	Action discrétionnaire
Marché Monétaire	Cloisonné ou limité aux Banques, peu d'instrument	Décloisonné et ouvert aux agents non financiers
Innovations financières	Limitées	Importantes
Régulation monétaire	Taux administrés	Taux de marché
Banque de second rang	Spécialisées, peu de concurrence, fortement endettées vis à vis de la Banque Centrale	Universelles, forte concurrence, faiblement endettées vis à vis de la Banque Centrale
Entreprise	Faible autofinancement	Autofinancement suffisant
Epargne des Ménages	Insuffisante et préférence pour les placements liquides	Placements en valeurs mobilières
Marché des changes	Contrôle des change	Marché au comptant et à terme
Inflation	Elevée	Faible
Courbe de taux d'intérêt	Déterminée par la Banque Centrale	Déterminée par le marché
Taux d'intérêt réels	Faible voire négatif	Positif
Concurrence avec l'extérieur	Faible	Forte
Taux d'intermédiation	Elevé	Faible
Marché des capitaux	Peu développés	Dynamiques et développés

2.2 En quoi une économie d'endettement est incompatible avec une économie ouverte sur l'extérieur et intégrée à l'économie mondiale.

Il est intéressant de noter que l'une des explications récurrentes des réformes du système financier français dans les années 1980 était la nécessité d'adapter les circuits de financement à la globalisation de l'économie Française, ainsi qu'à l'intégration croissante dans l'espace Européen.⁹ Or, c'est précisément la même raison qui est invoquée aujourd'hui par les pays de l'Est et du Sud pour transformer leur système financier. L'intégration à l'espace Européen suppose la poursuite de réformes financières qui ont été généralement engagées dans les années 1980 pour les pays du Maghreb¹⁰.

⁹ « Les réformes du système financier français mises en place dans les années 80, ont été accomplies au nom de la modernisation et de l'ouverture », Ministère des finances, 1986, *Livre blanc sur les réformes de financement de l'économie*, la documentation française, 1986. On peut également citer J.J.SANTINI, *Les nouvelles caractéristiques du système financier français*, les cahiers français, n° 238, octobre 1988. " Dans l'ensemble, le passage de la France d'un système d'économie d'endettement à un système d'économie de marché des capitaux semble ainsi avoir été déterminé à la fois par le contexte international et par les limites intrinsèques de ce système, générateur d'inflation et de distorsions économiques ".

¹⁰ " Les défis de compétitivité liés à l'accord d'association projetant la création d'une zone de libre-échange entre la Tunisie et l'Union Européenne ont nécessité la mise en place d'un

L'économie mondiale dans laquelle s'intègrent les pays des deux zones via l'intégration européenne est une économie globalisée et très largement déréglementée où dominent les ajustements par le marché. Pour que les pays des deux zones puissent tirer partie de cette intégration, il est nécessaire que le fonctionnement interne soit en phase avec celui du reste de l'économie mondiale.

En matière commerciale, par exemple, le démantèlement tarifaire n'aura des effets positifs sur les économies internes que dans le cas où le pays réalloue ses facteurs de production conformément à ses avantages comparatifs. Or ceci suppose que le marché interne puisse fournir aux agents économiques une information fiable sur les coûts, ce qui implique également la mise en place d'un marché des changes décentralisé. Autre exemple, les accords de libre échange accentueront dans un premier temps, le déficit de la balance courante qui induira une augmentation des financements extérieurs ayant des conséquences financières et monétaires. Sur le plan financier, il sera nécessaire de favoriser les investissements directs étrangers et de tenir compte des taux d'intérêts mondiaux pour l'émission de titres. Sur le plan monétaire, une plus forte intégration à l'économie mondiale, augmentera les transactions sur le marché des changes. L'ouverture pour les pays des deux zones se traduira par un risque de variation plus importante des cours de monnaies nationales.

Là encore, la mobilité des capitaux à court terme confère aux prix, taux d'intérêts et taux de change, une place importante dans la régulation des circuits financiers. Attirer les capitaux à court terme devient un impératif de la globalisation, d'où la compétition à laquelle se sont livrées les places financières des pays développés pour attirer les opérateurs.

Il faut ajouter qu'un autre aspect tout aussi important incite les économies qui s'intègrent à l'économie mondiale à abandonner l'économie d'endettement. Nous avons vu que celle-ci était inflationniste. Or dans le contexte de l'ouverture, il devient essentiel de lutter contre l'inflation pour maintenir la compétitivité des entreprises et pour obtenir une structure de prix reflétant les raretés relatives. Cette politique de lutte passe d'ailleurs par une modification du financement de l'Etat, qui doit s'efforcer de trouver des sources de financement non monétaires. En faisant davantage appel aux agents non financiers et moins aux emprunts auprès du système bancaire, l'Etat contribue ainsi à faire émerger les instruments d'une économie de marché des capitaux.

La décision de s'ouvrir à l'économie mondiale influe donc sur la forme que doit prendre le système financier dans son ensemble. Il ne s'agit pas d'un choix innocent. Faute de réformes financières d'envergure, l'ouverture à l'économie mondiale se traduira par des pressions internes insoutenables (déficit de la balance commerciale, dépréciation du taux de change, diminution des réserves de change, augmentation de l'endettement). Il ne s'agit donc pas seulement de l'efficacité interne du secteur financier mais aussi de sa cohérence avec les règles de fonctionnement que l'ensemble du système s'impose en s'ouvrant sur un ensemble plus vaste. " Il s'agit là de changements profonds qui correspondent aux nouvelles règles du jeu de l'économie très largement ouverte sur l'extérieur soumis à une forte compétition économique qui interdit une remontée significative de l'inflation dans un seul pays(...) ¹¹."

programme de restructuration du secteur industriel et de modernisation du système bancaire dans la perspective, pour ce dernier, des négociations sur les services prévues à partir de l'an 2000 ", Banque Centrale de Tunisie, Rapport Annuel, 1997.

¹¹ M.CASTEL, Y.ULLMO , 1991, La nouvelle intermédiation, développement des marchés et financement des entreprises, *Revue d'économie financière*, n° 16, printemps.

Ajoutons pour finir que le niveau de développement n'est pas nécessairement lié à une forme spécifique de système financier. Les économies européennes en voie d'industrialisation étaient des économies de marchés des capitaux. Le développement des financements directs a été significatif ces dernières années dans quelques pays en voie de développement. En Inde de 1988 à 1992, la capitalisation du marché des titres est passée de 4 à 8 % du PNB. En Corée, l'évolution est plus radicale encore puisque la capitalisation atteint 80% du PNB en 1990 alors qu'elle ne s'élevait en 1980 qu'à 6%⁽¹²⁾.

Le choix de l'ouverture implique donc que les systèmes financiers passent d'une économie d'endettement à une économie de marché des capitaux. Dans la troisième partie de cette étude, nous allons tenter de déterminer si les systèmes financiers à l'Est et dans le Maghreb sont sur la voie de cette transformation.

3 / Les systèmes financiers des PECO et du Maghreb sont-ils conformes au modèle d'économies de marchés des capitaux ?

Dans la partie précédente, nous avons évoqué un certain nombre de caractéristiques propres aux deux types de système financier. Nous allons à présent observer la situation récente des pays de l'Est et des pays du Maghreb au regard de ces critères afin d'examiner si chacun de ces pays s'oriente vers un système de type, marché des capitaux ou bien s'ils conservent encore les traits d'économie d'endettement. Nous étudierons successivement des indices globaux pour l'ensemble des pays et nous ferons une analyse plus précise de la situation tunisienne.

3.1 Indices généraux sur l'ensemble des pays.

Le premier indice que nous pouvons observer pour l'ensemble des pays, et le plus naturel lorsque l'on cherche à estimer l'importance de la finance directe, est l'évolution du marché des valeurs mobilières.

Dans les années 80, la transition de la plupart des économies développées, d'économies d'endettement vers des économies de marché des capitaux, s'est accompagnée d'un développement sans précédent des marchés financiers et notamment des marchés des valeurs mobilières. Le développement des bourses permet aux agents non financiers en quête de financements de trouver des ressources en émettant des titres. Le développement de ces marchés, leur liquidité, leur capitalisation, leur dynamisme ainsi que la diversité des titres qui y sont proposés, sont autant de signes indiquant le développement de la finance directe. Il s'agit donc d'un indice d'évolution vers l'économie de marché des capitaux.

¹² International Finance Corporation, 1991, *Emerging Stock Markets*, Factbook, Washington.

Tableau n° 1 : Capitalisation boursière en part du Produit National Brut

	1993		1994		1995		1996	
	Capital./ PNB	Nombre de sociétés	Capital./ PNB	Nombre de sociétés	Capital./ PNB	Nombre de sociétés	Capital./ PNB	Nombre de sociétés
Rép. Tchèque	-		16%	1024	33%	1635	33%	1588
Egypte	8%	674	8%	700	14%	746	21%	546
Hongrie	2%	28	4%	40	5%	42	12%	49
Pologne	3%	22	3%	44	4%	65	6%	83
Maroc	10%	65	15%	51	19%	44	24%	47
Tunisie	7%	19	17%	21	23%	26	23%	30

Source : *Emerging Market Indicators Factbook, 1998*

Pour tous les pays, dans les deux zones, l'évolution semble assez positive, dans le sens où l'on observe globalement une augmentation de la capitalisation boursière plus rapide que le Produit National Brut. Les situations dans les deux zones ne sont pas homogènes. A l'Est, la République Tchèque se démarque assez nettement de la Hongrie et de la Pologne; elle est passée en deux ou trois ans devant tous les autres pays de l'Est. Ces deux derniers pays connaissent une augmentation plus mesurée. Cette différence, qui s'affirme dans le nombre de sociétés cotées tient aux stratégies différentes de privatisation.

Les pays du Maghreb connaissent une progression modérée, tant en termes de capitalisation que de sociétés cotées, même si les niveaux de capitalisation sont plus élevés que ceux de la Pologne et de la Hongrie. En fait, la situation récente de la Tunisie montre que cette progression a été ralentie.

Pour ce pays, il apparaît que le nombre de sociétés cotées reste faible et que l'évolution de l'indice boursier est négative. La capitalisation boursière accuse une régression depuis 1995. Le cours des titres est souvent inférieur au cours d'émission, ce qui exerce un effet dissuasif sur leur souscription. Le volume total des transactions baisse également de 1995 à 1997 dans une très forte proportion.

Tableau n°2 : Evolution récente de la bourse de Tunis

Période	Indice	Nombre de sociétés	Capitalisation (Bn Dinars)	Volume des transactions						
				Cotées			Non cotées			
				Action	Oblig.	Total	Actions	Oblig.	Total	Total
1993	251	19	1000	47	8	55	106	2	108	163
1994	507	21	2525	298	31	329	194	7	201	530
1995	634	26	3967	635	48	683	235	8	243	926
1996	570	30	3892	206	66	272	310	41	351	623
1997	455	34	2632	230	56	286	293	9	302	588

Source : *Statistiques financières, Banque Centrale de Tunisie, Septembre 1998*

Même si la part des actions et des titres de participation occupe une place non négligeable à la fois dans le financement des entreprises et dans les placements des ménages (Cf. infra), ceci ne s'accompagne pas d'un dynamisme de la bourse. La tentative d'introduire de nouveaux

instruments financiers permettant à la fois de décloisonner le marché monétaire et d'assurer aux agents non financiers un continuum de placements, s'est soldée par un échec.

Le marché des valeurs mobilières n'est pour l'instant pas assez développé pour assurer l'essor de la finance directe. On observe même ces dernières années et une relative dégradation, qui pourra sans doute être surmontée, mais qui indique que la transition vers une économie de marché des capitaux reste à accomplir.

Nous avons vu précédemment que les économies d'endettement étaient des économies inflationnistes, en raison du refinancement quasi-automatique de la Banque Centrale, mais aussi en raison de la nécessité de trouver aux entreprises des ressources bancaires à faible taux. Il va de soi que l'inflation n'a pas pour explication principale la forme du système financier, mais il s'agit là d'un indice qui, pour les pays considérés est assez convergent.

Tableau n°3 : Indice des prix à la consommation

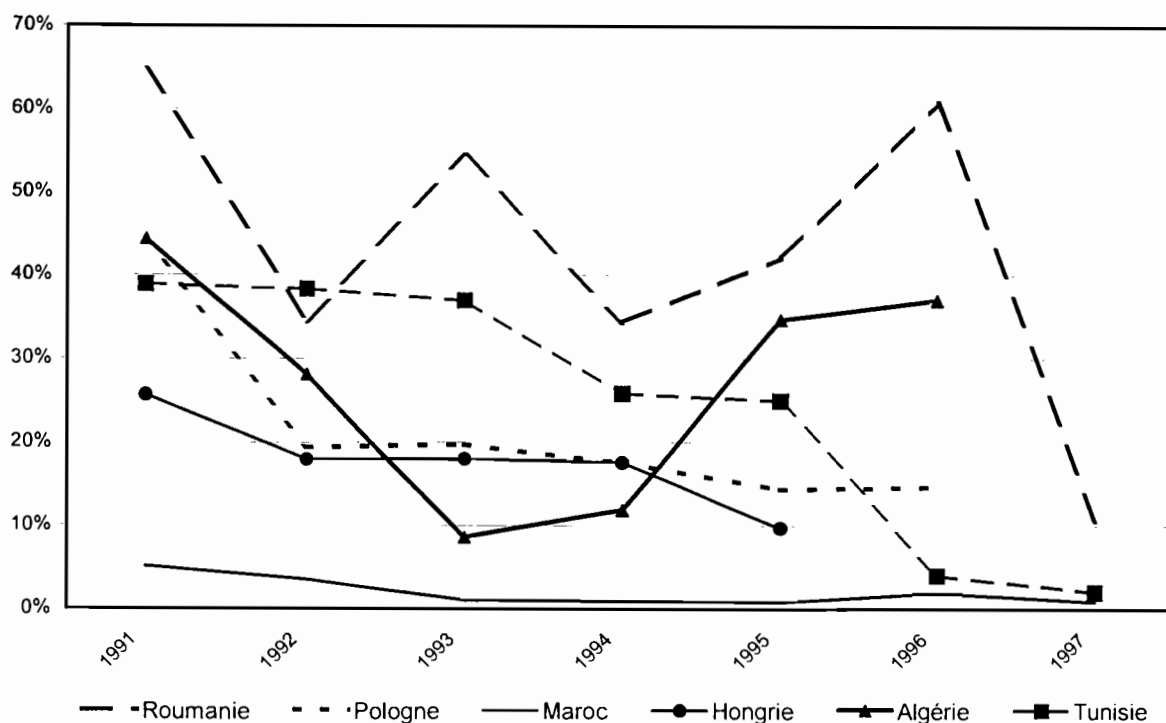
	1994	1995	1996	1997	1998
Hongrie	21.2	28.2	19.8	18	15.4
Pologne	29.5	22.6	18.5	14.3	12
Rép.Tchèque	9.7	7.8	8.6	12.5	8.3
Maroc	6.7	4.1	3.0	3.7	3.7
Tunisie	4.7	6.2	3.9	4.4	

Sources Emerging Market Indicators Factbook, 1998

Le rythme de l'inflation s'est nettement ralenti ces dernières années, notamment pour les pays comme la Pologne qui ont connu des épisodes d'hyper-inflation. Mais avec un taux à deux chiffres, les PECO analysés ici restent marqués par une inflation rampante malgré des politiques monétaires vigoureuses. Le Maroc et la Tunisie se trouvent dans une situation plus favorable. Cependant ces niveaux sont encore supérieurs à ceux de l'Union Européenne et notamment ceux de la France qui reste le premier partenaire de la Tunisie. Ce différentiel de taux supérieur à 2% érode la compétitivité prix, alors même que celle-ci devient plus stratégique dans le processus d'intégration. Du point de vue interne, cette inflation indique que la croissance doit être soutenue par une création monétaire qui pallie le déficit de ressources internes. Il s'agit là d'une caractéristique des économies d'endettement.

Comme nous l'avons déjà indiqué, les économies d'endettement sont marquées par une double structure d'endettement : endettement des entreprises par rapport aux banques de second rang et endettement des banques de second rang par rapport à la Banque Centrale. Cette dernière donnée peut être appréhendée au travers du bilan consolidé des Banques de second rang.

Graphique n°1 : Crédits de la Banque Centrale aux banques de second rang en part de l'actif de la Banque Centrale



Sources, Statistiques Financières du FMI.

La tendance générale quelle que soit la courbe montre une diminution de la part des créances sur les banques de second rang dans l'actif des Banques Centrales. Les pays de l'Est connaissent des évolutions variées qui tiennent au succès des politiques de transition. Cette évolution est assez favorable pour la Pologne et la Hongrie, moins pour la Roumanie. De même l'Algérie se distingue de la Tunisie et surtout du Maroc qui enregistre le ratio le plus bas. En Tunisie au contraire, l'ensemble du système bancaire reste dépendant des financements de la Banque Centrale. Les chiffres de 1996 et 1997 ne sont pas très significatifs, car la Banque Centrale a procédé à cette époque à un achat massif de créances douteuses que les Banques de second rang détenaient sur les entreprises publiques. Les Banques de second rang se sont donc massivement désendettées par rapport à la Banque Centrale.

L'examen du bilan des banques de second rang permet également d'observer l'évolution de la part des titres dans l'actif. Dans une économie de marchés des capitaux, les Banques de second rang élargissent leurs portefeuilles de titres afin de répondre de manière souple à leurs besoins de financement. Les titres apparaissent donc comme une contrepartie de leur création monétaire qui vient compléter les crédits à l'économie et à l'Etat.

Tableau n°4 : Part des titres dans l'actif des Banques de second rang

	Dec1993	dec1994	Dec1995	dec1996	dec1997
Tunisie	2,56%	2,60%	2,66%	2,42%	2,63%
Pologne	19,87%	23,87%	27,02%	28,40%	24,80%

Sources : Banque Centrale de Tunisie et de Pologne

Les deux pays se trouvent ici dans une situation très différente. La Pologne s'est engagée dans une réforme bancaire qui s'est tout de suite orientée vers la création de titres financiers. L'Etat, par exemple a mis en place des instruments de gestion de sa dette sous forme de bons du

Trésor. Cette titrisation de l'actif des banques ne s'est pas encore produit en Tunisie. Les banques tunisiennes ont de ce point de vue, un profil plus classique. Leur actif est principalement constitué par leurs crédits.

L'économie d'endettement et de marchés des capitaux se distinguent par les instruments et la conduite de la politique monétaire et plus généralement par les formes de régulation des circuits financiers¹³. Les pays du Maghreb se sont engagés à des rythmes différents dans une réforme du système bancaire où les instruments de marché occupent une plus large place. La régulation quantitative, par encadrement direct ou plafond d'escompte ainsi que les obligations faites aux banques de financer les secteurs prioritaires ont été abandonnées au profit d'une régulation par titres sur le marché monétaire. De même, les taux d'intérêts ont été partiellement libéralisés et les taux bonifiés supprimés¹⁴. Les systèmes bancaires restent cependant très étroitement contrôlés par l'action de la Banque Centrale, en raison de la faiblesse du marché monétaire, et de la spécialisation des banques de second rang. Dans le cas de la Tunisie par exemple, l'action de la Banque Centrale s'opère selon une politique d'open-market impure pour reprendre l'expression de M. Hergli et M. Belhareth, qui provient du fait que la Banque Centrale fixe elle-même les conditions de taux mais aussi par le fait que le comportement des banques de second rang n'a pas radicalement changé : " Les banques de second rang ne s'adressent au marché monétaire que pour se procurer les montants de monnaie centrale qui sont nécessaires au financement du solde de leurs opérations de compensation, et ce après, après avoir épuisé toutes les possibilités potentielles de réescompte direct "¹⁵.

Un autre élément tout aussi nécessaire au fonctionnement d'une économie de marché des capitaux, est l'existence d'un marché des changes disposant d'instruments à terme et fonctionnant librement. Tous les pays évoqués ici, à l'Est comme dans le Maghreb connaissent des restrictions dans la convertibilité des monnaies sur les opérations en capital et parfois sur les opérations commerciales. La Tunisie ne s'est dotée d'un marché des changes au comptant qu'en 1994, élargi aux opérations à terme en 1997.

En procédant à une analyse globale sur quelques indices et en observant les institutions financières ou le mode de fonctionnement du système bancaire, on constate que les économies à l'Est et au Maghreb ont un modèle financier qui les apparente à l'économie d'endettement. Mais l'analyse précédente doit être complétée même si les taux de capitalisation boursière, les niveaux d'inflation, la dépendance des banques de second rang vis à vis de la Banque Centrale permettent déjà de fournir des indications.

Pour approfondir la question, il est nécessaire d'examiner le comportement financier des ménages et des entreprises. Il s'agit de comprendre comment les agents non-financiers disposant de capacités de financement vont fournir aux agents déficitaires les ressources dont ces derniers ont besoin. Il est même possible à partir du Tableau des Opérations Financières de calculer un taux d'intermédiation pour l'ensemble de l'économie. La partie qui suit est une présentation de ces résultats pour la Tunisie¹⁶

13 Claude Toullec, 1979, Economie de marché, économie d'endettement et politique monétaire, Banque, n°382.

14 A. Jbili, K. Enders, V. Treichel, 1997, Financial Sector Reforms in Algeria, Morocco and Tunisia, Working paper du FMI, n°81.

15 M. Hergli et M. Belhareth, 1995, Libéralisation financière et nouvelle régulation monétaire : quelques propos sur le cas tunisien, Mondes en développement, tome 23, n°89/90.

16 Cette étude est un propos d'étape qui doit être complété par des études empiriques plus précises portant sur les autres pays mentionnés précédemment.

3.2 L'économie tunisienne est elle en passe de devenir une économie de marchés des capitaux?

Nous allons analyser des données qui concernent pour une part les sociétés non financières et d'autre part les ménages. Dans une économie de marchés des capitaux, les entreprises ont recours à la finance directe pour se financer. Cela signifie qu'elles financent leurs investissements principalement à partir de leurs ressources propres et à partir des ressources qu'elles obtiennent des agents non financiers disposant de capacité de financement, sous forme d'actions, de participations et d'obligations.

Mais ce financement externe ne peut venir qu'en complément et il suppose que les entreprises disposent au préalable de ressources propres suffisantes. Leur ratio d'autofinancement, défini comme le rapport de l'épargne brute sur la formation brute de capital fixe doit donc être suffisamment élevé.

Tableau n°5 : Données relatives aux sociétés non financières tunisiennes

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
obligations	179	261	-54	-38	53	345	-118
fonds propres	391	379	770	865	883	723	897
Emprunts	615	627	843	1265	726	1316	1060
PIB	10815	12028	13705	14662	15813	17026	19070
Ratio emprunts/titres	1,07	0,98	1,17	1,53	0,77	1,23	1,36
taux d'autofinancement	0,776	0,740	0,530	0,377	0,677	0,730	0,723
Activité financière	0,052	0,053	0,052	0,056	0,059	0,062	0,040

Calcul des auteurs à partir des Comptes de la Nation, 1990-1996, Institut Statistique Tunisien

Il est difficile de tirer une tendance cohérente de l'évolution du taux d'autofinancement. Entre 1990 et 1996, ce taux connaît une variation assez forte, puisqu'il est inférieur à 38 % en 1993, ce qui représente un taux très faible. Le niveau atteint en 1996 est assez moyen, mais il reste inférieur à celui de 1990 malgré une nette progression. A titre d'exemple, le taux d'autofinancement calculé pour les sociétés et quasi sociétés françaises cette même année, était de 82%.

L'économie de marché des capitaux se caractérise également par une diminution du ratio emprunts sur titres. Pour la Tunisie, celui-ci varie de façon hiératique sur la période considérée. En 1996, les sociétés non financières tunisiennes ont fait davantage appel au crédit, comparativement aux titres, qu'elles ne l'ont fait en 1994 et 1995. Ces chiffres montrent donc que, du point de vue de ce ratio, il n'y a pas de tendance vers une structure de financement des entreprises conforme à l'économie de marchés des capitaux.

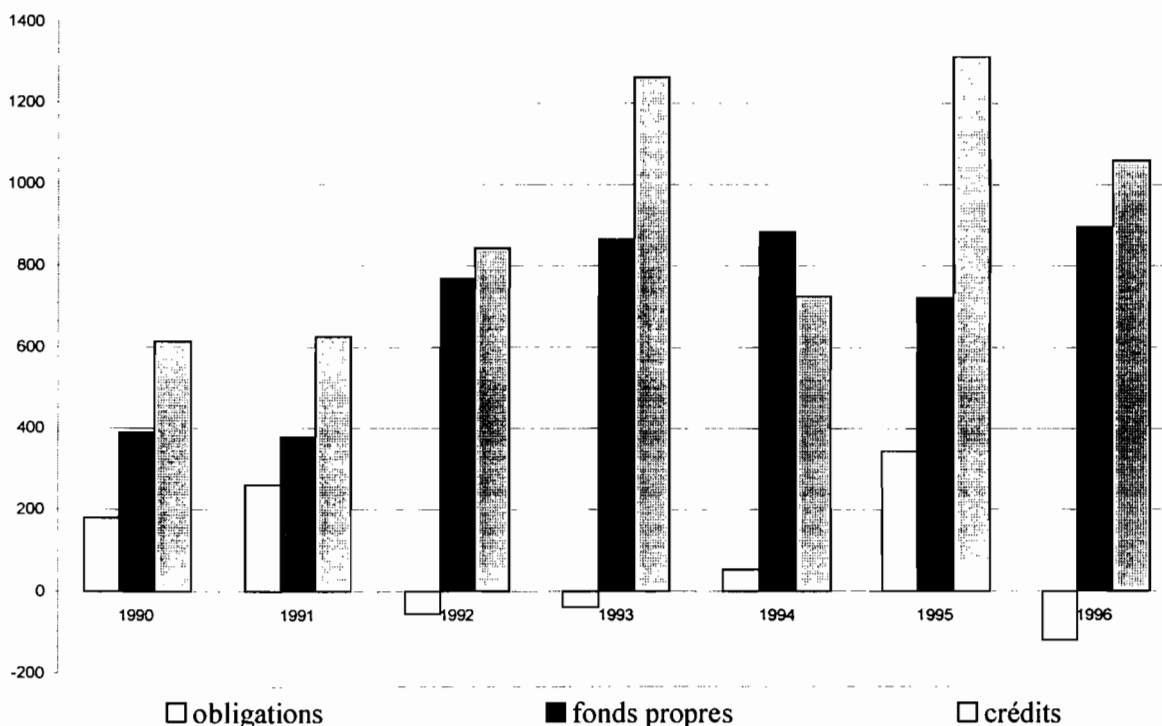
La même conclusion s'impose si l'on observe l'activité financière des entreprises tunisiennes. Cet indice est calculé en rapportant les émissions d'obligations et d'actions des entreprises au PIB. L'hypothèse d'une économie de marchés des capitaux implique une augmentation de cette activité financière, que l'on observe pas dans le cas présent.

Si l'on observe la répartition des sources de financement des sociétés non financières tunisiennes, on remarque que les crédits occupent la première place. De 1990 à 1996, avec une exception en 1994, le crédit vient toujours devant les fonds propres et les obligations, même si la

part des fonds propres n'est pas négligeable. Les obligations quant à elles, n'occupent qu'une place marginale.

On retrouve donc dans la structure des financements des sociétés non financières le schéma classique de l'économie d'endettement. Quand une entreprise cherche à s'endetter, elle le fait principalement auprès des banques et très marginalement auprès des autres agents non financiers sous la forme d'obligations. En revanche, la part des fonds propres est significative. Un quart des actions et autres participations émises par l'ensemble des secteurs institutionnels tunisiens sont souscrites par l'extérieur, un autre quart par les sociétés non financières tunisiennes et un tiers par les ménages. Cet intérêt des ménages pour la prise de participation dans les sociétés non financières ne signifie cependant pas un engouement pour les valeurs mobilières, comme cela sera précisé par la suite. Il est probable que de très nombreuses petites sociétés dont le capital est souscrit par les membres d'une même famille explique ce niveau important des participations.

Graphique n°2 : Part des sources de financement des sociétés non financières tunisiennes : 1990-1996



Calcul des auteurs à partir des Comptes de la Nation, 1990-1996, INS.

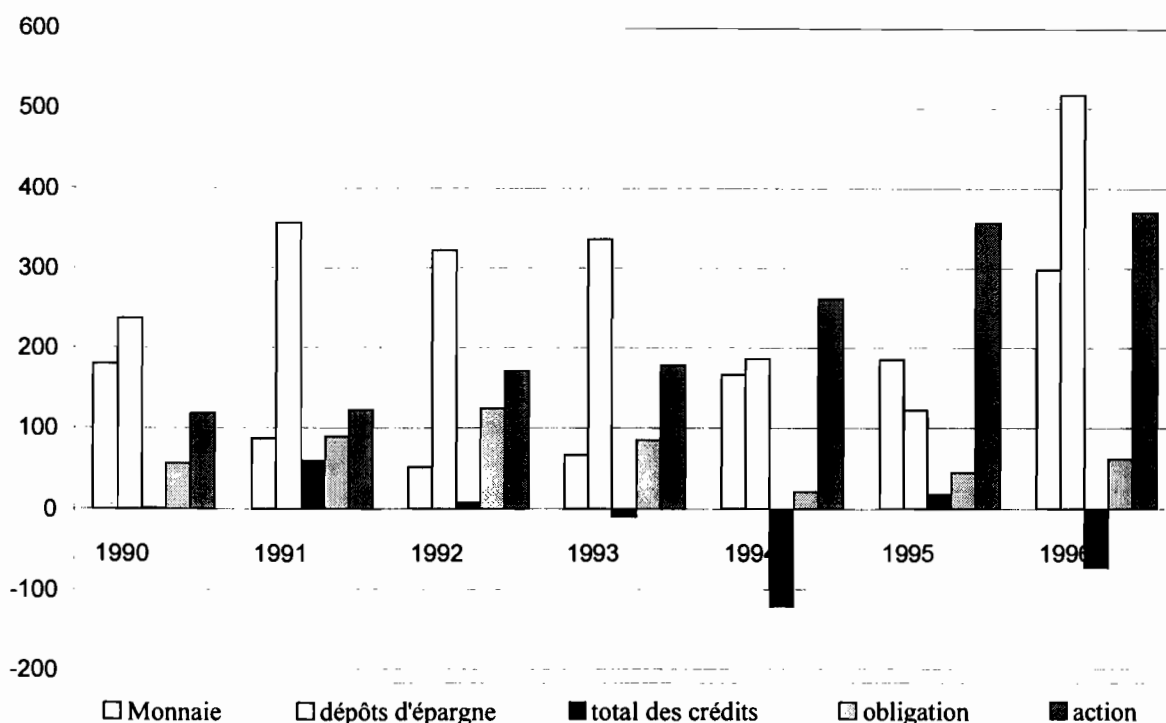
Les données relatives aux sociétés non financières tunisiennes ne permettent donc de ne livrer qu'un résultat négatif. Entre 1990 et 1996, on ne peut pas observer de convergence des différents éléments de financement, qui permettrait de valider l'hypothèse de l'émergence d'une économie de marchés de capitaux.

Nous avons vu précédemment que les actions et participations occupaient une place non négligeable dans le financement des entreprises. Cette caractéristique se retrouve naturellement dans la répartition des placements des ménages. Parmi ces placements, la monnaie et les dépôts d'épargne occupent la première place. On peut d'ailleurs noter pour toute la période à l'exception de 1995 une prédominance des dépôts d'épargne sur la monnaie. Cela indique une certaine propension à utiliser les placements liquides offerts par les banques de dépôt et la caisse

d'épargne. Une des motivations principales à l'ouverture d'un compte bancaire est l'épargne plutôt que l'utilisation de moyens de paiement scripturaux.

En ce qui concerne les titres et participations, on observe une part très négligeable des obligations. Si les ménages dirigent une partie de leur épargne vers les actions et les participations, ils souscrivent peu d'obligations émises par les entreprises. Ce comportement montre que, pour les ménages également, ce sont les placements intermédiés auprès des institutions financières qui prédominent.

Graphique n°3 : Répartition des formes de placements des ménages en millions de Dinars



Calcul des auteurs à partir des Comptes de la Nation, 1990-1996, Institut Statistique Tunisien

Il convient de préciser également que les ménages ne disposent que de deux grands types d'instruments de placements financiers. D'une part, l'épargne liquide sur livret, et d'autre part les titres, obligations, actions et participations. Il n'existe pas de continuum de produits, qui ferait de ces titres des instruments flexibles et adaptés de gestion ou de placements.

Le développement des SICAV a été considérablement ralenti en 1996 et 1997 en raison des contre-performances de la bourse. Le total des actifs gérés par les sociétés d'investissement, dépasse à peine un million de dinars. Si les SICAV obligataires ont réussi à conserver un taux de rendement positif quoique faible, les SICAV mixtes ont connu quant à elle, des chutes de valeur atteignant pour certaines plus de 80 % de la valeur nominale. Toutes les SICAV mixtes ont connu en 1997 des taux de rendement négatifs allant jusqu'à moins 90%.

Cet échec dans le développement de nouveaux instruments financiers devra être surmonté pour que se développe en Tunisie un marché monétaire décloisonné où pourront intervenir également les ménages au travers des OPCVM.

Un tel échec est de nature à conforter les ménages à investir dans le logement. En effet, les ménages tunisiens consacrent une part importante de leur épargne brute à l'acquisition de logements, et l'épargne brute des ménages est donc essentiellement consacrée à la formation brute de capital fixe.

Tableau n°6 : Part de l'épargne brute des ménages consacrée à l'acquisition de logement

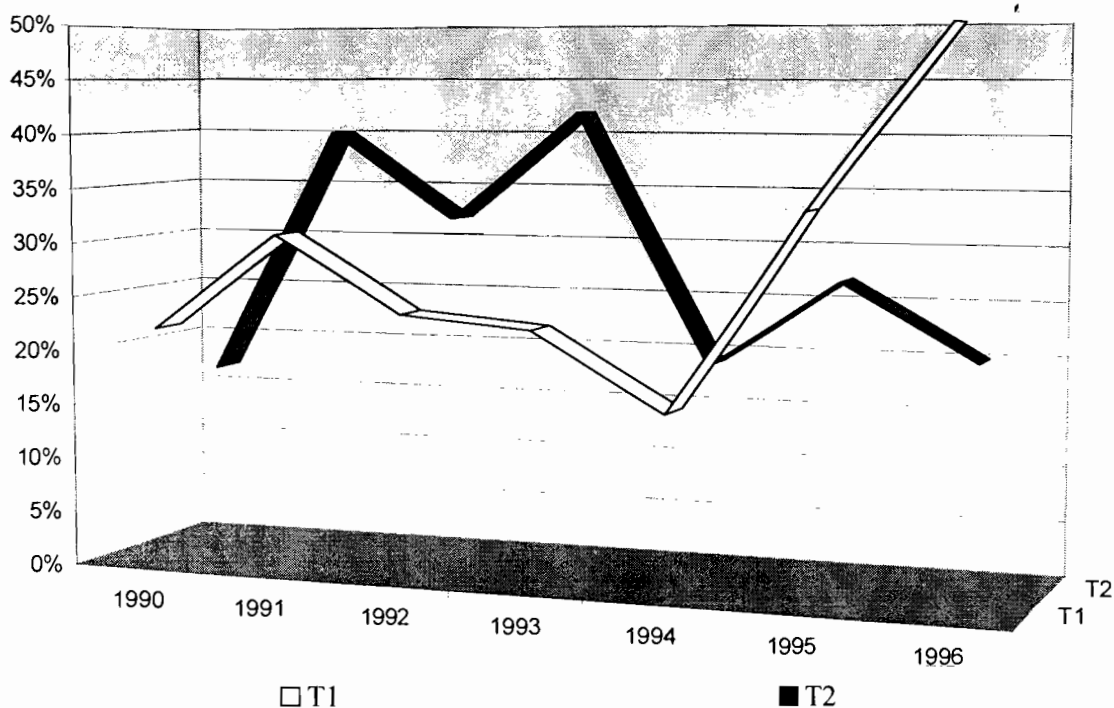
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
FBCF/Epargne Brute	97%	81%	85%	86%	99%	95%	62%

Calcul des auteurs à partir des Comptes de la Nation, 1990-1996, Institut Statistique Tunisien

Pour compléter notre analyse nous avons tenté de calculer deux taux d'intermédiation à partir des données des tableaux des opérations financières entre 1990 et 1996. Ces taux d'intermédiation permettent de mesurer la part relative de la finance intermédiée par rapport à la finance directe. Deux approches ont été considérées, l'une en terme de placements, et l'autre en termes de financements. Le taux T1 mesure le rapport entre les placements intermédiés, (les liquidités déposées chez les agents financiers plus les titres émis par les agents financiers) et les placements primaires (liquidité des agents non financiers, titres détenus par les agents non financiers, prêts consentis par les agents non financiers). Le taux T2 mesure les prêts intermédiés (titres détenus par les agents financiers, prêts consentis par les agents financiers) rapportés aux emprunts finals (titres émis par les agents non financiers, crédits reçus par les agents non financiers).

Les données du tableau des opérations financières ne permettent pas de rentrer dans le détail des titres du marché monétaire est donc de mesurer dans le taux d'intermédiation la part des nouveaux intermédiaires financiers de type OPCVM, ni même de considérer les instruments du marché monétaire. Par ailleurs, nous ne disposons que de données en flux, ce qui explique la forte variation de ce taux.

Graphique n°4, Evolution du taux d'intermédiation de l'économie tunisienne



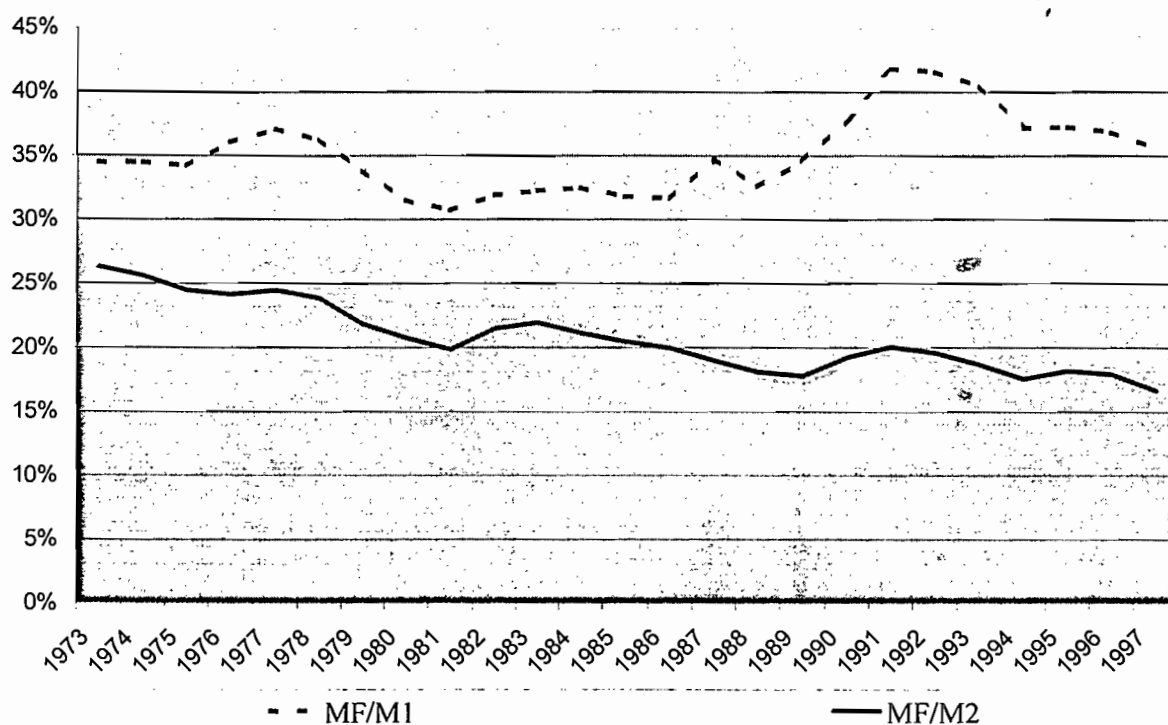
Calcul des auteurs à partir des Comptes de la Nation, 1990-1996, Institut Statistique Tunisien

Il est assez difficile de tirer un enseignement des tendances observées. Les deux taux et leur variation est trop importante d'une année sur l'autre pour conclure sur une tendance. Par ailleurs la période considérée est trop courte. Il faut cependant noter que les taux observés sont assez faibles ce qui laisserait penser que la finance intermédiée ne représente qu'une faible part de l'ensemble des financements. Ce résultat contradictoire avec ce que nous avons mis en évidence précédemment doit probablement être interprété avec prudence et être complété par des études en cours sur une plus longue période. De plus, d'autres éléments institutionnels rendent délicate une comparaison de ces taux avec des pays plus développés.

C'est notamment le cas de l'importance de la part relative de la monnaie fiduciaire dans la masse monétaire. Les billets de banque et les espèces restent le moyen de paiement par excellence des ménages et ceci reste d'ailleurs vrai également pour les pays de l'Est. Le fait frappant, pour la Tunisie, est qu'il n'y a pas de diminution sur longue période par rapport à M1.

Notons au passage que le poids des pièces et billets dans la masse monétaire, est favorable au pouvoir dont dispose la banque centrale sur l'ensemble du système bancaire. En effet, plus la part des billets est importante dans la masse monétaire, toutes choses étant égales par ailleurs, plus les banques de second rang sont dépendantes de la banque centrale dans la mesure où elles doivent fournir des espèces aux clients à qui elles accordent des crédits. Il s'agit là encore d'éléments peu conformes avec l'hypothèse d'économie de marché des capitaux.

Graphique n°5, Importance relative de la Monnaie fiduciaire dans la Masse Monétaire.



Source : Statistiques financières, Banque Centrale de Tunisie, Septembre 1998

Conclusion

Au terme de cette étude, nous pouvons dégager des enseignements utiles pour l'adaptation des systèmes financiers dans un contexte d'ouverture. L'approche en terme systémique qui tente d'analyser la cohérence des marchés financiers avec les formes de régulation économique par le marché, qu'imposent les accords de libre-échange, permet de compléter utilement le diagnostic qui est fait sur l'état d'avancement de la libéralisation financière. S'en tenir au catalogue des réformes à accomplir pour libéraliser le système financier ne suffit pas. Il faut encore montrer en quoi un système financier doit être cohérent avec le reste du système économique.

De ce point de vue, l'approche en terme d'économie d'endettement et d'économie de marchés des capitaux est utile car elle insiste sur la forme du système financier. Le contexte global d'insertion dans l'économie mondiale au travers de l'intégration à l'espace européen impose un système financier de type économie de marché des capitaux. La part de la finance directe doit croître et prendre le relais des financements intermédiés. Les agents économiques disposant de capacités de financement doivent pouvoir trouver des formes de placements plus diversifiés tandis que les agents déficitaires doivent pouvoir s'adresser à ces derniers en émettant des titres afin que les entreprises trouvent des ressources pour s'adapter aux nouvelles conditions de fonctionnement du système économique. Naturellement, les banques continueront d'assurer une grande part des financements de l'économie en raison de l'inertie des comportements et du temps assez long nécessaire au développement de nouvelles institutions financières. Et aussi parce que les systèmes financiers modernes sont hiérarchisés. Mais l'ensemble du système bancaire doit s'orienter vers un fonctionnement marchand fondé sur des taux d'intérêt reflétant les conditions globales d'offre et de demande de fonds prêtables. Les pays des deux zones sont sur la bonne

voie, mais la gestion de la liquidité bancaire reste encore très largement administrée en raison de la faible profondeur du marché monétaire.

Les réformes financières doivent donc s'orienter dans le sens d'une plus grande ouverture du marché monétaire à l'ensemble des agents économiques, y compris les ménages au travers de sociétés d'investissement et d'OPCVM. Ce n'est que dans un marché monétaire élargi, disposant d'instruments diversifiés couvrant un continuum d'échéance et largement ouvert aux agents économiques, que la Banque Centrale cessera d'avoir une position de quasi monopole qui lui permet de fixer les conditions du marché. Ces réformes doivent aboutir à l'établissement d'un système financier reposant sur les marchés des capitaux.

L'ensemble de ces réformes s'inscrivent dans une transformation plus globale du fonctionnement de l'économie. L'Etat ne joue plus un rôle moteur dans la détermination du taux d'investissement et celui-ci se forme sur la base des décisions des entrepreneurs privés en fonction de signaux de marché. Un partage de la valeur ajoutée plus favorable aux entreprises peut s'opérer. Le pouvoir économique se déplace du côté des créanciers, alors que l'économie d'endettement était plus favorable aux débiteurs. C'est là que réside une question que nous ne ferons qu'évoquer pour finir : l'économie de marché des capitaux peut-elle accepter un niveau suffisant de risque sur le financement des investissements pour permettre une ré allocation massive des facteurs comme pourrait le faire une économie d'endettement ? Les entreprises dynamiques sur les nouveaux marchés et donc débitrices, trouveront-elles des ressources longues auprès de créanciers dont le pouvoir sera renforcé et qui seront plus sensibles aux risques et plus soucieux de liquidité que ne pouvaient l'être les banques ? Cette question suffit à mettre l'accent sur le rôle essentiel de nombreuses institutions financières qui doivent accompagner le processus de libéralisation.

5/ Bibliographie

- BANQUE CENTRALE DE TUNISIE, 1997, Rapport Annuel.
- BERTHELEMY, J.C. et VAROUDAKIS, A., 1994, « Intermédiation financière et croissance endogène », Communication pour le XLII ième congrès annuel de l'AFSE à Paris les 23 et 24 septembre 1993, *Revue Economique*, mai 1994, pp. 737-750.
- CASTEL M., ULLMO Y., 1991, « La nouvelle intermédiation, développement des marchés et financement des entreprises », *Revue d'économie financière*, n° 16, printemps.
- COMMISSARIAT GENERAL AU PLAN, 1987, *Perspective du financement de l'économie française*, La documentation Française, mai
- HERGLI M., BELHARETH M., 1995, « Libéralisation financière et nouvelle régulation monétaire : quelques propos sur le cas tunisien » *Mondes en développement*, tome 23, n°89/90.
- HICKS J.R., 1974, *The Crisis in Keynesian Economics*, Oxford, Basil Blackwell,
- INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION, 1991, *Emerging Stock Markets*, Factbook, Washington.
- JBILI A., ENDERS K., TREICHEL V., 1997, *Financial Sector Reforms in Algeria, Morocco and Tunisia*, Working paper du FMI, n°81.
- LEVY-GARBOUA V., B.WEYMULLER, 1985, *Macroéconomie contemporaine*, Paris, Economica.
- McKINNON, R.I., 1973, *Money and Capital in Economic Development*, Washington D.C., Brookings Institutions.
- MINISTERE DES FINANCES, 1986, *Livre blanc sur les réformes de financement de l'économie*, La documentation française.
- MOISSERON J.-Y., 1993, *Les réformes bancaires et financières des économies ex-socialistes dans la transition vers l'économie de marché*, Thèse, Paris I.
- MOISSERON J-Y SZYMKIEWICZ, 1994, « La restructuration du système bancaire polonais » *Le Courrier des pays de l'Est*, n°389, mai.
- MONFRONT M., 1989, « Les évolutions du système financier français à travers le TERF » *Cahiers économiques et monétaires*, n° 34,
- TAYLOR, L., 1983, *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World*, New York: Basic Books Inc.
- TOULLEC C., 1979, « Economie de marché, économie d'endettement et politique monétaire », *Banque*, n°382.

Van WIJNBERGEN, S., 1983 a, "Credit Policy, Inflation Growth in a Financial Repressed Economy", *Journal of Development Economics*, vol. 13, n°s 1 et 2, août et octobre 1983, pp. 45-65.

Van WIJNBERGEN, S., 1983 b, "Interest Rate Management in LDC's", *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, n° 3, septembre 1983, pp. 433-452.